

UNIVERSIDAD DE OVIEDO

Máster en Administración y Dirección de Empresas



TRABAJO FIN DE MASTER

**“LA POLÍTICA RETRIBUTIVA DEL CEO
EN LA EMPRESA FAMILIAR”**

Autor

Celia Gayo Feito

Directores

Dr. Rubén Arrondo García

Dr. Carlos Fernández Méndez

Oviedo, Junio 2015

INDICE.....	2
INDICE DE TABLAS.....	4
INDICE DE FIGURAS Y GRAFICOS	5
INTRODUCCIÓN.....	6
CAPITULO I. CONCEPTUALIZACION DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	12
1.1. Tipología de la empresa familiar.	16
1.2. Singularidad de la empresa familiar.	18
1.2.1. Características de la empresa familiar.....	20
1.2.2. Etapas de la empresa familiar	21
1.2.3. Órganos de Gobierno en la familia empresaria.....	22
1.3. Retos de la empresa familiar.....	27
1.3.1. La continuidad en la empresa familiar	27
1.3.2. Profesionalización de la empresa familiar	29
1.3.3. Innovación e Internacionalización	29
1.3.4. Mecanismos frente a los retos de la empresa familiar	30
CAPITULO II. SISTEMA DE RETRIBUCIÓN DEL CEO EN LA EMPRESA	33
2.1. Retribución del CEO en la empresa familiar	44

CAPITULO III. DATOS Y METODOLOGÍA.....	54
3.1. La empresa familiar en Australia.....	55
3.2. Construcción de la base de datos	58
3.3. Metodología y Variables.....	60
3.4. Estadísticos descriptivos	65
CAPITULO IV. RESULTADOS DEL ANÁLISIS	72
CONCLUSIONES	80
BIBLIOGRAFÍA	83

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Objetivos de la política de retribución del CEO	33
Tabla 2. Características de la teoría de la agencia.	37
Tabla 3. Características de la teoría de los recursos y capacidades.	39
Tabla 4. Características de la teoría del <i>stewardship</i>	40
Tabla 5. Aspectos clave de la teoría de la riqueza socioemocional.	41
Tabla 6. Características de la teoría socioemocional.	43
Tabla 7. Componentes de la retribución.	48
Tabla 8. Principales resultados de investigaciones previas en materia de retribución del CEO en la empresa familiar.	52
Tabla 9. <i>The Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations</i> . (2010). Recomendaciones al principio 8. Retribución justa y responsable.	55
Tabla 10. Descripción de las variables de estudio.	62
Tabla 11. Comparación de las variables seleccionadas entre las empresas familiares y las no familiares.	66
Tabla 12. Evolución para la variable ROA para el periodo 2006-2011.	70
Tablas 13. Análisis de diferencia de medianas del ROA. Año 2011.	70
Tabla 14. Diferencias de medianas para el ratio de endeudamiento entre empresas familiares y no familiares para los años 2006-2011	71
Tabla 15. Diferencia de diferencias de mediana entre empresas familiares y no familiares para el periodo 2006-2011. Variables de retribución del CEO.....	73

INDICE DE FIGURAS Y GRAFICOS

Figura 1. Proporción de empresas familiares en el total de empresas por país	8
Figura 2. Aspectos clave en la definición de empresa familiar.	13
Figura 3. Modelo de los tres círculos.	15
Figura 4. Modelo fundador a consorcio de primos.	16
Figura 5. Modelo de las relaciones de trabajo.	17
Figura 6. Semejanza de las relaciones empresa-familia al movimiento de un barco.	20
Figura 7. Ciclo de vida de la empresa familiar.	21
Figura 8. Órganos de gobierno en la empresa familiar.	24
Figura 9. Componentes de la retribución.	34
Figura 10. Teoría de la Agencia.	36
Gráfico 1. Diferencias entre la retribución del CEO y la retribución media de los trabajadores.	56
Gráfico 2. Evolución de la Retribución Total del CEO entre los años 2006 y 2011.	67
Gráfico 3. Porcentajes sobre la retribución total que representan los componentes de la retribución del CEO.	68
Gráfico 4. Comparación del ROA entre empresas familiares y no familiares en el periodo 2006-2007.	70

INTRODUCCIÓN

Este trabajo tiene por objeto analizar la retribución en las empresas familiares. Su propósito se centra en contrastar de manera empírica las características de la política retributiva de los directores ejecutivos; especialmente, las particularidades que presentan en este sentido las empresas familiares frente a las empresas no familiares.

La empresa familiar se puede considerar como la unidad económica más antigua del mundo. Su existencia está ligada a la presencia de la familia y, por lo tanto, a la existencia del ser humano sobre la tierra; encontramos así sus primeras formas derivadas de las necesidades de la familia, de su supervivencia y su emprendimiento (Ward, 2006) hasta alcanzar el lugar que ocupan actualmente en la economía mundial.

La historia reciente sobre la gestión empresarial y la evolución de la empresa familiar, se inicia en el siglo XIX como consecuencia de las grandes transformaciones socioeconómicas y la revolución industrial en occidente. Es en Europa, concretamente en Alemania, donde comienza a desarrollarse una corriente de innovación en la gestión de la empresa; aunque, fue en Estados Unidos donde el avance tuvo su máximo desarrollo, llegando a crearse en 1881 la primera escuela de negocios del mundo.

La propiedad de las grandes empresas norteamericanas comienza a dispersarse en la bolsa. Inicialmente, se trataba de un mecanismo utilizado para financiar la expansión y el crecimiento de las compañías más innovadoras y sobre las que principalmente se centraba el desarrollo y la evolución de la gestión empresarial. La facilidad para obtener información de estas compañías en los mercados bursátiles supuso que los investigadores, o incluso las propias empresas, pudieran acceder a la misma y estudiar de un modo más fiable la gestión de las compañías más importantes. Se sentaban así las bases de las actuales estrategias de gestión empresarial: estrategia corporativa, marketing, gestión financiera, etc.

En este sentido, los estudios y análisis de esa etapa, se centraban básicamente en la distinción de las empresas de acuerdo a su tamaño. Los datos se limitaban a grandes compañías y se consideraban los negocios y empresas familiares como entidades infradesarrolladas. De igual modo, el estudio de la propiedad, analizada en

excepcionales ocasiones, se limitaba a las grandes compañías cotizadas donde existía una relación establecida entre gerentes y accionistas. El resto de empresas, las no cotizadas, carecían de interés investigador.

Es en el año 1976, a partir de un artículo de Louis Barnes y Simon Herson, publicado en la revista *Harvard Business Review*, cuando la Empresa Familiar comienza a considerarse como organización competitiva, más allá de la idea popularmente sostenida de que únicamente conformaban un estadio subdesarrollado de las empresas cotizadas. El interés sobre la empresa familiar hace que surjan en Estados Unidos los primeros especialistas en su estudio: la publicación de los dos primeros libros de empresa familiar, seminarios para empresarios familiares por Leon Danco o el primer programa académico sobre empresa familiar, creado en 1980 por Peter Davis.

Actualmente, el eje central de cualquier economía, ya sea local, regional, nacional o internacional, recae en gran medida en los sistemas empresariales denominados como empresas familiares (Galve y Salas, 2003; Sabater, Ruiz y Carrasco, 2003; Sharma, 2004). Así, pese a la imagen que persiguen las empresas modernas, ser controladas y dirigidas por gerentes profesionales, la mayoría de las empresas todavía son controladas bien por familias empresarias o por el Estado (La Porta, López de Silanes y Shleifer, 1999).

Al hablar de la importancia de las empresas familiares, podemos hablar de dos vertientes: una social y otra económica; en referencia a factores como su peso en el conjunto de empresas a nivel mundial, el volumen sobre el PIB o la generación de empleo. Si tenemos en cuenta el último informe estadístico del *Family Firm Institute* (FFI), la situación que se observa es la siguiente:

- Las empresas familiares suponen 2/3 de todas las empresas a nivel mundial. En la mayoría de países suponen entre el 70% y el 95% de todas las entidades comerciales.
- Entre el 70% y el 90% del PIB mundial anual es generado por empresas familiares.
- En el año 2012 el 85% de las empresas de nueva creación se estableció con capital familiar.
- Las empresas familiares crean entre el 50% y el 80% de los puestos de trabajo.

En Estados Unidos, al menos la mitad de todas las empresas son empresas familiares y generan en torno al 50% del PIB; mientras que en Sudamérica, en torno al 85% de las empresas son familiares. Alcanzan el 80% entre las compañías de Oriente Próximo. En Asia, las grandes potencias económicas también tienen un destacado papel familiar dentro del tejido empresarial; en China el 85,4% de las empresas privadas son de propiedad familiar, o en India donde representan 2/3 del PIB del país. Por último, en Europa las empresas familiares suponen el 60% del total de empresas. En España ese porcentaje se sitúa en torno al 75%, en Francia el 60% son de carácter familiar, en Italia por encima del 90%, en Alemania el 95% y en el Reino Unido el 70%.

Las cifras referentes al peso que las empresas familiares suponen a nivel mundial dentro del total de empresas, se recogen en la siguiente figura:

Figura 1. Proporción de empresas familiares en el total de empresas por país.



Fuente: Family Firm Institute.

En resumen, la mayor parte de las empresas a nivel mundial o bien nacen como empresas familiares, o se convierten en tales a posteriori por adquisición o por la incorporación de miembros de una familia.

Con todo ello, aunque la empresa familiar representa un papel fundamental en el plano tanto social como económico a nivel mundial, su estudio, a nivel empresarial o académico, ha cobrado importancia en los últimos treinta años, periodo en el que han tenido lugar la mayor parte de las aportaciones.

Algunos de los trabajos académicos más relevantes sobre la empresa familiar son: La Porta *et al.* (1999); Anderson y Reeb (2003); Gómez-Mejía, Larrazza-Kintana y Makri (2003) y Villalonga y Amit (2006) para el mercado norteamericano; Faccio y Lang (2002); Galve y Salas (2003) y Nieto, Casasola, Fernández y Usero (2008), para el

mercado europeo; Mok, Lam y Cheung (1992), Claessens, Djankov y Lang (2000) y Tsai, Hung y Kuo (2006) para el mercado asiático; y Mroczkowski y Tanewski (2007) para el mercado australiano, entre otros.

Pese a la relevancia de la empresa familiar y a las crecientes investigaciones, científicas o divulgativas, aún existen importantes lagunas en el campo de análisis de la empresa familiar. Entre las más destacadas estaría la retribución (Gómez-Mejía *et al.* 2003), donde despierta especial interés la política retributiva del director ejecutivo, CEO¹ en adelante. El CEO puede ser considerado como la persona más importante dentro de la gestión de una empresa; en él recae la responsabilidad general de la conducta y desempeño de toda la organización (Finkelstein y Hambrick, 1996).

Aunque investigaciones previas sobre la retribución en empresas familiares evidencian importantes diferencias con las no familiares (Dyer y Whetten, 2006), la retribución del CEO ha recibido menor atención por parte de la comunidad académica.

Existen distintos trabajos sobre este particular que nos han permitido conocer aspectos relacionados no solo con el análisis estratégico, en general, la misión, objetivos y filosofía de la empresa familiar en distinción con la no familiar; sino de manera más particular, sobre la retribución del CEO atendiendo a las diferentes situaciones que puedan darse, dependiendo de la naturaleza tanto de la empresa como del propio CEO (familiar o no familiar).

Debe tenerse en cuenta que el interés del estudio radica en que, dentro de la empresa, el CEO es el responsable de la dirección, quien gestiona los recursos clave de la compañía, y su remuneración es un medio fundamental de motivación para la toma de decisiones en beneficio de los intereses de los accionistas (Jensen y Murphy, 1990).

Algunos autores determinan que la representación de la familia en la empresa influye significativamente en las políticas de retribución del CEO. En este sentido, ese papel de la retribución como mecanismo de motivación, podría resultar cuestionable en el caso de empresas familiares frente a las no familiares.

Es importante entonces, distinguir la naturaleza del CEO y analizar la retribución cuando se trata de un miembro de la familia, puesto que sus intereses en la empresa van más allá de la mera ganancia económica, porque como representante de la

¹ De acuerdo a las siglas en inglés de Chief Executive Officer.

familia se incluyen otros valores intrínsecos en su desempeño: el prestigio de la empresa que es propietario o la pertenencia al grupo familiar, entre otros.

Investigaciones previas concluyen que aquellos CEOs que son miembros de la familia, como propietarios, aceptan una indemnización inferior (Gómez-Mejía *et al.* 2003). Sin embargo, también deberíamos tener en cuenta una teoría alternativa a esa menor retribución en el caso de CEOs familiares frente a no familiares. Según la cual, existen CEOs no familiares que exigen mayor compensación por su gestión, para minimizar el riesgo que la toma de decisiones de la familia pudiera suponer para sus carreras, reputación, etc. (Gómez-Mejía, Núñez-Níquel y Gutiérrez, 2001). Bajo estos supuestos existirían diferencias en la retribución del CEO dependiendo de su condición de miembro de la familia.

En el caso de CEOs no familiares, la relación contractual entre los propietarios y el gerente es de gran importancia para el buen funcionamiento y manejo de la empresa. Esta relación implica delegar decisiones por parte de la familia en una persona ajena a la misma; de esta acción de delegar se deduce la existencia de cierta discrecionalidad en la toma de decisiones, pudiendo no estar en consonancia con los intereses de la familia. Esta situación puede suponer la aparición de lo que se conoce como costes de agencia.

Así pues, el presente trabajo plantea como principal pregunta de investigación la siguiente:

¿Existen diferencias en la política retributiva de los CEOs entre las empresas familiares y las empresas no familiares?

Para acometer esta cuestión, este trabajo de investigación se organiza como sigue:

En primer lugar, se revisa la literatura existente sobre la naturaleza de las empresas familiares profundizando en aspectos relativos a su gestión y gobierno corporativo, para centrarnos, en particular, en los mecanismos de retribución de los máximos directivos de la empresa.

En segundo lugar y sobre una muestra de empresas australianas, se desarrolla un análisis empírico para determinar si se observan diferencias relevantes entre empresas familiares y no familiares a la hora de diseñar la política retributiva del CEO. Para ello,

se realiza un análisis longitudinal de la muestra, que ofrece la oportunidad de observar diferencias a lo largo del periodo de estudio, comprendido entre los años 2006-2011, y analizar así el comportamiento de las distintas variables durante la etapa de desaceleración económica. El análisis de las empresas australianas realizado a través del cruce de datos en el año 2011, mediante un análisis de diferencia de medianas, permite comparar el perfil de las empresas familiares con las no familiares, y devuelve las diferencias más significativas.

Los principales resultados obtenidos muestran que no existen diferencias significativas en la retribución total del CEO entre empresas familiares y no familiares. Si bien, dentro del grupo de empresas familiares se observan importantes diferencias en la política retributiva dependiendo de la naturaleza del CEO, con una retribución media menor en el caso de CEOs pertenecientes a la familia respecto de los CEOs externos o no familiares.

Por último, se comentan las principales conclusiones y se debaten los resultados más relevantes del estudio.

CAPITULO I. CONCEPTUALIZACIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR.

Las empresas familiares existen desde que existe la propiedad privada y, actualmente, hablar de la empresa familiar supone hablar de casi un 90% del conjunto de empresas mundial, representando más de un 70% del PIB.

En este sentido, se trata de empresas que suponen la base socioeconómica de todos los países, no solo porque crean tres cuartas partes del empleo mundial, y porque fomentan la inversión y el crecimiento sostenible, sino porque se basan en una cultura y valores de continuidad a lo largo del tiempo.

No existe un formato único para las empresas familiares; son unidades productivas de distintos tamaños, que se desempeñan en todos los sectores de la economía, que se encuentran en cualquier lugar del mundo y con diversidad de edades que oscilan desde las milenarias como Kongo Gumi Co, dirigida por Mazakazu Kongo, ya en la cuadragésima generación de la familia Kongo, trabajando desde sus inicios en la construcción de templos en Japón hace cerca de 1.410 años; la Avedis Zildjian Co, fundada en 1623, hace catorce generaciones, por un alquimista en Constantinopla y establecida en Estados Unidos en 1929; o la Tuttle Farm fundada entre 1635 a 1638 por John Tuttle, hoy en la undécima generación bajo la dirección y propiedad de la familia Tuttle; pasando por las centenarias como las vinculadas al Club The Henokiens, que cuenta con 40 empresas familiares; hasta aquellas que desaparecen de forma prematura.

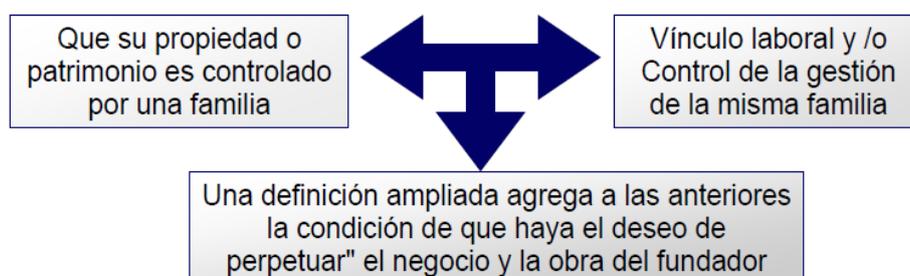
A pesar de tratarse de organizaciones, en casos milenarias, en la literatura no hay acuerdo general entre los académicos para encontrar una definición de empresa familiar (Pieper, 2003); es éste uno de los aspectos sobre los que más se ha escrito y con resultados más variados. Podemos encontrar más de una veintena de definiciones distintas de lo que es una empresa familiar.

La participación de la familia como base del conjunto que engloba el término “empresa familiar” es un punto crucial en la definición de la misma (Miller y Rice, 1967). Por tanto se vuelve necesario tener en consideración el concepto de familia a la hora de definir la empresa familiar. De acuerdo a Mustakallio (2002), una familia es “el parentesco de un grupo de personas relacionadas por sangre o matrimonio o relación comparable”.

De acuerdo a Gallo (1995), en el ámbito económico, la definición de empresa familiar gira en torno a tres aspectos que coinciden con las tres dimensiones que sirven para definir este tipo de empresa: propiedad, gestión y continuidad.

- La propiedad o control sobre la empresa por parte de la familia.
- El poder que la familia ejerce por el hecho de que miembros de la misma trabajen en la empresa.
- La intención de transferir la empresa a próximas generaciones y la incorporación de estos nuevos miembros a la organización.

Figura 2. Aspectos clave en la definición de empresa familiar.



Fuente: Basado en Vargas Caicedo, J. (2008).

La mayoría de las definiciones de empresa familiar coinciden que no existe una separación concisa entre la familia y la empresa, y no se ha encontrado una definición que pueda captar la diferencia entre estos dos entes (Astracán, Klein y Smyrniotis, 2002). De este modo, las principales definiciones son diferentes combinaciones de propiedad familiar, familia y control de gestión (Amit y Villalonga, 2004).

Algunas definiciones de empresa familiar se centran exclusivamente en términos de control de la propiedad o en la gestión de la misma:

“Es donde el control de la propiedad descansa sobre un individuo o los miembros de una misma familia” Barnes y Hershon (1976).

“Una empresa en la que los miembros de la familia tienen control legal sobre la propiedad” Lansberg, Perrow y Rogolsky (1988).

“Entidades económicas que se encuentran controladas por una o más familias con el nivel de influencia suficiente en el gobierno corporativo para influir sustancialmente o ejercer alguna acción” Dreux, (1990).

“Aquellas donde los miembros de una familia poseen al menos el 60% de las propiedades” Donckels y Frohlich, (1991).

“Una empresa familiar es aquella en la cual la propiedad y las decisiones están dominadas por los miembros de un grupo de afinidad afectiva” Carsrud, Pérez y Sachs (1996).

“Aquella cuya propiedad mayoritaria y el control de las decisiones estratégicas está en manos del fundador o de sus descendientes” Galve y Salas, (2003).

“Son aquellas empresas cuya familia está presente en el consejo administrativo o en cargos directivos y su capital está repartido entre la familia” Basco, (2010).

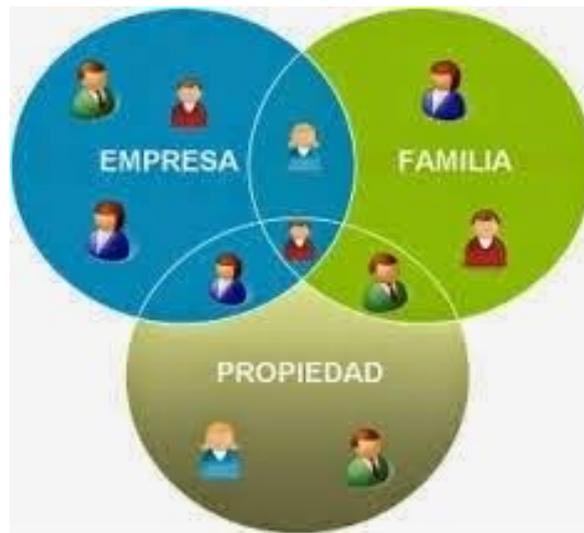
“Empresa familiar es aquella en que la familia tiene un porcentaje de propiedad igual o superior al 10% con al menos la mitad del Consejo ocupado por miembros de la misma” Shyu, (2011).

Es importante tener en cuenta que el derecho a tomar decisiones es diferente que contar con la mayoría de la propiedad, lo que supone variaciones en la definición. Además, la familia también podría participar en las actividades de dirección en los casos en que no aparece separada la propiedad y el control.

Más allá de esta definición de empresa familiar referente al control o a la propiedad, existen otras definiciones en términos del número de familias propietarias o de las generaciones a lo largo de las cuales se ha transmitido la propiedad Stern (1986) o Ward (1987).

Sin olvidarnos de estos aspectos tradicionales de determinación del concepto de empresa familiar; existen una serie de definiciones, podríamos calificar como modernas, como el caso de Gersick, Davis, Hampton y Lansberg (1997) sobre el modelo de los tres círculos donde se determinan los diferentes roles que surgen de la interrelación entre empresa y familia:

Figura 3. Modelo de los tres círculos.



Fuente: Basado en Gersick, Davis, Hampton y Lansberg (1997).

Otra definición distinta de las clásicas, es la que considera el sentido de percepción centrándose en analizar si los diferentes roles familiares que participan en la empresa perciben la misma como una empresa familiar (Westhead y Cowling, 1998; Johannisson y Huse, 2000; Mustakallio, 2002); los trabajos relacionados con este concepto de empresa familiar sugieren importantes variaciones en función del país llevado a estudio, de forma que se observan países donde, por ejemplo, las percepciones están más relacionadas con el orgullo de ser parte de una empresa familiar que con el sentido de negocio orientado a la obtención de beneficios.

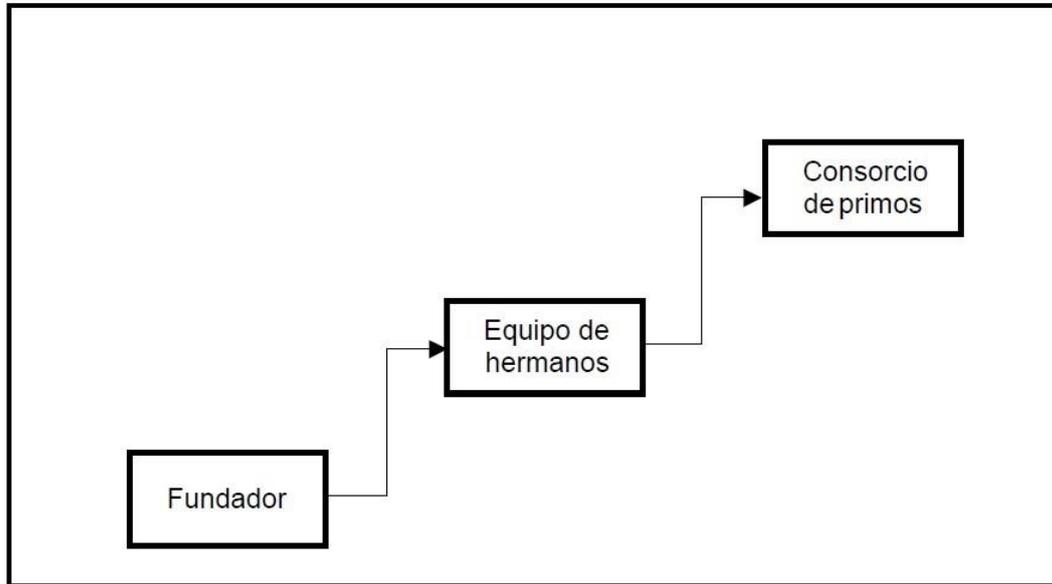
De un modo más generalizado y resumiendo esa diversidad de conceptos y definiciones, se podría definir la empresa familiar como aquella empresa controlada, a través de la propiedad, y/o gestionada por un grupo o núcleo familiar. Pero además, ese grupo familiar, tiene la visión de sostenibilidad de la empresa en el tiempo a través de las sucesivas generaciones.

1.1. TIPOLOGIA DE LA EMPRESA FAMILIAR

De acuerdo a Gallo (2004) la tipología de empresa familiar puede atender a diferentes modelos.

1. Modelo “de fundador a consorcio de primos”. Es la distinción más habitual, en función de la generación familiar en la que se encuentren.

Figura 4. Modelo fundador a consorcio de primos.



Fuente: Gallo (2004).

- Etapa Fundador, primera generación de la empresa.
- Etapa Equipo de Hermanos, coincide con la segunda generación de la empresa.
- Etapa Consortio de Primos, tercera y posteriores generaciones.

2. Modelo de las relaciones de trabajo.

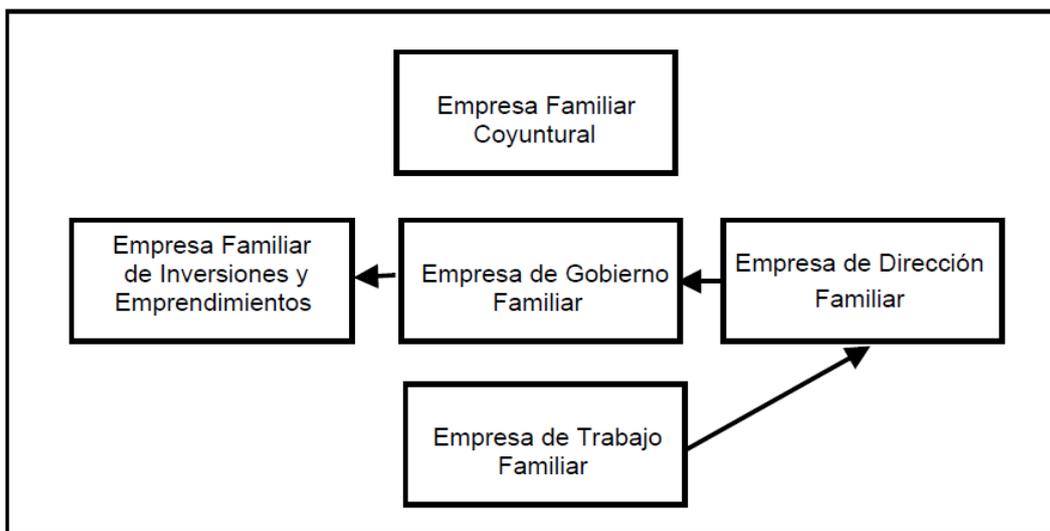
De acuerdo a lo expuesto a la hora de definir la empresa familiar, la mayoría de estudios realizados consideran como empresa familiar típica a la empresa de propiedad y dirección familiar (Handler, 1989; Dreux, 1990; Litz, 1995). Es en este tipo de empresas donde se aprecia en mayor medida el nexo cultural entre empresa y familia, dado que la visión y valores familiares se reflejan en la empresa al disponer la familia de una parte significativa en la propiedad y en el desempeño de funciones en órganos y puestos de dirección.

Otras investigaciones, de acuerdo a las dimensiones comentadas con anterioridad y en torno a las cuales se apoya el concepto de empresa familiar: propiedad, gestión y continuidad; diferencian otros tipos de empresa familiar

atendiendo al grado de propiedad, dirección o participación por parte de la familia.

- **Empresa de trabajo familiar**, se promueve la incorporación de miembros de la familia que contribuyan al crecimiento de la misma.
- **Empresa de dirección familiar**, la familia dispone de una parte poco significativa de propiedad en la empresa, pero sus miembros desempeñan puestos significativos en los órganos de dirección. En este tipo de empresa, se promueve y sólo se permite la incorporación de aquellas personas de la familia con condiciones para desempeñar responsabilidades de dirección, o que pueden alcanzarlas en un período breve de tiempo.

Figura 5. Modelo de las relaciones de trabajo.



Fuente: Gallo (2004)

- **Empresa familiar de inversiones y emprendimientos**. Otra denominación posible sería empresa familiar profesionalizada. La familia no desempeña puestos de dirección de manera significativa, pero la mayor parte de la propiedad recae en manos de sus miembros. Son empresas donde se fomenta el espíritu emprendedor de los miembros de la familia apoyando a aquellos que quieran iniciar un nuevo negocio a través de préstamos, asesoramiento y consejo, etc.
- **Empresa de gobierno familiar**, la familia sólo desempeña responsabilidades de gobierno, no de dirección. Son miembros de los consejos de administración del

holding familiar y empresas filiales participadas por la familia. Son además propietarios activos² (Carlock, R.S. y Ward, J.L., 2001).

- **Empresa familiar coyuntural**, intención de los miembros de la familia de continuar unidos, aun cuando resulta claramente previsible el abandono de la empresa o de la familia en el futuro.

Estos conceptos nos sirven de base para el análisis del sistema de retribución del CEO en la empresa familiar. Entendiendo que en el estudio que nos proponemos realizar, y en base a la definición adoptada de empresa familiar, podemos encontrar:

- Empresas familiares por propiedad mayoritaria y dirección de la familia.
- Empresas familiares que poseen una parte significativa de la propiedad, pero cuentan con un CEO que no es miembro de la familia.
- Empresas familiares por disponer de una participación significativa dentro del Consejo de Administración.

1.2. SINGULARIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

La singularidad de la Empresa Familiar radica en el hecho de que constituye tanto una entidad social como una entidad económica (Waddell, 2005).

Las propias características de la propiedad y gestión en la empresa familiar provocan que las mismas presenten elementos claramente específicos y diferenciados de las empresas no familiares.

Se observa que la principal problemática de la empresa familiar surge de la confluencia entre los dos sistemas que la componen. Por un lado, el sistema familiar, aquel que hace referencia directamente a los miembros de la unidad familiar, con un alto contenido emocional; y, de otro, el sistema empresarial.

Así, entendiendo que la noción de empresa familiar implica la propiedad concentrada entre individuos que tienen lazos de parentesco (Glassop, Ho y Waddell,

² Los propietarios activos son aquellos propietarios que pueden no trabajar en el negocio pero que se muestran comprometidos con las responsabilidades que les exige su rol de propietario, están enterados de la estrategia y de las decisiones relevantes que se toman.

2005), lazos emocionales, se recomienda gestionar las distintas relaciones que surgen entre los miembros: familiares, propietarios del negocio familiar y el propio negocio (Gesick, *et al.* 1997).

Cada uno de los miembros cuenta con una serie de características distintivas que en ocasiones pueden chocar y provocar discrepancias, tensiones y conflictos a nivel tanto de empresa como de familia. Según lo dicho, el sistema familiar se ve más influido por emociones de los miembros de la familia, mientras que el sistema empresarial es mucho más racional basándose en relaciones laborales y contractuales.

Por lo que una empresa familiar que sea controlada o dirigida por un grupo familiar es sinónimo de sistema económico complejo. Los miembros ocupan distintas funciones y roles y la creación de valor de la empresa no solo implica perseguir resultados económicos sino relacionados con la familia: mantener el control de la empresa en manos de la familia, preservar la visión y los valores familiares a través de la imagen y prestigio de la empresa o la continuidad de la familia dentro de la unidad empresarial.

La persecución de estos objetivos no suele ser homogénea dentro de la característica de empresa familiar puesto que las familias son muy diversas en términos de estructura o valores (James, Jennings y Breikreuz, 2012). Sin embargo, en todos los casos está directamente relacionada con el destino de la empresa y suponen un fuerte incentivo para evitar conflictos y que la familia actúe pensando en la continuidad no solo de la misma como tal, sino de la empresa en propiedad (Le Breton-Miller y Miller, 2009). Para hacer esto posible, el objetivo principal de la familia empresaria debe ser el equilibrio entre ambos factores, familia y empresa.

Si se concede más importancia a la empresa en lugar de la familia, puede que entre los miembros de ésta surjan conflictos, que lleguen a casos extremos, como la ruptura de la relación entre familiares. Por contra, si se centran únicamente en la familia, la empresa podría tener dificultades de supervivencia si no hay una gestión profesional de la misma. De tal forma, los directores y dueños deben dar un balance y equilibrio a estos factores como simulando el movimiento de un barco:

Figura 6. Semejanza de las relaciones empresa-familia al movimiento de un barco.



Fuente: Belausteguigoitia Ríos, I. (2009)

Si no se alcanza una adecuada separación entre las cuestiones relacionadas con la empresa y las cuestiones de la familia, las posibilidades de que la organización alcance el éxito se reducen hasta incluso suponer la desaparición de la misma. De este modo, es clave desarrollar alguna acción que logre establecer ese balance de equilibrio entre la dimensión familiar y la empresarial. Un aspecto importante para dar respuesta a la problemática emocional es el hecho de que la empresa familiar siempre debería comportarse como una entidad profesional.

1.2.1. CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA FAMILIAR.

La relación de afecto entre los miembros de la familia como parte intrínseca de la empresa familiar no es la única característica distintiva de la misma. Existen otras características relevantes entre las que se encuentran:

- Compromiso de los miembros de la familia hacia la organización. Hay un interés participativo hacia la búsqueda de resultados y de continuidad.
- Visión a largo plazo. Las inversiones realizadas por las empresas familiares se basan en el objetivo de que ese patrimonio va a conservarse para las próximas generaciones.
- Aversión al riesgo.
- Responsabilidad con el entorno y la sociedad.
- La rapidez en la toma de decisiones.
- La estabilidad laboral para los trabajadores, más evidente en el caso de miembros de la familia.

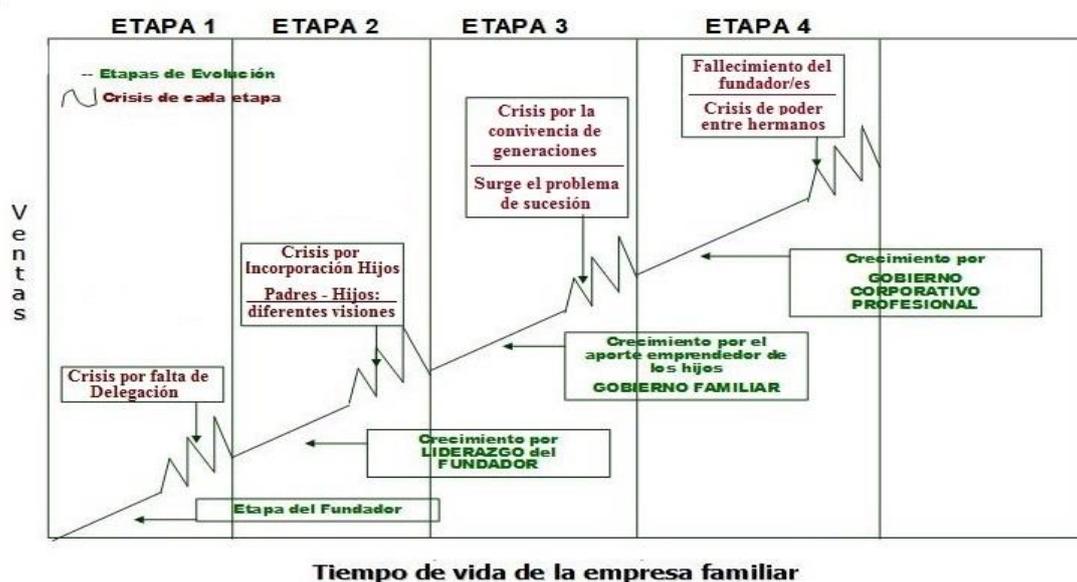
Dentro de estas características propias de la empresa familiar, debemos considerar también una serie de problemas, a los que se enfrentan como consecuencia de su naturaleza familiar relacionada con el negocio. Entre los mismos destacan: la autocracia y el paternalismo, la falta de visión, la resistencia al cambio, la manipulación familiar y el nepotismo³.

1.2.2. ETAPAS DE LA EMPRESA FAMILIAR

Las empresas familiares son sistemas complejos cuya existencia y continuidad dependen de multitud de variables (cultura empresarial, mercado de desarrollo, gestión, etc...), por lo que resulta difícil hablar de comportamientos o estrategias de un modo general, puesto que cada una de ellas tiene su propia identidad.

Sin embargo, a medida que van desarrollándose como organización atraviesan una serie de etapas de evolución similares en la mayoría de los casos.

Figura 7. Ciclo de vida de la empresa familiar.



Fuente: Basado en Ciclo de la empresa familiar. Santiago Dodero. Director Empresa Familiar de ADEN.

- **Durante la primera etapa** – familias empresarias jóvenes – una o varias personas, generalmente jóvenes, trabajan en la creación de la empresa, o en la

³ Hace referencia a la elección de familiares como colaboradores y sucesores, priorizando la calidad del familiar frente a otras condiciones o aptitudes para cubrir un cargo o función dentro de la empresa.

consolidación de una compañía que ya existía. Es una etapa con mucha exigencia, en la que coinciden el desarrollo de la empresa con el de las personas y la familia.

- **En la segunda etapa** – mediana edad e inversión de ingresos en la compañía – los hijos han crecido y empiezan a pensar en su futuro. Tienen un aprendizaje teórico que desean demostrar. Puede ser un período turbulento en el que, para los padres, entra en juego la conciencia de envejecer y de la mortalidad, lo que puede desencadenar en dudas personales y pérdidas de confianza por parte del fundador.

- **En la tercera etapa** – trabajando juntos – los fundadores tienen una edad avanzada. En el mejor de los casos se convierten en mentores de los descendientes, tratando de prepararlos para el liderazgo. Si, en cambio, no han podido dar respuesta a las cuestiones de continuidad que se han ido presentando con el tiempo, la situación para la sucesión puede no estar claramente definida.

- **La última etapa** – alejamiento – plantea la prueba final para los fundadores. ¿Dejarán que sus sucesores asuman el control del negocio? Muchos líderes que han dedicado su vida a construir una empresa miran con escepticismo la idea de jubilarse, y pueden generar resistencias difíciles de contrarrestar y conflictos en el núcleo tanto familiar como de la empresa.

1.2.3. ÓRGANOS DE GOBIERNO EN LA FAMILIA EMPRESARIA.

El gobierno corporativo puede ser considerado como el punto de partida para analizar los objetivos de la organización. Además, tiene el poder de influir sobre los mismos, analizar los procesos de supervisión de las decisiones y acciones ejecutivas, así como los temas relacionados con la responsabilidad y el marco legal de la organización (Charkham, 1994). De tal forma, una empresa que ponga en práctica estructuras de gobierno eficaces es más propensa a alcanzar el éxito en el largo plazo (Blumentritt, 2006).

Otras definiciones consideran que el gobierno corporativo son las reglas y factores que conducen a prácticas eficaces en la gestión empresarial e incluyen: la configuración y la independencia del equipo directivo (Cornelius, 2005; Coleman, 2006) y el comité de auditoría (Cotter y Sylvester, 2003; George, 2003; Tersigni y Lemoine, 2006), la divulgación de información y transparencia (Chiang, 2005), las

normas de contabilidad (Agrawal y Chadha, 2005) y la estructura de propiedad corporativa (Lang, Lins y Miller, 2004).

Además, también se considera que el gobierno de la empresa se ocupa de cómo proteger a los accionistas y sus intereses mediante el empleo de diversos mecanismos de gestión interna (Walsh y Seward, 1990).

Los modelos de gobierno y gestión varían en gran medida atendiendo al grado de dispersión de la propiedad, de manera que existen grandes diferencias entre empresas donde los propietarios a menudo son los principales directivos, respecto de aquellas donde la propiedad está muy generalizada, y los propietarios tienen sólo una pequeña fracción de las acciones comunes.

Un sistema de gobierno eficaz, que ayude a gestionar y gobernar la compleja combinación de la familia y los intereses empresariales es una necesidad en las empresas familiares.

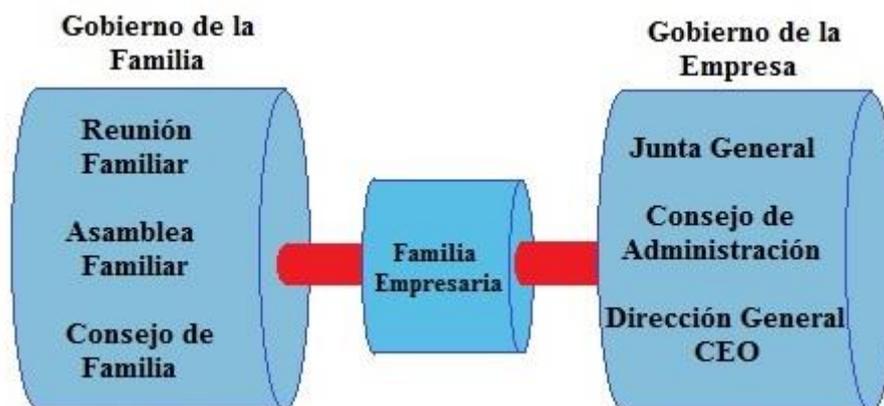
Así, en las empresas familiares, el gobierno recibe el compromiso entre los valores de una familia y las reglas del negocio, reflejando todos los pasos críticos en el desarrollo organizacional: el proceso de delegación de actividades de gestión, la creación de un estilo de gestión, la participación de los miembros de la familia en los órganos de gestión, el proceso de sucesión, y la posible venta de parte del capital a medida que la empresa crece.

Teniendo en cuenta las particularidades de este tipo de empresas, se hace necesario disponer de reglas que rijan o controlen la conducta de la familia y sus componentes y la relación de los mismos con el negocio económico del que forman parte. Ante la inexistencia de las mismas, o que aun existiendo no se respeten, se producen fricciones que pueden llegar a suponer un peligro potencial para mantener la unión familiar.

El gobierno de la familia empresaria hace referencia al conjunto de principios, estructuras y procesos que pretenden ayudar a la familia propietaria de una empresa a materializar su visión en sus acciones y, en especial, en las acciones de las empresas vinculadas al grupo empresarial así como de otras organizaciones que puedan depender de la familia.

Los expertos coinciden que las empresas familiares, dado el nexo entre las dos figuras que la componen (familia/empresa), y los complejos conflictos que pueden darse entre ambas, deberían implantar unos órganos de gobierno singulares y específicos para la condición de empresa familiar.

Figura 8. Órganos de gobierno en la empresa familiar.



Fuente: Elaboración propia.

A continuación, comentaremos las principales características de los tres Órganos de Gobierno particulares de la familia empresaria: la Reunión Familiar, la Asamblea Familiar y el Consejo de Familia.

LA REUNIÓN FAMILIAR

Es el modelo más simple de organización en la familia. Generalmente, habitual en empresas en las primeras fases: etapa del fundador.

Las reuniones familiares se desarrollan con bastante frecuencia y los aspectos que se tratan pueden variar dependiendo de la unidad familiar (educación de los hijos, reparto de tareas en el hogar, etc...). Suele ser una etapa orientada a transmitir los valores culturales que conforman su actividad empresarial; con el paso del tiempo se convierte en un mecanismo de comunicación en la familia, donde abordar temas del negocio aunque no de un modo explícito.

La reunión familiar busca ayudar a fortalecer a la familia y a la empresa, de manera que algunos de los beneficios que supone podrían ser:

- Transmitir los valores, la historia y las tradiciones de la familia a todos los miembros de la misma. Especialmente, a los jóvenes de manera que se facilite la incorporación de las siguientes generaciones.
- La toma de decisiones sobre la participación de los miembros de la familia dentro de la empresa.
- Plantear conflictos derivados de la relación entre la familia y la empresa y buscar soluciones de manera conjunta.

LA ASAMBLEA FAMILIAR

A medida que la familia y la empresa se vuelven más complejas (etapas de hermanos y de primos), es necesario crear una asamblea familiar formal más allá de las reuniones familiares.

La asamblea familiar es un encuentro periódico, un foro de discusión para todos los miembros de la familia, sobre temas de la empresa de la familia: compartir objetivos y decisiones, debatir problemas comunes, aprender acerca de la empresa y conservar la familia, su identidad, valores y tradiciones (Aronoff y Ward, 1993).

El principal objetivo de la asamblea familiar es preservar y fortalecer los valores de la familia, que son el origen de una empresa familiar (Gallo, 1995). Así, contribuyen a reforzar la unidad y la armonía de la familia porque favorecen la comunicación: permiten a todos los miembros de la familia mantenerse informados sobre temas de la empresa y les da la oportunidad de hacer oír sus opiniones sobre el desarrollo de la misma y otros temas de la familia; de ese modo, se evitan conflictos que podrían surgir entre miembros de la familia por un acceso desigual a la información y a otros recursos.

Algunos de los temas manejados durante las asambleas familiares incluyen:

- Aprobar posibles cambios en los valores y la visión de la familia.
- Aprobar las políticas de empleo y compensación de la familia.
- Elegir a los miembros del consejo familiar (si existe el consejo).

EL CONSEJO DE FAMILIA

La mayor parte de empresas familiares desaparecen no tanto por problemas empresariales, sino por problemas de la familia. Cuando se alcanza cierto tamaño o grado de diversidad entre los miembros, resulta indispensable la creación de un órgano de gobierno capaz de controlar y dirigir a la familia empresaria.

El Consejo de Familia es el órgano encargado de regir los asuntos familiares y cuyo fin consistirá en dirimir los desacuerdos y temas que puedan surgir de la relación entre empresa y familia. El objetivo de este consejo es el de trabajar por la unión de la familia y la preservación de sus valores, así como asegurar que el flujo de la información y la comunicación entre la familia y la empresa sea más fluido.

Debe ser un instrumento para organizar reuniones familiares, así como transmitir a los nuevos miembros de la familia los valores, tradiciones e historia, con el fin de perpetuar los mismos. Entre sus funciones más importantes destacan:

- Definir las normas de gobierno de la empresa familiar.
- Asegurar la cohesión familiar.
- Impulsar el Protocolo Familiar⁴ y velar por su actualización y aplicación.
- Planificar la sucesión y regular el acceso de las nuevas generaciones a la empresa.

La experiencia demuestra que si no se fijan reglas de conducta claras en la familia, o que en caso de existir no se respetan, se producen fricciones perjudiciales que constituyen dificultades para crear y mantener la unión familiar, objetivo al que aspiran los fundadores. Por tanto, una de las funciones del Consejo de Familia es crear dichas reglas y velar por su cumplimiento, sancionando las desviaciones que puedan producirse con argumentos que, sin provocar rencores que puedan provocar nuevos conflictos, logren corregir las anomalías antes de que sus consecuencias sean graves.

De este modo, el Consejo de Familia es el encargado de hablar y adoptar posturas entre los miembros de la familia, mientras que el consejo de administración es el responsable de fijar las directrices sobre la gestión empresarial y adoptar las decisiones que correspondan sobre la misma.

⁴ “Documento escrito que contiene un conjunto de normas y procedimientos que regulan las relaciones familia-empresa” (Tapies y Ceja, 2011).

El éxito del gobierno de la familia empresaria depende del funcionamiento de los distintos órganos de gobierno, al igual que la forma en que es coordinado el equipo directivo y el consejo de familia. Esta coordinación depende principalmente de los altos directivos, a través de una comunicación estructurada (Gersick *et al.*, 1997).

También es importante considerar que el gobierno de la empresa familiar cambia con el tiempo. La familia, los negocios y la propiedad tienen sus propios patrones de ciclo de vida, que son distintos pero relacionados. Basándose en Tagiuri y Davis (1982) sobre la estática de la empresa familiar y modelo de ciclos de vida, Gersick *et al.* (1997) presentaron un modelo de dinámica del negocio familiar, el “Modelo de los tres círculos” (figura 3), que tiene en cuenta una serie de dimensiones tales como los diferentes ciclos de vida de la familia, los negocios y la propiedad.

1.3. RETOS DE LA EMPRESA FAMILIAR

La empresa familiar cuenta con numerosas fortalezas como por ejemplo la seguridad de transmitir unos valores familiares definidos con claridad; la confianza y la comunicación, o la innovación, son a menudo base para el éxito; de igual modo la búsqueda de perduración de las empresas puesto que se plantean una planificación a largo plazo, etc... Pero de igual modo, es importante para alcanzar el éxito: el diseño de estructuras de gobierno capaces de hacer frente a la propiedad, la sucesión, la innovación y la flexibilidad, entre otros.

La existencia de ese carácter familiar no solo otorga a estas empresas fortalezas, también deben superar una serie de debilidades y retos más allá de los de cualquier empresa. En la actualidad, las empresas familiares se enfrentan principalmente a los siguientes retos:

1.3.1. LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.

Existe una importante corriente de investigación y literatura acerca de la problemática de la supervivencia y continuidad en las empresas familiares así como sus posibles soluciones. No obstante, cada corriente de pensamiento plantea algunas diferencias, ya que en algunos casos, se da más importancia al aspecto familiar que al empresarial, mientras que otros se concentran en los negocios.

La orientación más recomendable es la que depende de la tradición cultural y del tipo de familia. De acuerdo a diversos estudios, en los países anglosajones se preocupan más por el negocio, lo cual facilita los procesos; mientras, en los países latinos se valora mucho más las relaciones familiares, aunque pueda implicar no tomar las mejores decisiones para el negocio.

Debido a la propiedad y la participación en la gestión de la empresa por parte de la familia, Shyu (2011) afirma que la supervivencia de la empresa es la principal preocupación de la familia, de modo que los miembros de la misma tratan de maximizar el valor de la empresa como objetivo de largo plazo.

En este sentido, surgen conflictos derivados de la creación de valor y la búsqueda de beneficios de la empresa como negocio. El fundador reinvertiría todos esos beneficios en la empresa a fin de garantizar su continuidad y autofinanciarse sin tener que depender de entidades externas. Sin embargo, en las sucesivas generaciones, con el capital disperso entre los distintos herederos, pueden surgir problemas por el interés hacia los dividendos; estos problemas pueden agravarse cuando se trata de personas que no están presentes en el negocio de una manera activa. Los conflictos se agudizan especialmente a partir de la tercera generación, cuando entran en escena los primos.

Otro conflicto importante para la continuidad de la empresa familiar puede aparecer cuando el fundador llega a una edad en la cual sus hijos o sucesores podrían incorporarse a la empresa. Podrían surgir diferencias porque los hijos no comparten las mismas expectativas que sus padres tenían cuando crearon la empresa.

La realidad es que las empresas familiares, pese a perseguir esta condición de continuidad, con visión de largo plazo, tener mayor influencia dentro de los diversos mercados del mundo y representar un mayor número que las empresas no familiares, cuentan con mayor dificultad a la hora de ser gestionadas, en algunos casos provocando la desaparición del negocio.

Los motivos que provocan la desaparición de una empresa familiar suelen ser el cese, la venta, la falta de competitividad, así como problemas que surgen en el seno de la propia familia. En general, las características particulares de la propiedad y gestión en la empresa familiar vistas anteriormente provocan que las mismas presenten elementos

claramente específicos y diferenciados de las empresas no familiares que pueden suponer la desaparición prematura de las mismas.

1.3.2. PROFESIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR.

En las empresas familiares lo habitual es que todo gire en torno al fundador que se convierte en el eje central de la empresa; sin embargo, a medida que la misma crece, surge el problema de control por parte de una sola persona.

A medida que esta situación se cumple, se hace necesario que las personas que intervienen en la gestión y en la definición de la estrategia en la empresa familiar sean agentes profesionales, con independencia de que sean o no miembros de la familia. Este aspecto está muy condicionado por el tamaño de la empresa, ya que tiene mucho que ver con su capacidad financiera para atraer más recursos de los generados por su propia autofinanciación.

En todo proceso de profesionalización destacan tres cursos de acción paralelos:

- a) Formar adecuadamente a los sucesores. Es importante la profesionalización de los sucesores, proceso que debe iniciarse con una formación con base en la visión y cultura de la empresa, en una trayectoria universitaria intensa y en unos estudios y conocimientos propios y específicos de las tareas que deberá asumir.
- b) Identificar y capacitar a los directivos no familiares. Debe aportarse el dominio de habilidades propias de la empresa familiar de manera que se facilite la integración en la cultura de la misma y se eviten posibles conflictos.
- c) Dirigir y tutelar cuidadosa y adecuadamente la superposición institucional de la familia y la empresa.

1.3.3. INNOVACIÓN E INTERNACIONALIZACIÓN.

El reto de la innovación hace referencia a que las empresas familiares necesitan buscar la evolución, la diferenciación en el mercado para lograr permanecer en el tiempo y vencer la competencia.

Por otra parte, la empresa debe buscar nuevos mercados que no estén atendidos, centrarse solo en aquellos mercados que controla le impide crecer y evolucionar dejando de lado ese objetivo particular de visión a largo plazo. En este sentido, la expansión internacional puede ofrecer importantes oportunidades de negocio y está demostrado que, junto a la innovación, es uno de los factores clave de éxito para un crecimiento sostenible.

Sin embargo, se observa que las empresas familiares tienden a mostrarse cautelosas a la hora de internacionalizarse y suelen presentar reducidas inversiones en el mercado internacional centrándose más en el nacional.

1.3.4. Mecanismos frente a los retos de la empresa familiar.

Existen una serie de mecanismos o herramientas que contribuyen a superar estos retos de manera que la empresa pueda alcanzar el éxito tanto en su vertiente familiar como empresaria.

La comunicación

Debe ser clara, abierta y efectiva. Si los miembros de la familia no respetan este aspecto difícilmente se podrán implementar herramientas como el protocolo o la planificación de la sucesión.

Las herramientas que se utilizan más habitualmente son la dinámica de grupo, la terapia familiar o el coaching empresarial.

La planificación de la sucesión.

Tras la segunda guerra mundial, aprovechando un periodo de bonanza económica, surgieron la mayoría de las empresas familiares que conocemos a día de hoy. El paso de la sucesión es, por tanto, un reto primordial, más aun teniendo en cuenta que muchas de esas empresas se encuentran en la actualidad en ese lapso de transición generacional. De forma general, el proceso de sucesión es considerado como una prueba para el éxito de la empresa familiar.

El problema es especialmente relevante cuando se produce la transición entre la primera y segunda generación. Es, en ese momento, cuando el fundador de la empresa, que la ha creado y hecho crecer y sobre el que convergen las figuras de dueño, gerente y cabeza de familia debe dar paso a una nueva generación al frente de la misma.

Para el éxito y la continuidad del negocio familiar, es fundamental que se planifiquen y ejecuten los procesos de sucesión, de otro modo, los miedos y dudas de los fundadores pueden llevar a demorar la sucesión demasiado tiempo y llegar a provocar conflictos entre las distintas generaciones.

La importancia de encontrar mecanismos que faciliten superar el reto de la sucesión queda de manifiesto con los siguientes datos: sólo un 30% de las empresas familiares logran pasar con éxito a la segunda generación y sólo un 15% de éstas llega a la tercera.

Por lo tanto, dado que uno de los principales retos de la empresa familiar radica en el proceso sucesorio, los expertos coinciden en que para que la sucesión culmine con garantías de éxito debe ser planificada con tiempo, además, existen ventajas complementarias cuando la sucesión es planificada: ayuda a mejorar la relación entre familiares y el equilibrio entre la familia y la empresa.

El protocolo familiar

El origen de los protocolos familiares puede encontrarse fundamentalmente en los países de tradición anglosajona, donde es considerado como un indicador de buen gobierno de las empresas familiares.

Se puede definir como un “documento escrito que contiene un conjunto de normas y procedimientos que regulan las relaciones familia-empresa” (Tapiés y Ceja, 2011).

Se trata de un instrumento que regula las relaciones entre los miembros de la familia y la empresa; un mecanismo que busca dar respuesta a los problemas que pueden surgir a la hora de plantearse la titularidad, sucesión y gobierno de una empresa familia y que puede llegar a afectar a las relaciones profesionales, económicas o incluso personales entre familia y empresa.

Este conjunto de pactos o códigos de conducta que suscriben los miembros del grupo familiar y que se recoge en el protocolo familiar, buscan garantizar la permanencia de la empresa y se puede definir como un criterio único de actuación que aborda cuestiones tanto de ámbito empresarial como familiar.

Así, algunos de los contenidos más relevantes del protocolo serán los siguientes:

- Regulación de los aspectos relativos a la disposición y administración de las acciones/participaciones de la Empresa Familiar.
- Régimen de derechos y obligaciones inherentes a la condición de miembro de la familia.
- Definición de la política de contratación de familiares en la empresa familiar y su retribución.
- Establecimiento de las normas que regirán la sucesión entre familiares.

CAPITULO II. SISTEMA DE RETRIBUCIÓN DEL CEO EN LA EMPRESA.

La retribución del CEO continúa siendo uno de los temas más controvertidos en el ámbito académico, los códigos de buen gobierno y la opinión pública. Existe una presión importante entre directores generales, inversores institucionales y órganos corporativos en la búsqueda de una remuneración que se considere justa y justificable por todas las partes.

Esto supone que la política retributiva del CEO se convierta en un tema de creciente interés entre académicos y profesionales, con el consecuente aumento en el número de trabajos y estudios que buscan determinar los factores que pueden afectar al nivel de remuneración de los ejecutivos (Cole y Mehran, 2008). No es de extrañar, dado que los CEOs tienen una importante responsabilidad dentro de la empresa y son quienes toman decisiones que pueden crear o destruir valor tanto para la empresa como para sus propietarios (Ueng, Wells y Lilly, 2000).

Un sistema de retribución del CEO bien diseñado debería ir orientado a atraer, retener y motivar a estos ejecutivos.

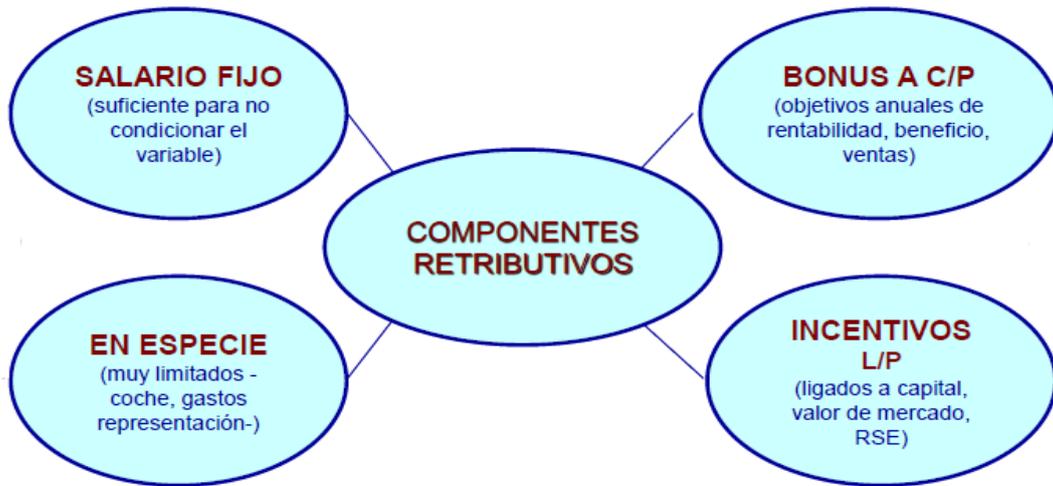
Tabla 1. Objetivos de la política de retribución del CEO

-
- (1) Atraer CEOs con habilidades, experiencias y el perfil necesario para alcanzar el éxito en su puesto.
 - (2) Retener al CEO en la empresa.
 - (3) Motivar al CEO para cumplir con la estrategia y el nivel de riesgo de la empresa, eliminando potenciales comportamientos oportunistas.
-

Fuente: Elaboración propia.

La retribución total del CEO se compone, generalmente, de varios elementos: salario fijo, que permanece invariable a pesar del desempeño; parte variable a corto plazo, como la participación en los resultados anuales de la empresa; una parte variable a largo plazo, mediante programas de entrega de acciones/opciones, aportaciones a planes de pensiones o préstamos sin intereses para la adquisición de vivienda, etc...

Figura 9. Componentes de la retribución.



Fuente: Sánchez Marín (2014)

Así pues, los principios sobre los que puede fundamentarse una política retributiva óptima varían dependiendo de las empresas, del entorno, de su estructura de propiedad, etc... Sin embargo, existen una serie de principios que comúnmente suponen la base de dicha retribución:

- Creación de valor a largo plazo.
- Recompensar la consecución de resultados basados en asumir riesgo de manera prudente y responsable.
- Atraer y retener a los mejores profesionales.
- Recompensar el nivel de responsabilidad y la trayectoria profesional.
- Velar por la equidad interna y la competitividad externa.
- Asegurar la transparencia en su política retributiva.

La diversidad de factores que pueden actuar como determinantes de la retribución - la organización, el entorno, el directivo y el contrato - sirven para justificar la variedad de formas retributivas que pueden definirse en un contrato de alta dirección.

Como tal, la retribución y el uso de sus distintos componentes, constituyen un mecanismo a través del cual se incentiva y disciplina a los gestores. Se persigue que los beneficios marginales que pueden obtener los CEOs como consecuencia de

comportamientos oportunistas, sean inferiores al coste de oportunidad de ese comportamiento por la pérdida de incentivos de la empresa (Shleifer y Vishny, 1997).

Para alinear los intereses del CEO con los intereses de la empresa y sus accionistas, lo más relevante es centrarse en el desempeño de la gestión del CEO. A efectos de control, el Consejo de Administración es el órgano responsable de la supervisión de esta actuación. Así, se pueden establecer políticas de retribución adecuadas, que motiven al CEO a realizar una gestión en el mejor interés de los accionistas y buscando mejorar el rendimiento de la empresa (Boyd, 1994).

Por tanto, la decisión sobre la retribución del CEO, determinada por el Consejo de Administración, puede influir sobre el desempeño de la gestión de la empresa de dos formas. En primer lugar, el efecto de la remuneración puede moverse en favor de los intereses del accionista, mediante la generación de más beneficios para la empresa; y, en segundo lugar, el efecto contrario, que se otorgue una compensación demasiado generosa independientemente del rendimiento del CEO (Murphy, 2002).

Los estudios realizados sobre la retribución del CEO en la empresa abordan tanto el papel de los propietarios de la misma como el comportamiento de los CEOs en la gestión de la organización. Así, se trata de explicar la política retributiva del CEO a partir de una serie de teorías, que tienen en cuenta tanto las características puramente económicas de la retribución; como la existencia de otros aspectos ligados al campo emocional y humano. Entre las diversas teorías podemos destacar las siguientes:

TEORÍA DE LA AGENCIA

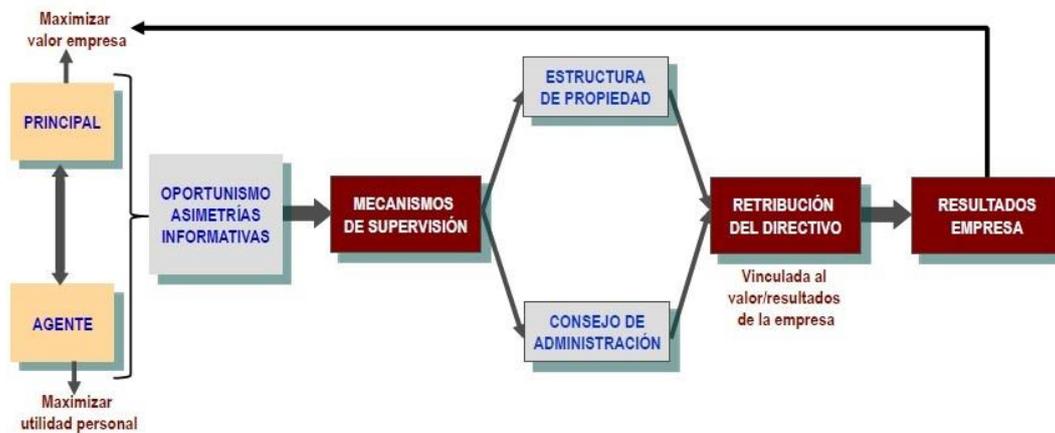
La definición convencional de la teoría de la agencia se desarrolla en base a la estructura de gobierno en empresas que se caracterizan por disponer de una propiedad dispersa. Se trata de empresas, en general, donde la gestión y la propiedad están a cargo de diferentes agentes (CEOs, consejo de administración, etc...), cuyos intereses dentro de la empresa pueden no coincidir.

La relación entre los diferentes agentes, se conoce como una relación de agencia, es decir, una relación que implica la delegación de decisiones por parte de los propietarios (principal) en manos del CEO (agente). Si ambas partes buscan maximizar su propio beneficio, se deduce que esta situación puede dejar cierto margen al CEO para

tomar decisiones que no están verdaderamente alineadas con los intereses de los propietarios.

Ese contexto supone la aparición de intereses individuales, más allá de los propios de la organización. Pueden surgir situaciones conflictivas acentuadas por la falta de control sobre el agente y por las posibles asimetrías de información entre las partes; esto se debe a que el agente dispone de información especializada sobre su trabajo, a la que el principal no tiene acceso.

Figura 10. Teoría de la Agencia.



Fuente: Sánchez Marín G. (2014)

De acuerdo a Jensen y Meckling (1976), las diferencias que pueden darse entre agente y principal y suponer así la aparición de costes de agencia, son tres:

- La existencia de motivaciones diferentes, que ocasiona la aparición de conflictos de interés en ambas partes.
- Operar en condiciones de información incompleta. Es decir, el principal no posee información sobre las características, los conocimientos y las acciones de los agentes.
- Tanto principal como agente están dispuestos a asumir distintos niveles de riesgo.

Por lo tanto, existen problemas de agencia siempre que los propietarios delegan la toma de decisiones en los CEOs (Jensen y Meckling, 1976). Problemas que se vuelven más relevantes en empresas con propiedad muy dispersa; puesto que existe mayor posibilidad de aparición de divergencias entre el gerente y los accionistas, derivadas del menor control que éstos pueden ejercer.

La teoría de la agencia, por tanto, determina que los agentes no actuarán en el mejor interés del principal, a menos que su comportamiento sea estrechamente controlado o se ofrezcan incentivos suficientes para controlarlo. Así pues, los problemas de agencia y los costes derivados de ellos, son menores en las empresas con estructuras de propiedad concentrada; en este caso, los incentivos del accionista para supervisar al equipo directivo que gestiona su patrimonio son mayores dado el grado de inversión.

La búsqueda de instrumentos que mitiguen los conflictos de agencia entre los directivos de la empresa y sus accionistas, ha sido ampliamente abordada en la literatura académica en el ámbito de las finanzas. Distintos estudios sobre la teoría de la agencia, sugieren que se podría encontrar una solución a estos conflictos mediante unas estructuras y sistemas de retribución adecuados, que aproximen los intereses de las partes. Devers, Cannella, Reilly y Yoder (2007) determinan que un plan de retribución bien diseñado, incentiva a los CEOs a dirigir sus esfuerzos en la búsqueda de maximización de valor para el accionista.

Debe tenerse en cuenta que la importancia de una mejor o peor estructura de la retribución del CEO se debe a que ésta puede incentivar, en mayor o menor grado, que el gerente actúe a favor de los intereses de los propietarios o de los suyos propios.

Tabla 2. Características de la teoría de la agencia.

Supuesto
Los CEOs buscan maximizar su ganancia individual en detrimento de los accionistas.
Se espera
Comportamientos oportunistas. Asimetrías de información. Políticas de retribución encaminadas a reducir los costes de agencia.

Fuente: Elaboración propia.

De ese modo, una combinación óptima de las variables de compensación, debería suponer comportamientos de los agentes en el beneficio común de la

organización. Para Jensen y Murphy (1990), la solución pasaría por una retribución en efectivo suficiente que evitase la búsqueda de otros incentivos individuales; combinado con una compensación basada en acciones, de forma que sus decisiones vayan ligadas a su condición de accionista.

TEORÍA DE LOS RECURSOS Y LAS CAPACIDADES

“La eficiencia adquirida por una empresa es función de los recursos y capacidades distintivas que la misma controla, los cuales son fuente de sinergia y de ventajas competitivas porque provienen del aprendizaje colectivo y exclusivo de la organización que compite en mercados imperfectos”, (Wernerfelt, 1984).

La teoría de recursos y capacidades plantea que las organizaciones son diferentes entre sí en función de los recursos y capacidades que poseen en un momento determinado, puesto que esos recursos y capacidades no están disponibles para todas las empresas en iguales condiciones.

Esta teoría sostiene que el ambiente interno de la empresa, en términos de sus recursos y capacidades, es fundamental para la creación de una ventaja competitiva sostenible (Prahalad y Hamel, 1990; Teece, Pisano y Shuen, 1997). Por tanto, las empresas deben ser conscientes que es importante mejorar y proteger esos recursos únicos de los que dispone como ventaja, de manera que se generen beneficios para todos los participantes en el largo plazo.

Esto hace necesario disponer de recursos distintivos, que sean valiosos, escasos y difíciles de imitar o de sustituir; con ellos la empresa podrá obtener una ventaja competitiva sostenible y generar potenciales beneficios (Grant, 2006). Ejemplos de este tipo de recursos podrían ser la reputación de la empresa, las relaciones con el entorno o el capital humano, entre otros. Bajo este enfoque, el personal de la empresa y, especialmente, el equipo directivo, puede considerarse como un recurso intangible sobre el que basar la diferenciación de la organización, formando así un elemento fundamental en el proceso de creación de valor para la empresa.

La gestión de este tipo de recursos es una tarea complicada que conlleva dificultades importantes, derivadas precisamente de las características de los propios

recursos. El CEO tiene un papel importante en la gestión de esos recursos y debería ser considerado como un recurso único para la organización.

Por otro lado, varios estudios demuestran la influencia de la reputación del CEO sobre la de la empresa. Incluso se describe en ocasiones como una de las variables de más peso a la hora de valorar la confianza que ofrece una empresa para invertir. Esto nos lleva a pensar que la reputación del CEO incide en la reputación de la empresa y, por tanto, en los resultados económico-financieros, a través de la confianza que su gestión genera en los mercados.

Al tratarse de un recurso único de la empresa, que además supone ventajas competitivas, en ocasiones resulta difícil para la empresa defender al CEO de posibles ataques de la competencia, en un intento de captar ese activo intangible. A diferencia del resto de los recursos de la empresa, no se pueden ostentar derechos de propiedad sobre las personas. Por ello, se hace necesario idear algún mecanismo de aislamiento específico para estos recursos dependientes de las personas. En concreto el diseño de una adecuada política de retribución para retener al CEO, podría constituir un instrumento útil para evitar la “fuga” de directivos valiosos hacia las empresas de la competencia.

Tabla 3. Características de la teoría de los recursos y capacidades.

Supuesto
El CEO es un activo intangible de la empresa.
Se espera
La empresa busca proteger aquellos recursos y capacidades únicos que le aportan ventajas competitivas.
El CEO es quien dirige las actuaciones de la empresa y transmite, interna y externamente, su imagen, principios y valores.
Políticas de retribución adecuadas para retener al CEO en la empresa.

Fuente: Elaboración propia.

TEORÍA DE LA MAYORDOMÍA O STEWARDSHIP

La teoría del *stewardship* fue definida por Davis *et al.* (1997) como un “modelo de gobierno” por el que el gerente está motivado por el interés organizativo antes que por el suyo propio. De este modo, el objetivo del CEO sería maximizar la riqueza de los accionistas en lugar de obtener ganancias personales. A diferencia de la teoría de la agencia, que supone la existencia de oportunismo por parte de la gerencia; los CEOs bajo la teoría del *stewardship* no son vistos como individuos “egoístas” sino que actúan a favor del bien colectivo en lugar del individualismo (Davis, Schoorman, y Donaldson., 1997; Jaskiewicz y Klein, 2007). Así, el CEO de la empresa desea principalmente hacer un buen trabajo y colaborar a un mayor rendimiento de la organización.

Bajo este supuesto, no surgen problemas de motivación del CEO, puesto que las motivaciones de los directivos no entran en conflicto con los accionistas y así desaparece el problema de agencia derivado de la separación entre la propiedad y el control. Los CEOs perciben que el resultado alcanzado en cooperación con el resto de agentes de la organización, es superior a los obtenidos a través de una conducta oportunista. En este contexto, sus intereses se alinean con los de la empresa y los de los propietarios. Así pues, mantienen en primer lugar los objetivos del negocio y están dispuestos a compartir las ganancias económicas con la organización y sus grupos de interés (Amran y Ahmad, 2009).

Tabla 4. Características de la teoría del *stewardship*.

Supuesto
El CEO anticipa los intereses de la empresa antes que los suyos propios.
Se espera
Alineación de intereses entre accionistas y CEOs.
Los CEOs con propiedad en la empresa tendrán un mayor desempeño.
Políticas de retribución no encaminadas a la motivación del CEO sino a la compensación por desempeño.

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, de acuerdo con esta teoría, debería cumplirse que cuanto mayor sean los incentivos percibidos por los CEOs, éstos estarían dispuestos a percibir una menor retribución económica para continuar trabajando en la organización.

Los resultados de las inversiones bajo esta teoría se suponen positivos para las capacidades, las personas y las relaciones a largo plazo que puedan reportar valores de negocio sostenible (Arosa, Iturralde y Maseda, 2010; Simon, Marqus, Bikfalvi y Muñoz, 2012).

TEORÍA DE LA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL

En los últimos años ha cobrado relevancia el concepto de “riqueza socioemocional”, (o SEW por sus siglas en inglés, *Socio-Emotional Wealth*), para referirse a todos aquellos aspectos que aportan valor a los propietarios y que no están necesariamente relacionados con la creación de valor económico.

Aunque se trata de una teoría que puede no ser exclusiva de un contexto organizacional donde existan vínculos familiares, los trabajos previos se centran principalmente en el estudio de la riqueza socioemocional en la empresa familiar. Entendiendo que es en estas organizaciones donde los componentes emocionales confluyen de manera más directa con los económicos; mientras que en las empresas con propiedad dispersa, tanto propietarios como directivos mantienen una relación más distante, temporal y de búsqueda de beneficios individuales (Block, 2011).

Tabla 5. Aspectos clave de la teoría de la riqueza socioemocional.

Control e influencia de la familia.
Identificación de los miembros de la familia con la empresa.
Lazos sociales vinculantes.
Apego emocional de los miembros de la familia.
Renovación de vínculos familiares.

Fuente: Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, (2012)

Se trata pues de aspectos vinculados con la identidad familiar y la capacidad de influencia de la familia en la gestión de la empresa, así como la perpetuación dentro de la familia de esa riqueza socioemocional, entendiéndose como tal:

Beneficios que los accionistas familiares obtienen de los aspectos no económicos de la empresa.

Stock de “valor efectivo” que una familia obtiene de su posición como accionista de referencia en una compañía.

Fuente: (Gómez-Mejía y otros, 2007; Berrone *et al.*, 2012).

Así, de acuerdo con Cruz, Larraza-Kintana, Garcés-Galdeano y Berrone (2014), la estrategia de estas empresas está marcada por cuestiones como la continuidad del negocio, la reputación, el prestigio, las relaciones establecidas, etc..., valores que se englobarían en lo que se conoce como riqueza socioemocional. Además, en las empresas familiares, la confluencia de la familia y la empresa, permite que sus miembros actúen de forma simultánea dentro de ambas dimensiones. Esto supone (Chirico y Nordqvist, 2010):

- Adquisición y transmisión de conocimientos.
- Aprendizaje colectivo.
- Integración de conocimientos de los miembros de la familia en la empresa.
- Transmisión de experiencia entre generaciones.

Esa integración, creación y transmisión de conocimientos, lleva al desarrollo de un conocimiento idiosincrásico propio, básico para la continuidad de la empresa y que la familia considera necesario proteger.

El comportamiento de la familia empresaria a la hora de preservar su riqueza socioemocional, y en definitiva, en la búsqueda de la continuidad de la empresa, puede influir en las políticas de gestión de la misma. En este sentido, cuanto mayor es el interés por mantener esa riqueza, mayores serían los incentivos para asumir riesgos que podrían no favorecer la marcha de la empresa (Zellweger, Kellermanns, Chrisman y Chua, 2011).

Por otra parte, de acuerdo a esta teoría, preservar la riqueza socioemocional se vuelve un objetivo principal para el CEO miembro de la familia. En sus decisiones, tendrán prioridad las amenazas de pérdida de riqueza socioemocional sobre el riesgo de pérdidas financieras. Este razonamiento se opone a la teoría de la agencia, donde los CEO familiares evitan tomar decisiones arriesgadas para el patrimonio de la familia empresaria.

El logro de políticas de retribución adecuadas y justas, bajo estos supuestos, depende de factores como el control familiar de la empresa, la capacidad de influencia de la familia en la gestión y/o la preocupación por la reputación tanto de la empresa como de la familia, entre otros.

Podría haber casos donde determinados grupos de interés internos fueran considerados como una amenaza para la influencia de la familia en la empresa; bien el CEO o consejeros externos, por ejemplo. Así, podrían darse políticas de retribución injustas en las que se optase por primar a los miembros de la familia (independientemente de su profesionalidad) frente a los no familiares.

Tabla 6. Características de la teoría socioemocional.

Supuesto

El rendimiento de la empresa depende de factores económicos y no económicos que el CEO debe saber gestionar de manera conjunta.

Se espera

Influencia de la familia empresaria en la gestión de la empresa a favor de conservar la riqueza socioemocional.

El CEO familiar antepone el riesgo de pérdida de riqueza socioemocional a la pérdida de valor económico.

Fuente: Elaboración propia.

En síntesis, la mayoría de las teorías relacionadas con la gestión y la propiedad proponen que los programas de retribución de las empresas deberían tratar de incentivar a la dirección ejecutiva para gestionar la empresa en línea con los intereses de los propietarios, es decir, en la búsqueda de maximización del valor para el accionista.

2.1. RETRIBUCIÓN DEL CEO EN LA EMPRESA FAMILIAR.

Las empresas familiares suponen en la actualidad la forma dominante de organización económica a nivel mundial; siendo estas, aquellas empresas controladas y/o dirigidas por una sola persona, una familia o una sociedad de individuos con lazos familiares.

Los estudios indican que las empresas familiares se comportan de forma diferente que aquellas empresas no controladas por una familia (Bertrand y Schoar, 2006). De acuerdo a Muñoz (2012), en la empresa familiar los sistemas de negocio y familia no solo coexisten sino que son interdependientes, lo que puede provocar conflictos entre los diferentes agentes que participan en la organización, en particular los de naturaleza económica.

La familia es, por definición, un importante propietario de control y podría, por tanto, controlar la gestión de la empresa dada su preocupación por la supervivencia y el mayor riesgo que genera la concentración de propiedad. Esto supone un incentivo para supervisar el desempeño de los directivos de la empresa. En este sentido, uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la empresa familiar, dada su naturaleza, es la constante búsqueda de líderes competentes sobre los que delegar la gestión de la compañía.

Existen diferencias entre ser CEO de una empresa con propiedad dispersa y una relación poco directa con los propietarios o con los miembros del Consejo de Administración; o ser CEO en una empresa familiar, con influencia de la familia en la toma de decisiones o con relaciones familiares con los restantes propietarios. En este tipo de organizaciones, la autoridad de que dispone el grupo de control les permite con frecuencia designar uno de sus miembros como CEO de la empresa.

El CEO propietario tiene más autoridad e incentivos que el CEO no propietario. Este perseguirá el aumento en el rendimiento de la empresa como mejora futura de su rendimiento propio; y por contra, el CEO propietario buscará además la continuidad de la empresa y otros rendimientos no económicos, pero también podría valerse de su autoridad para exigir una remuneración superior.

La teoría de la agencia proporciona una base para comprender el impacto potencial de la representación familiar en las empresas (Villalonga y Amit, 2006).

La cuestión de si la propiedad familiar ofrece incentivos para reducir los costes de agencia (a través de una mejor alineación de los intereses de los accionistas y del CEO), o provocar esos costes de agencia (proporcionando oportunidades para que los miembros de la familia expropien riqueza de los accionistas no familiares), sigue siendo una cuestión abierta. La mayor parte de la literatura escrita al respecto, tiende a corroborar la primera teoría, sin embargo, otras investigaciones como Schulze, Lubatkin, Dino y Buchholtz (2001), apoyarían la segunda opción.

Como ya se ha comentado, el problema de agencia típico se deriva de la separación entre propiedad y control. La propiedad familiar es capaz de minimizar el problema de comportamientos oportunistas del directivo a través de un seguimiento efectivo, y de reducir los costes de agencia cuando se une con la dirección.

En este caso, los aspectos cualitativos ligados al nivel de propiedad, además de tener trascendencia a la hora de determinar los conflictos de agencia a los que se va a enfrentar la organización, también influyen sobre los objetivos que persigue. Los propietarios familiares se preocupan por la continuidad temporal de la empresa, a la que contemplan como un legado a transmitir de generación en generación, lo que les lleva a centrarse en horizontes temporales más largos que otro tipo de accionistas. Con el objetivo de mantener el negocio dentro de la familia durante generaciones, pueden darse comportamientos altruistas (Dyer, 2003) que alineen los intereses de todos los participantes en el proceso de creación de valor. De acuerdo con este argumento, la presencia de propietarios familiares y un horizonte de inversión mayor que los de las empresas con propiedad dispersa, conducirán a reducir la discrecionalidad directiva, desembocando en un mayor valor de la empresa (Anderson y Reeb, 2003).

Sin embargo, de esa concentración de propiedad, también pueden surgir diferencias en el enfoque de gestión. Si tenemos en cuenta que los CEOs no siempre son miembros de la familia propietaria y que representan la figura con mayor responsabilidad y control en la gestión de la organización, la relación contractual entre el propietario y el CEO se vuelve fundamental a la hora de determinar la política de retribución.

Estudios previos muestran que las empresas familiares precisan menores niveles salariales para alinear los intereses entre los gerentes y los propietarios (Combs *et al.*, 2010; Croci, Gonenc y Ozkan, 2012; Palmberg, 2012). En este caso la separación entre propiedad y control no existe, al recaer, generalmente, en la familia. Por lo tanto, el riesgo de una conducta oportunista en el comportamiento del CEO es menor (Schulze *et al.*, 2001) y, en consecuencia, la empresa familiar puede ofrecer un menor nivel de retribución para minimizar los problemas de agencia respecto de las no familiares.

Hipótesis 1a:

La retribución total del CEO en empresas familiares es menor que en empresas no familiares.

De acuerdo a lo comentado con anterioridad, en las empresas familiares existe una mayor alineación de intereses entre los propietarios y los directivos (Fama y Jensen, 1983). Varios estudios ponen de manifiesto la existencia de ventajas de que la figura del CEO recaiga en un miembro de la familia propietaria (Anderson y Reeb, 2003; Miller y Le Breton-Miller, 2005; Ward, 2006; Miller, Le Breton-Miller y Scholnick, 2008) Estas investigaciones demuestran que factores como la permanencia, la reputación y la imagen de la empresa familiar, conllevan fuertes incentivos para que el CEO familiar actúe pensando en los objetivos de la empresa y del grupo al que pertenece.

Por el contrario, en aquellas empresas con CEOs externos, al existir una mayor separación entre la propiedad y la gestión, alinear los intereses entre los agentes y el principal podría suponer unos niveles de retribución mayores.

Gómez-Mejía *et al.* (2003) utilizan la teoría de la agencia como marco teórico de su trabajo, y sus hallazgos les llevan a argumentar que la influencia familiar lleva a los CEOs familiares a aceptar voluntariamente salarios más bajos a cambio de una mayor seguridad en el empleo y riqueza socioemocional. Existe, no obstante, una explicación alternativa a esa menor retribución: los CEOs familiares tienden a acumular riqueza a través de sus empresas y aceptarían mayores riesgos en la toma de decisiones buscando una mayor remuneración (Anderson y Reeb, 2003; Bartholomeusz y Tanewski, 2006), sin embargo, otros representantes de la familia controlan sus acciones y presionan a la baja esa retribución.

El análisis de McConaughy (2000) que compara la retribución del CEO familiar con el CEO externo, encuentra evidencias de que el CEO familiar recibe una menor remuneración, de modo que las empresas familiares ofrecen una compensación más alta si contratan gerentes externos. Croci *et al.* (2012) también encuentran que el control familiar reduce el pago remunerativo al CEO y más aún en caso de CEOs familiares.

De acuerdo a otros estudios, las empresas familiares están, generalmente, caracterizadas por la falta o escasez de recursos internos diversificados, o bien por el desconocimiento de poseer los mismos (Storey, 1994); la teoría basada en los recursos y las capacidades, reconoce que puede haber una valiosa fuente de ventaja competitiva en las cualificaciones profesionales y personales de los agentes. Si tenemos en cuenta lo expuesto en esta teoría, los CEOs ajenos a la familia no formarían parte del *familiness*⁵ de la empresa familiar; esto llevaría a ofrecer una retribución mayor para atraer o retener a aquellos CEOs externos que aportasen talento a la organización.

Por tanto, suponemos que los CEOs familiares en empresas familiares reciben una remuneración menor que los CEOs no familiares, debido a la alineación de intereses y a la obtención de otro tipo de beneficios como miembros de la familia (apoyo familiar, sentimiento de pertenencia al grupo, reputación, seguridad en el puesto de trabajo, etc...).

En este sentido, planteamos:

Hipótesis 1b:

La retribución del CEO en empresas familiares, es menor para CEOs pertenecientes a la familia que para CEOs externos.

En las empresas familiares, debido al mayor riesgo asumido por los propietarios, se deberían buscar modelos de compensación adecuados, cuya finalidad consista en motivar la lealtad del CEO a la empresa y a los intereses de la familia.

La retribución total que recibe el CEO está formada por distintos componentes con los que la empresa puede elaborar su política retributiva; en conjunto reciben el nombre de mix retributivo. Se diferencian cuatro componentes o incentivos básicos (Conyon, 2006):

⁵ “El conjunto único de recursos que una empresa tiene en particular, debido a la interacción entre la familia, sus miembros individuales y los negocios” (Habbershon y Williams, 1999).

Tabla 7. Componentes de la retribución.

-
-
- (1) Salario base
 - (2) Bonus a corto plazo, que generalmente se basa en el desempeño financiero anual.
 - (3) Opciones sobre acciones, que otorgan el derecho a comprar acciones de la empresa en el futuro
 - (4) Compensaciones adicionales como incentivos a largo plazo, planes de jubilación, etc...
-

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con estos componentes retributivos podemos diferenciar y analizar distintas dimensiones en la política retributiva. Así, se pueden agrupar para distinguir entre una retribución fija o variable; o bien, considerar la orientación temporal de la compensación, en cuyo caso hablamos de retribución a corto o a largo plazo.

Retribución a corto/largo plazo

Los intereses de la empresa y el comportamiento del CEO son diferentes dependiendo de si consideramos períodos a corto o periodos a largo plazo. Los incentivos de retribución deben ser acordes al periodo de tiempo en que se esperan lograr los objetivos determinados. Los componentes de remuneración son por tanto diferentes según se centren en el corto o en el largo plazo. La retribución a corto plazo se compone de los elementos salario base y bonus a corto plazo (generalmente correspondiente al pago por beneficios anuales); aunque puede incluir otro tipo de compensación como dietas u otras ventajas como disponer de coche de empresa. La retribución a largo plazo aparece, generalmente, representada por las opciones sobre acciones de la empresa.

En empresas con separación de propiedad y gestión la existencia de conflictos de intereses entre principal y agente puede perjudicar el rendimiento de la empresa. Por tanto, las empresas no familiares buscarán incentivos que supongan la alineación de esos intereses. Así, la retribución a largo plazo supone vincular al CEO con la empresa y el logro de sus objetivos.

La remuneración a largo plazo puede suponer una buena alternativa para las empresas familiares en la búsqueda de la continuidad de su negocio. Sin embargo, la concentración de la propiedad supone una mayor exposición al riesgo de actuación del CEO y, por tanto, la familia podría estar más interesada en mantener concentrada la propiedad en su poder para evitar potenciales comportamientos oportunistas, aunque esta decisión pueda suponer un menor rendimiento.

Por tanto, para alinear los intereses entre la familia empresaria y el CEO, las empresas familiares podrían ofrecer incentivos a corto plazo. Block (2008) analiza la estructura de retribución de empresas familiares y no familiares y encuentra que los CEOs de empresas familiares reciben mayor retribución en forma de salario base (retribución a corto plazo).

Lo expuesto anteriormente nos lleva a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2:

Las empresas familiares ofrecen al CEO mayor retribución a corto plazo que a largo plazo en comparación con las no familiares.

Retribución fija/variable

La retribución fija es aquella retribución que depende de las funciones que desempeñan o del cargo (CEO) que ostenta la persona sin tener en cuenta otros incentivos, viene recogida en el componente de salario base. Generalmente, la determinación y las variaciones de este concepto se llevan a cabo en línea con las prácticas habituales del mercado.

La retribución variable se establece en función de los resultados u objetivos que se esperan alcanzar y recoge elementos como el bonus a corto plazo y las opciones sobre acciones de la empresa, acciones restringidas y otros contratos de incentivos a largo plazo. El uso de estos incentivos busca motivar al CEO a través de premiar los logros obtenidos, siendo un mecanismo útil para alinear los intereses del principal y el agente.

Los conflictos derivados de la falta de alineación de intereses son más notables a medida que se separan la propiedad y la gestión de la empresa. Sería necesario en este caso emplear mayores niveles de retribución variable para alcanzar la alineación de

intereses. Así, en el caso de empresas familiares, puesto que la familia dispone de propiedad e influencia en el control de la empresa, cabría esperar incentivos variables más reducidos que en las empresas no familiares.

Los resultados obtenidos por Ko y So (2012) para empresas cotizadas en la bolsa de Hong Kong muestran que, en comparación con las empresas no familiares, las familiares tienden a conceder a los CEOs una indemnización basada más en componentes fijos y menos en función del rendimiento (incentivos variables). Asimismo, el estudio de Palmberg (2012) sobre la retribución en empresas que cotizan en la Bolsa de Suecia, muestra que los CEOs de empresas no familiares reciben una mayor proporción de remuneración variable que los CEOs de empresas familiares.

Estos resultados sirven de fundamento para plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3:

Las empresas familiares ofrecen al CEO menores incentivos variables que las no familiares.

Retribución basada en opciones sobre acciones

Dentro de los componentes de la retribución del CEO, si cruzamos la dimensión de temporalidad (largo plazo) y el mix retributivo (variable) surge el componente retributivo basado en opciones sobre acciones.

Las opciones sobre acciones son contratos a través de los cuales los empleados de la empresa a quienes se otorgan, tienen derecho a adquirir acciones de la compañía (Hall y Murphy, 2003). Las empresas comenzaron a utilizar este mecanismo en la década de los 90 para atraer y retener empleados, buscando garantizar los intereses de los propietarios respecto a sus perspectivas a largo plazo.

De acuerdo a Hall y Murphy (2003) la razón principal del uso de opciones sobre acciones como incentivos al CEO es que proporcionan una motivación para actuar de acuerdo a los intereses de los propietarios y supone un vínculo directo entre la retribución y el desempeño de la empresa a largo plazo. Sin embargo, el uso de este mecanismo puede suponer pérdidas para la empresa, como consecuencia de la mayor propensión del CEO a asumir riesgos, buscando mayores rendimientos en el largo plazo (Sanders y Hambrick, 2007).

Benmelech, Kandel y Veronesi (2008) evidencia que la compensación basada en acciones incentiva a los CEOs a implicarse más en su trabajo, pero induce a ocultar cualquier empeoramiento de las oportunidades de inversión de la empresa o llevar a cabo anuncios de buenos rendimientos para incrementar el valor de las acciones y beneficiarse con el aumento de su retribución. Para Deutsh, Keil y Laamanen (2007), el pago a través de opciones supone relacionar la retribución con el valor futuro de la empresa, lo que llevaría al CEO a asumir riesgos con el fin de lograr mayores rendimientos.

Se podría esperar que las empresas familiares, dado su interés por preservar los recursos y la riqueza socioemocional, así como la continuidad de la organización, utilicen la retribución del CEO basada en opciones como herramienta para retenerle y motivar su actuación en favor de los intereses de la familia empresaria. Sin embargo, las empresas familiares tienden a utilizar en menor medida la retribución a largo plazo, puesto que ofrecer acciones como compensación a miembros ajenos a la familia, podría dispersar la propiedad de la empresa. En el caso de CEO familiar, la acumulación de acciones mediante este mecanismo podría suponer desequilibrios en los niveles de propiedad entre familiares.

En base a estos argumentos, planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 4:

Las empresas familiares ofrecen una retribución basada en opciones menor que las empresas no familiares.

Para finalizar este apartado sobre la política retributiva del CEO en empresas familiares, se recogen en una tabla resumen los principales resultados obtenidos en investigaciones previas, sobre las políticas de retribución llevadas a cabo en empresas familiares y su comparación con empresas no familiares:

Tabla 8. Principales resultados de investigaciones previas en materia de retribución del CEO en la empresa familiar.

Autor/es (Año)	Título	Período	País	Principales resultados
Gómez-Mejía, L.R. Larraza Kintana, M. Makri, M. (2003)	The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations	1995-1998	USA	En EF, los CEOs familiares reciben menor retribución que los no familiares.
Elston, J.A. Goldberg, L.G. (2003)	Executive Compensation and Agency Costs in Germany	1970-1986	Alemania	Las EF ofrecen menor retribución al CEO que las ENF
Weisskopf, J-F. (2009)	Executive Compensation in Family Firms. Fat Cats or Benefactors.	2007-2009	Suiza	La retribución total es similar en cualquier tipo de compañía. La retribución en efectivo es el incentivo más utilizado por empresas familiares.
Combs, J. G., Penney, C. R., Crook, T. R., Short, J. C. (2010)	The Impact of Family Representation on CEO Compensation, Entrepreneurship Theory and Practice	2002-2005	USA (S&P 500)	La retribución del CEO en EF es menor que en ENF CEO familiar, en EF con presencia familiar, tiene menor retribución que CEO de ENF. La retribución del CEO familiar es un 56% mayor que para CEOs de ENF cuando el CEO es el único representante de la familia.
Palmberg, J (2012)	Family control and executive compensation	2003-2008	Suecia	La retribución del CEO en EF es menor que en ENF. La proporción de retribución variable del CEO es significativamente mayor en ENF. En ENF se utilizan opciones como retribución en mayor medida que en EF.
Croci, E. Gonenc, H. Ozkan, N. (2012)	CEO Compensation, Family Control, and Institutional Investors in Continental Europe	2001-2008	Europa Continental	La retribución del CEO en EF es menor que en ENF.
Hin Cheung Annie Ko HH Stella So (2012)	How Does Corporate Governance Affect CEO Pay in Family and Non Family Firms?	2005-2007	Hong Kong	Comparadas con las ENF, las EF tienden a ofrecer al CEO más retribución fija y menos en función del rendimiento.

Tabla 8. Continuación.

Autor/es (Año)	Título	Período	País	Principales resultados
Politelo, L., Simão Kaveski, I. D., Chiarello, T. C., da Silva, T.P. (2013)	Family ownership and stock options for directorship of brazilian companies	2010-2011	Brasil	Las EF tienen una retribución menor en forma de opciones que las ENF.
Chen, Ji Hill, P. Ozkan, N. (2014)	Financial Distress Risk, Executive Compensation, and Institutional Investors	1998-2009	UK	La remuneración total y la parte en opciones aumenta con la concentración de propiedad.
Buigut, K.K. Soi, N.C., Koskei, I.J. (2014)	Determinants of CEO Compensation Evidence from UK Public Limited Companies	2008-2010	UK	<p>La retribución del CEO y su participación en la propiedad tienen una relación positiva.</p> <p>La remuneración del CEO y la rentabilidad de la empresa tiene relación positiva.</p>
<p>EF : EMPRESA FAMILIAR ENF : EMPRESA NO FAMILIAR</p>				

CAPITULO III. DATOS Y METODOLOGÍA

El objetivo de este trabajo es determinar si se observan diferencias significativas entre empresas familiares y no familiares en relación con la política retributiva del CEO, analizando además si dentro del conjunto de empresas familiares existen posibles particularidades asociadas a la naturaleza familiar del CEO. Para llevar a cabo este análisis, la muestra incluye un panel de datos referentes a 754 empresas cotizadas en el mercado bursátil australiano durante el período comprendido entre 2006 y 2011.

Los datos sobre la estructura de gobierno corporativo de las empresas, es decir, estructura del Consejo de Administración y sus comités, así como los datos referentes a la estructura de propiedad, se han obtenido a partir de la base de datos de gobierno corporativo de la Securities Industry Research Centre of Asia-Pacific⁶ (SIRCA). De igual modo, los detalles sobre la remuneración de los CEOs, también han sido consultados en esta base de datos.

La información contable necesaria para determinar el tamaño de la empresa, su rentabilidad y apalancamiento proviene de la base de datos OSIRIS, base de datos con información financiera de empresas de todo el mundo que incluye: cuentas anuales, informes de renta, estados contables, ratios, etc..., y de FinAnalysis, que permite realizar el análisis de los estados financieros de las empresas.

Por último, los precios de las acciones, necesarios para estimar el riesgo y rentabilidad de mercado se obtienen de Datastream, una de las principales base de datos estadísticos financieros a nivel mundial.

A continuación y como paso previo a nuestro estudio, analizamos algunas características del mercado objeto de esta investigación: el mercado cotizado australiano. Esta primera aproximación nos va a permitir conocer factores específicos del mercado australiano tales como su regulación, la composición sectorial y empresarial, el papel de la empresa familiar, las políticas de retribución, etc...

⁶ Centro de Investigación del Mercado de Valores de Asia - Pacífico.

3.1. LA EMPRESA FAMILIAR EN AUSTRALIA.

Una primera ventaja de realizar el estudio sobre el mercado australiano, es que el acceso a la información sobre las empresas que cotizan en bolsa es relativamente fácil de obtener. La información está disponible para el público ya que las entidades cotizadas presentan datos contables y financieros a la Comisión de Inversiones y Valores de Australia (ASIC) periódicamente.

El Consejo de Gobierno Corporativo del Mercado de Valores de Australia (ASX-Australian Stock Exchange), publicó en el año 2003 *The Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*, donde se recogen diez principios básicos del gobierno corporativo y recomendaciones para el cumplimiento de estos principios. En la tabla 9 se muestran las recomendaciones al principio 8, *Remunerate Fairly and Responsibly*; el cual establece las bases que las empresas que cotizan en el mercado de valores australiano deben cumplir a la hora de determinar la política retributiva. De acuerdo a este principio, las empresas tienen que adoptar políticas de retribución efectivas para atraer y mantener motivados a los directores y empleados con talento y así, fomentar un mayor rendimiento de la empresa. Es importante, además, que exista una relación clara entre el rendimiento y la remuneración, y que la política de retribución de los ejecutivos sea comprendida por los inversores.

Tabla 9. *The Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*. (2010). Recomendaciones al principio 8. Retribución justa y responsable.

8.1. La Junta debe establecer un Comité de Retribución.

8.2. El Comité debe tener al menos tres miembros, en su mayoría directores independientes y presidido por un director independiente.

8.3. Distinguir claramente la estructura de la política de retribución de los consejeros no ejecutivos de la de los directores ejecutivos y altos ejecutivos.

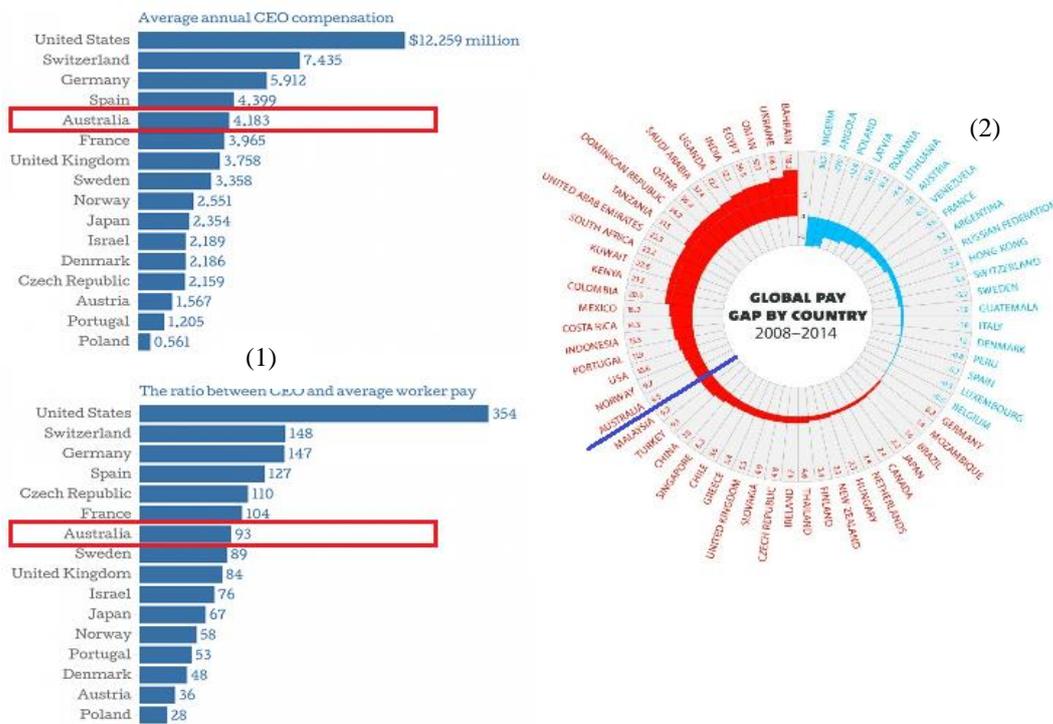
8.5. Proporcionar la información que se indica en la Guía para la presentación de informes sobre el Principio 8.

Fuente: Australian Stock Exchange.

En base a estos principios y recomendaciones, las empresas deberán incluir en la sección de Gobierno Corporativo de la memoria anual los datos referentes a las políticas de retribución. La Ley de Sociedades requiere que las empresas cotizadas informen anualmente de la naturaleza y cuantía de cada elemento de retribución, tanto para cada director ejecutivo, como para cada uno de los cinco ejecutivos mejor pagados de la empresa. Esto incluye la información en relación con componentes no monetarios como las opciones. Además, la norma de cotización ASX 4.10, requiere informes anuales por parte de las empresas donde recojan en qué medida han sido cumplidas estas *best practice recommendations*, para un periodo de referencia dado, o sus razones para no cumplirlas.

Pese al control y transparencia que se persiguen con estos mecanismos en materia de políticas retributivas, Australia está considerado un país con elevadas tasas de desigualdad salarial, calculada como un ratio entre la retribución del CEO y el sueldo medio de los trabajadores de la empresa.

Gráfico 1. Diferencias entre la retribución del CEO y la retribución media de los trabajadores. Se representan, (1) los datos de retribución de los CEOs con mayores niveles de remuneración y el ratio entre la retribución del CEO y la media de trabajadores; y (2) la diferencia en este ratio para el periodo 2008-2014.



Fuente: Washington Post. Datos: (1) How Much (More) Should CEOs Make?; (2) Hay Group. Changes in pay disparity between 2008 and 2014.

En estudios publicados en 2014, cuyos principales resultados se muestran en el gráfico 1, el ratio de diferencia entre la retribución del CEO y la del promedio del trabajador australiano, país donde se encuentra el quinto CEO con mayor retribución a nivel mundial, indicaba que la remuneración media del CEO es 93 veces superior a la de un sueldo medio, situación que de acuerdo al estudio de “Hay Group” se ha incrementado en los últimos seis años.

Una ventaja importante de realizar el estudio en el mercado australiano, es que Australia es un país cuyo sistema legal se deriva de la *Common Law*⁷ británica, con un fuerte sistema de protección jurídica del accionista, similar a países como Estados Unidos o Reino Unido, y con elevados beneficios privados de control. Nuestra investigación basada en el mercado australiano es, por tanto, una oportunidad para analizar el papel que desempeña la estructura de propiedad, en términos de empresa familiar o no familiar, en la determinación de la política de retribución del CEO, en condiciones de una fuerte protección legal y beneficios privados de control elevados.

No obstante, Australia presenta características diferenciadoras frente a otros países del ámbito de la *Common Law* tales como Estados Unidos o el Reino Unido. El mercado australiano se caracteriza por una elevada concentración de la propiedad (Claessens, Djankov, Fan y Lang, 2002); así, nos encontramos con que del total de empresas, en torno al 70% son familiares, con más del 50% de la población trabajando en una empresa familiar.

Anualmente, en Australia se lleva a cabo un estudio sobre la empresa familiar nacional. Es un estudio realizado entre la Universidad de Deakin, la Asociación de Empresa Familiar de Australia y con la colaboración de KPMG Australia. Algunas características de las empresas familiares australianas recogidas en el estudio 2013 son:

- Los principales retos que perciben las empresas familiares pasan por equilibrar las cuestiones familiares y de negocios, mantener el control familiar de la empresa o preparar y formar a un sucesor.
- En torno al 40% de las empresas familiares en Australia no ha elegido sucesor.
- Sólo en torno a un 5% de las empresas familiares sobreviven a la cuarta generación.
- Las empresas familiares consideran que la retribución de los miembros de la familia es comparable a los no familiares.

⁷ «Derecho común» o «Derecho consuetudinario» vigente en la mayoría de los países de tradición anglosajona.

3.2. CONSTRUCCION DE LA BASE DE DATOS

La muestra inicialmente recogida en las bases de datos mencionadas con anterioridad, contiene información referente a empresas que pueden encontrarse en cualquiera de las siguientes situaciones: que han estado presentes en el índice durante todo el período de estudio, que han dejado de cotizar en el mismo o que han iniciado su cotización en ese tiempo.

Se eliminaron aquellas empresas que reemplazaron al CEO en el periodo, para evitar sesgos por la influencia de datos referentes a posibles indemnizaciones y que supongan valores no reales o puntualmente elevados en las cifras de retribución.

El total de empresas seleccionadas inicialmente para formar nuestra muestra, a partir de las bases de datos disponibles, es de 1260 empresas. Primero dividimos todas las empresas que cotizan en el mercado de valores australiano en el periodo 2006-2011 (panel original) en dos categorías, a saber, empresa familiar y no familiar. Para llevar a cabo esta separación debemos determinar los criterios que deben cumplir las empresas para pertenecer a un grupo u otro.

La mayoría de las veces, la definición de empresa familiar incluye el control o la mayoría de la propiedad. En este sentido, Villalonga y Amit (2004) consideran que para poder definir una empresa familiar es necesario un mínimo de participación a través de acciones del 20% por miembros de la familia.

Definimos la empresa familiar como aquella en la cual la familia fundadora o un miembro del grupo familiar, o bien un individuo privado, poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración. Esta definición sigue la línea adoptada por otros autores como La Porta *et al.* (1999) y Mroczkowski y Tanewski (2007).

Un aspecto básico, por tanto, a la hora de determinar el carácter de la empresa como familiar o no familiar, es el relacionado con la propiedad. En este sentido, es importante tener en cuenta que la estructura de propiedad de las empresas no siempre presenta con claridad un único accionista o un accionista mayoritario; la composición accionarial a menudo está compuesta por participaciones indirectas, ya que las empresas pueden tener una parte de la propiedad en manos de otras empresas, sociedades de

cartera, fondos familiares, etc... Por esta razón, las empresas de la muestra fueron analizadas de acuerdo a varios criterios.

La base de datos SIRCA nos ha permitido disponer de la información referente a la estructura de propiedad de las empresas, de manera que accedemos a datos sobre la naturaleza de los diferentes socios y porcentajes de participación. A partir del análisis de estos datos determinamos que si el accionista mayoritario es “una persona o más personas físicas o familias” con una participación de propiedad por encima del 20%, la empresa se considera familiar, siempre que se trate de la mayor participación.

Aquellos casos de empresas participadas al menos en el 20% de propiedad por otras empresas cuyo mayor accionista, a su vez, sea una persona física que dispone de al menos el 20% de propiedad; ambas empresas serán consideradas como empresas familiares debido a la cadena de propiedad que existe entre ellas.

Cuando la propiedad aparece repartida en un grupo de personas que en conjunto acumulen una participación mayoritaria de al menos el 20%, se hace necesario analizar la relación existente entre los individuos a fin de determinar si entre ellos existe algún lazo de unión. De tal modo, aquellas empresas para las que probamos la existencia de parentesco en este caso, se consideran familiares.

La práctica habitual para determinar la existencia o no de relación familiar entre personas es a partir de la coincidencia por apellidos. En el caso australiano, al disponer únicamente de datos sobre el primer apellido, la labor de identificación se dificulta, sobre todo para empresas pertenecientes a familias en tercera generación o posteriores.

Por otra parte, existe la posibilidad de que el capital de la familia no esté directamente representado por una persona o grupo de personas, sino a través de un fideicomiso o fondo familiar. Esta forma de propiedad se determinó mediante un apellido que aparezca incluido en el nombre de ese fondo o fideicomiso (por ejemplo: WHEATLEY FAMILY A/C, perteneciente a la familia Wheatley).

Además, las páginas web de las empresas, así como la memoria anual, pueden incluir datos sobre la historia o fundación de la compañía, la composición de capital, los miembros del Consejo, etc..., y en caso de duda aportar información determinante. En ocasiones puede indicar directamente el carácter de empresa familiar, sin embargo, tampoco nos puede garantizar que así sea, por lo que, la empresa solo se consideró

como familiar, cuando de la información obtenida se desprendía que la empresa todavía es propiedad (directa o indirectamente) o se gestiona por la familia en la actualidad.

Los datos recogidos a través de SIRCA nos permiten conocer la información referente al gobierno corporativo y así, determinar la participación de familiares en el mismo. De igual modo, disponemos de los datos sobre la identidad del CEO y a partir de su análisis cualitativo (datos sobre la familia, el Consejo, etc...) determinar si pertenece al grupo familiar.

Originalmente, a partir del panel principal compuesto por 1260 empresas, para el año 2011, identificamos como familiares 252 empresas, en base a los criterios recogidos en nuestra definición; entendiendo que el resto de empresas de la muestra son empresas no familiares. Sin embargo, nuestro análisis se centra en la comparación de datos por diferencias en dos momentos de tiempo, en este caso, años 2006 y 2011, por lo que el panel final de datos recoge aquellas empresas que disponen de información en ambos momentos. Es decir, hemos eliminado aquellas empresas que han dejado de cotizar en el periodo o que han iniciado su cotización a lo largo del mismo.

Finalmente, contamos con un panel compuesto por 1468 observaciones, correspondientes a 734 empresas, de las que 180 han sido definidas como familiares de acuerdo a los criterios establecidos. Dentro del grupo de empresas familiares, 50 cuentan con un miembro de la familia como CEO.

3.3. VARIABLES Y METODOLOGIA

El objetivo de nuestro estudio es determinar si existen diferencias en la política de retribución del CEO entre las empresas familiares y no familiares. Si intuitivamente pensamos que estas diferencias pueden existir, debemos plantearnos, en primer lugar, cuáles son los factores que pueden determinar las diferencias entre ambos tipos de empresa. En la tabla 10 se muestra una descripción de las variables que serán objeto de nuestro estudio.

VARIABLES DEPENDIENTES

Retribución del CEO. Es la variable que nos permite conocer las actuaciones empresariales sobre la política retributiva de los CEOs. Mide el nivel de compensación en términos de retribución total, compuesta por el salario base, bonus a corto plazo, el pago con opciones sobre acciones y otros posibles factores de retribución no determinados.

Se considera la retribución en efectivo como la suma del salario base y el bonus a corto plazo, criterio adoptado también en otras investigaciones como Gómez-Mejía *et al.* (2003).

VARIABLES INDEPENDIENTES

Condición de la empresa. Variable que identifica la representación de la familia, distinguiendo entre Empresas Familiares y no Familiares; se trata de una variable binaria que toma valores 0 y 1 (1 = empresa familiar; 0 = empresa no familiar).

Condición del CEO. Variable CEO familiar/no familiar; se trata de una variable binaria que determina si el CEO de la empresa familiar es un miembro de la familia o externo. Toma valores 0 y 1 (1 = CEO familiar; 0 = CEO no familiar).

METODOLOGÍA

El objeto de nuestra investigación tiene una doble vertiente. Nos planteamos, en primer lugar, analizar el efecto de la naturaleza familiar de las empresas sobre la política retributiva del CEO. En segundo lugar, buscamos conocer si la crisis económico financiera del año 2008 ha tenido algún efecto y de qué tipo, sobre la política retributiva del CEO en empresas familiares y no familiares. Con esta doble finalidad hemos realizado un análisis univariante de diferencias de medianas y utilizamos además la metodología del análisis de diferencias en diferencias (DiD), la cual nos permite aislar el efecto diferencial que ha tenido la crisis financiera sobre la remuneración del CEO en las empresas familiares frente a las no familiares.

Tabla 10. Descripción de las variables de estudio.

Variables dependientes	Descripción
Retribución Total	La suma de los datos de compensación del CEO. Incluye el salario base, el bonus a corto plazo, el pago en opciones y otros pagos realizados en el año o a largo plazo.
Retribución a corto plazo	Parte de la retribución del CEO que se hace efectiva en el año. Incluye el salario base, el bonus a corto plazo y otros incentivos pagados en el mismo año.
Salario base	El salario base cobrado por el CEO durante el año.
Bonus a corto plazo	El valor de los incentivos a corto plazo. Asumimos que es una retribución en efectivo.
Incentivos a largo plazo	Parte de la retribución del CEO correspondiente al plan de incentivos a largo plazo. El periodo de pago es superior al año.
Opciones/Equity	Valor de las opciones sobre acciones concedidas al CEO en concepto de retribución. Son incentivos a largo plazo.
Retribución fija	Parte de la retribución que el CEO recibe en efectivo. Asumimos que se corresponde con el salario base.
Retribución variable	Parte de la retribución que el CEO recibe en función del rendimiento. Asumimos que se corresponde con el bonus a corto plazo y la retribución con opciones y acciones.
Variables independientes	
Familiar	Variable dummy que determina la naturaleza de la empresa. Toma valores 1 = empresa familiar y 0 = empresa no familiar.
CEO Familiar	Variable dummy que determina la naturaleza del CEO. Toma valores 1 = CEO familiar y 0 = CEO no familiar.
Variables Descriptivas	
ROA	Medida del <i>performance</i> . Se calcula como EBIT/activo total.
Tamaño	Activo total de la empresa.
Endeudamiento	Fondos ajenos divididos por el activo total.

El análisis de diferencias en diferencias se lleva a cabo por medio de la estimación de un modelo de regresión, el cual nos permite aislar tres tipos de efectos sobre la política de retribución del CEO: el efecto del carácter familiar, el efecto de la crisis económico financiera y el efecto diferencial de esta crisis sobre las empresas familiares frente a las no familiares. El modelo de regresión estimado se muestra en la siguiente ecuación:

$$RCEO = \alpha_j + \beta_1 * F + \beta_2 * d_t + \beta_3 * F * d_t$$

donde,

RCEO: variable relacionada a la retribución del CEO para cada hipótesis de estudio.

F: es una variable dummy que determina la naturaleza de la empresa; toma valores 1 cuando es familiar y 0 cuando se trata de una empresa no familiar.

d_t : variable dummy temporal que identifica el periodo previo a la crisis (2006) frente al periodo de crisis (2011). Esta variable toma valor 0 para 2006 y 1 para 2011.

$F * d_t$: Término de interacción que recoge el producto de la variable de condición familiar/no familiar y la dummy temporal.

Los coeficientes de regresión β_1 , β_2 y β_3 , nos informan de los siguientes efectos. β_1 recoge el efecto de la naturaleza familiar de la empresa sobre los niveles de retribución del CEO; β_2 nos dice el efecto que la crisis económico financiera ha supuesto sobre la retribución del CEO en la muestra de empresas; y, por último, β_3 muestra el efecto diferencial que este periodo de recesión económica ha tenido para la retribución del CEO, tanto de empresas familiares como no familiares.

El valor para los coeficientes de regresión se puede estimar a partir de la siguiente formulación:

DIFFERENCE IN DIFFERENCES ESTIMATION

Variable	BASE LINE			FOLLOW UP			DIFF-IN-DIFF
	Control	Treated	Diff(BL)	Control	Treated	Diff(FU)	
	α_1	$\alpha_1 + \beta_1$	β_1	$\alpha_1 + \beta_2$	$\alpha_1 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	$\beta_1 + \beta_3$	β_3

α_j es el valor de la constante, se corresponde con la mediana de la retribución del CEO para empresas no familiares en el año 2006 (*base line*).

β_1 viene dado a partir de la diferencia de medianas entre las empresas familiares (*treated*) y las no familiares (*control*) en el año 2006 (*base line*).

β_2 se estima a partir de la diferencia de medianas para las empresas no familiares (*control*) entre el momento *follow up* (2011) y el momento *base line* (2006).

β_3 se calcula como la diferencia en la diferencia entre empresas familiares y no familiares para el momento *follow up* (2011) y esa diferencia para el momento *base line* (2006).

La suma de coeficientes $\beta_1 + \beta_3$ se estima como la diferencia de medianas entre las empresas familiares (*treated*) y las no familiares (*control*) en el año 2011 (*follow up*).

Para ser congruentes con nuestras hipótesis 1a, 3 y 4, esperamos valores < 0 tanto para el coeficiente β_1 como para la suma $\beta_1 + \beta_3$, y que además sean significativos⁸. Se espera el caso contrario para nuestra hipótesis 2.

Atendiendo a la naturaleza del CEO dentro del grupo de empresas familiares, como miembro familiar o no familiar, la variable dummy correspondiente adopta un concepto diferente.

$$RCEO = \alpha_j + \beta_1 * F_{CF} + \beta_2 * d_t + \beta_3 * F_{CF} * d_t$$

donde,

F_{CF} : es una variable binaria que determina la naturaleza del CEO dentro de la empresa familiar, los valores adoptados serán 1 cuando el CEO sea miembro de la familia y 0 en caso contrario.

Los coeficientes de regresión, sus efectos, así como el cálculo de los mismos, coinciden con lo explicado anteriormente para el modelo entre empresas familiares y no familiares.

⁸ Para valores de significación $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.1$.

De acuerdo a la hipótesis 1b que planteamos, esperamos valores < 0 para el coeficiente β_1 y para la suma $\beta_1 + \beta_3$, y que además sean significativos.

Con los datos obtenidos a partir del análisis de diferencia de medianas, en primer lugar, llevamos a cabo un análisis descriptivo de los resultados para el año 2011. Más tarde, de acuerdo al análisis de diferencias en diferencias se analizan los datos que dan forma a nuestro modelo y su evidencia empírica.

3.4. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

La tabla 11 presenta los principales descriptivos sobre la muestra total para el año 2011. El panel de datos recoge información referente a 734 empresas con datos en los años 2006 y 2011, de las cuales 180 han sido definidas como empresas familiares, representando el 25% del total, mientras que el restante 75% (554 empresas) se consideran empresas no familiares. Dentro del grupo de empresas familiares, distinguimos aquellas donde el CEO es miembro de la familia, en total 50 empresas, que suponen el 28% de las empresas familiares.

A continuación, pasamos a analizar los resultados más relevantes encontrados para empresas familiares y no familiares, en cuanto a las variables de retribución y descriptivas.

(i) Comparativa para las variables de retribución.

De acuerdo a los datos recogidos en la columna de “mediana” de la tabla 11, el CEO de una empresa en Australia tiene una retribución total de 719.760 \$, de la que 509.494 \$ son en efectivo, entendiendo el efectivo como el total del salario base junto con el incentivo por bonus a corto plazo. El valor de la retribución en forma de opciones/equity es de 26.455 \$.

En el gráfico 2 se representa la mediana de la retribución total del CEO para cada año, diferenciando entre empresa familiar y no familiar.

Tabla 11. Comparación de las variables seleccionadas entre las empresas familiares y las no familiares.

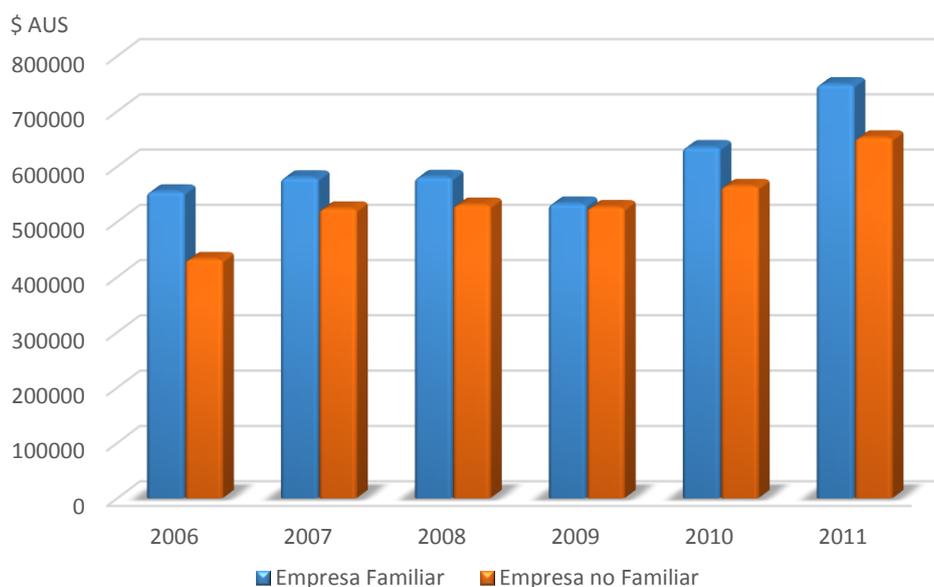
La tabla presenta los estadísticos obtenidos para el panel de datos de empresas australianas en el periodo 2006-2011. Los cálculos devuelven los valores para la mediana, media, desviación estándar, mínimo y máximo de cada grupo analizado. En el panel A se presentan los datos para la muestra total de empresas. En el panel B los datos para el grupo de empresas familiares, refleja además los datos diferenciados entre CEO familiar y no familiar. El panel C muestra los datos para el grupo de empresas no familiares. VARIABLES DE PROPIEDAD se refiere al número de empresas definidas en la muestra atendiendo a los criterios de propiedad y gestión. TOTAL EMPRESAS es el número total de empresas para las cuales disponemos de datos en ambos extremos del periodo de análisis. NO FAM muestra el número de empresas reconocidas como no familiares. FAM hace referencia al número de empresas definidas como familiares de acuerdo a los criterios de nuestra definición. CEO FAM se refiere al número de empresas familiares cuya gestión está en manos de un CEO familiar. PORCENTAJE devuelve la proporción que cada uno de los distintos grupos de empresas representa en la población a la que pertenece. RET. TOTAL se calcula como el total de la retribución del CEO, incluyendo todos los componentes de la misma. RET. EFECTIVO es la suma de los componentes Salario Base y Bonus a corto plazo. OPCIONES/EQUITY se refiere a la retribución del CEO en forma de incentivos a través de opciones y acciones. RET. CEO FAM es la retribución total que recibe el CEO familiar. RET. CEO NO FAM es la retribución total del CEO no familiar en empresa familiar. ROA es el ratio de EBIT sobre activo total. TAMAÑO es el activo total de la empresa. ENDEUDAMIENTO es el ratio entre fondos ajenos y total de activo. Datos monetarios en \$AUS.

Panel A. Estadísticos descriptivos de la muestra total.					
VARIABLES DE PROPIEDAD					
TOTAL EMPRESAS	734	PORCENTAJE			
NO FAM	554	75%			
FAM	180	25%			
CEO FAM	50	28%			
	MEDIANA	MEDIA	DESV. EST.	MIN.	MAX.
VARIABLES DE RETRIBUCION					
RET. TOTAL	719.760	1.161.896	1.380.447	27.000	11.634.134
RET. EFECTIVO	509.494	777.364	798.622	0	4.634.000
OPCIONES/EQUITY	26.455	264.794	624.788	-417.500	6.236.238
VARIABLES FINANCIERAS					
ROA	0,030	-0,172	1,521	-35,72	1,33
TAMAÑO (*)	114.133	1.647.969	8.928.351	11	157.568.000
ENDEUDAMIENTO	0,338	0,368	0,332	0	3,413
Panel B. Estadísticos descriptivos para empresas familiares.					
VARIABLES DE RETRIBUCION					
RET. TOTAL	753.398	1.083.452	991.543	27.250	5.071.430
RET. EFECTIVO	579.234	802.705	761.647	0	4.484.801
OPCIONES/EQUITY	3.591	177.190	340.407	0	1.748.724
RET. CEO FAM	610.435	662.927	543.706	27.250	2.639.973
RET. CEO NO FAM	888.533	1.305.396	1.100.319	123.435	5.071.430
VARIABLES FINANCIERAS					
ROA	0,061	0,0035	0,359	-3,036	1,336
TAMAÑO (*)	187.032	1.275.202	4.750.492	104	57.714.871
ENDEUDAMIENTO	0,408	0,394	0,242	0	1,507
Panel C. Estadísticos descriptivos para empresas no familiares.					
VARIABLES DE RETRIBUCION					
RET. TOTAL	664.946	1.198.151	1.527.665	27.000	11.634.134
RET. EFECTIVO	476.826	765.652	816.447	0	4.634.000
OPCIONES/EQUITY	36.255	305.283	716.266	-417.500	6.236.238
VARIABLES FINANCIERAS					
ROA	0,0036	-0,229	1,735	-35,721	0,952
TAMAÑO (*)	99.966	1.769.085	9.914.531	11	157.568.000
ENDEUDAMIENTO	0,313	0,359	0,357	0,001	3,413

Los datos del panel A se obtienen sobre 734 observaciones, que se reducen a 355 para las variables de retribución (por falta de datos públicos). El número de observaciones para el panel B al tratarse únicamente de empresa familiar son 180 observaciones, reducidas a 111 observaciones para el análisis de retribución del CEO familiar/no familiar. Para el panel C, la muestra hace referencia a la condición de empresa no familiar y recoge 554 observaciones.

(*) Datos en miles de \$AUS.

Gráfico 2. Evolución de la Retribución Total del CEO entre los años 2006 y 2011.

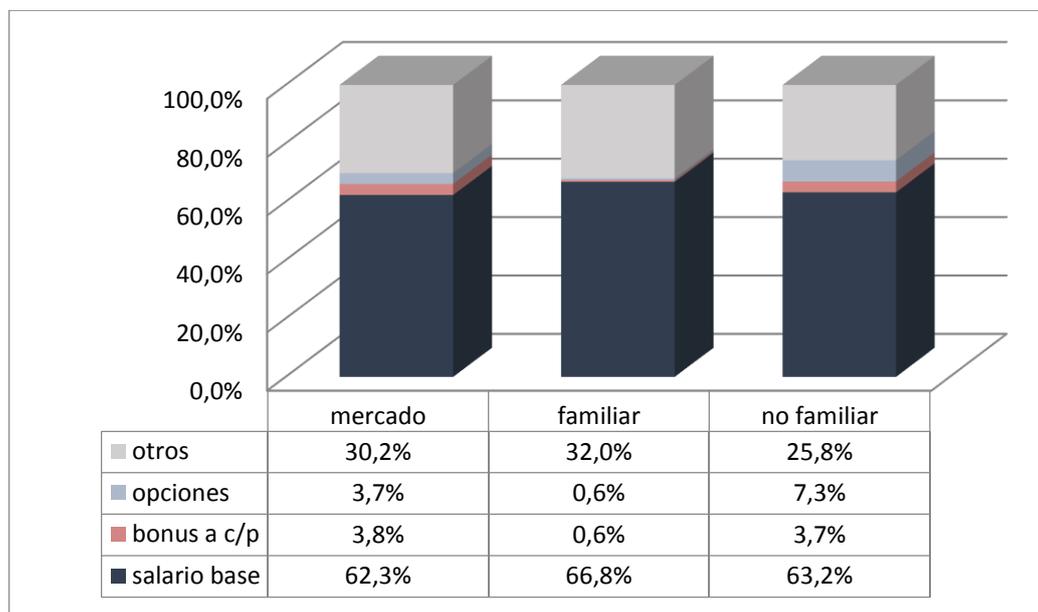


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del panel.

A la vista de los resultados, observamos que los niveles de retribución del CEO en las empresas australianas de nuestra muestra, han cambiado en los seis años que ocupa nuestro estudio. Para todo el periodo, se observa que las empresas familiares han mantenido unos niveles de retribución total del CEO superiores a las no familiares, con la salvedad del año 2009, donde parece igualarse. Esta igualdad puntual podría ser causada por el efecto de la recesión económica mundial sufrida en ese momento, lo que sugiere que la retribución del CEO en empresas familiares es más sensible a las condiciones del mercado.

En este sentido, para el año 2011, la retribución total del CEO en la empresa familiar asciende a 753.398 \$, siendo superior al valor de la mediana para el total de empresas de la muestra. De igual modo la remuneración en efectivo, con 579.234 \$, está por encima del total de empresas. La retribución variable a largo plazo mediante opciones, sin embargo, alcanza valores inferiores a los obtenidos para el total de la muestra. Los casos opuestos se dan para las empresas no familiares. En el gráfico 3 se representa la situación de los componentes del mix retributivo entre los dos grupos de empresas y el mercado.

Gráfico 3. Porcentajes sobre la retribución total que representan los componentes de la retribución del CEO.



Fuente: Elaboración propia.

A partir de los datos que aparecen en el gráfico 3, se observa que las empresas australianas utilizan una proporción muy elevada de retribución fija (salario base), por encima del 60% de la retribución total, en todos los casos. Las empresas no parecen contemplar los incentivos como mecanismo de retribución: en el caso de las empresas familiares apenas cuentan con un 0,6% de la retribución total; mientras, las empresas no familiares, pese a no mostrar un porcentaje elevado en el pago por incentivos, presentan diferencias notables respecto a las familiares en la retribución con opciones.

En cuanto a las empresas familiares cuya dirección recae en un CEO familiar, se observa que la retribución de 610.435 \$ es inferior a la de los CEOs externos a la familia, que asciende a 888.533 \$, cifra considerablemente superior a la del mercado. De acuerdo a esto, podríamos suponer que los CEOs no familiares son los directores ejecutivos con mayores niveles de retribución en las empresas australianas.

(ii) Comparación en términos de *Performance*

Una característica de las empresas familiares es su mayor aversión al riesgo. La teoría financiera nos dice que los accionistas esperan un retorno sobre el capital

invertido en función del riesgo asumido. Por lo tanto, es razonable pensar que debido a la fuerte concentración de la propiedad en empresas familiares, la rentabilidad exigida sea mayor. Algunos estudios determinan que estas empresas tienen un rendimiento superior de mercado en relación con empresas no familiares (Maury, 2006; Anderson, Duru y Reeb, 2009).

La incertidumbre de las inversiones a largo plazo, aumentan los niveles de riesgo que los pequeños inversores pueden diversificar pero las familias empresarias no pueden. Por lo que suponemos que las empresas familiares cuentan con inversiones de mayor riesgo frente a las empresas no familiares, dado que su horizonte habitual está en el largo plazo. Bajo este supuesto, Maury (2006) destaca que el control de la familia se asocia con una mayor rentabilidad en empresas familiares respecto a las no familiares.

Nos planteamos analizar si para nuestra muestra existen diferencias en función de la naturaleza familiar o no de la empresa y si se traducen en distintos niveles de *performance* (Bartholomeusz y Tanewski, 2006), lo que mediremos en función del rendimiento obtenido por ambos grupos de empresas.

Una forma habitual de medir la rentabilidad de una empresa es a través del ROA, que indica la capacidad de generar beneficios con los activos de los que dispone la empresa (EBIT/activo total).

Los datos mostrados en las tablas 12, 13 y en el gráfico 4 indican que las empresas familiares tienen mayor capacidad para generar beneficios a partir de sus activos; siendo la diferencia estadísticamente significativa ($p < 0.01$). Que las diferencias mostradas se mantengan para nuestro periodo de análisis es un dato importante, puesto que las empresas se han visto expuestas tanto a momentos de expansión como de desaceleración del ciclo económico. Así, se observa que al margen de la situación económica, las empresas familiares han mantenido niveles de rentabilidad, en todo momento positivos, por encima de las no familiares, las cuales han presentado rentabilidades negativas en varios momentos. Ambos tipos de empresas presentan descensos en el periodo 2008-2010, fase de recesión económica; en este caso, las empresas no familiares se han visto afectadas en mayor medida.

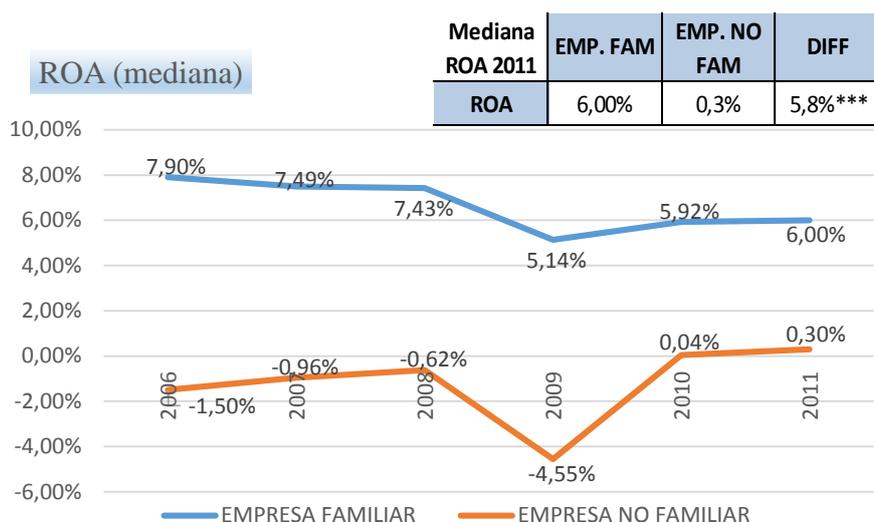
Tablas 12 y 13. Gráfico 4.

Evolución para la variable ROA para el periodo 2006-2011.

Comparación entre empresas familiares y no familiares.

Análisis de diferencias de medianas significativo *** $p < 0.01$.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EMPRESA FAMILIAR	7,90%	7,49%	7,43%	5,14%	5,92%	6,00%
EMPRESA NO FAMILIAR	-1,50%	-0,96%	-0,62%	-4,55%	0,04%	0,30%



Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, nuestros resultados muestran que en el mercado australiano, las empresas familiares parecen ofrecer ventaja en términos de rentabilidad con respecto a las no familiares, en el mismo sentido que otras investigaciones como Anderson y Reeb (2003) para empresas del S&P500, Villalonga y Amit (2006) para empresas de la lista Fortune 500 o Maury (2006) para empresas europeas.

(iii) Comparación de la variable Tamaño

Las condiciones de recesión económica que aborda nuestro periodo de análisis, nos ha llevado a elegir el Activo Total como medida de tamaño de la empresa, debido a las fluctuaciones temporales. La influencia de las mismas tiende a ejercer un mayor impacto a corto plazo sobre otras medidas de tamaño como el volumen de ventas, lo que podría suponer una distorsión importante en los datos estudiados.

En la tabla 11 observamos que el tamaño de la empresa en Australia (valor de la mediana) es de 114.133 miles \$. A pesar de la idea extendida que asocia el concepto de empresa familiar con pequeñas y medianas empresas, observamos en los datos que en el caso del mercado australiano, el activo total en la empresa familiar alcanza una cifra mayor a la del conjunto de empresas cotizadas en ese mercado, con 187.032 \$ y a las empresas no familiares con 99.966 \$.

(iv) Comparación de la variable Endeudamiento

Utilizamos como medida de endeudamiento, el ratio: fondos ajenos/activo total.

De acuerdo a los datos de la tabla 11, el panel A indica que el ratio de endeudamiento en las empresas australianas, presentadas en nuestra muestra, es del 33.8% en el año 2011.

La comparación entre el panel B y el panel C indica que las empresas familiares tienen un ratio de endeudamiento mayor que las empresas no familiares para el año 2011. Las empresas familiares presentan un ratio del 41.20%, mientras en las no familiares es del 32%. El test de diferencias de medianas del ratio de endeudamiento (tabla 14) muestra que, tanto para el año 2006 como 2011, las empresas familiares tienen un valor para este ratio mayor que las no familiares, es decir, utilizan más deuda en su estructura de capital. Además, estas diferencias son significativas (resultados significativos: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$).

Tabla 14. Diferencias de medianas para el ratio de endeudamiento entre empresas familiares y no familiares para los años 2006-2011.

Mediana	EMP. FAM	EMP. NO FAM	DIFF
2011	41,2%	32,0%	9,2% **
2006	44,1%	33,9%	10,2% ***

Fuente: Elaboración propia.

Nuestros resultados son acordes con los expuestos por Setia-Atmaja, Tanewski y Skully (2009) para un panel de empresas australianas en el periodo 2001-2005.

CAPITULO IV. RESULTADOS

En la tabla 15 se presentan los datos de remuneración total del CEO en Australia, obtenidos a partir de un análisis de diferencia de diferencias de medianas sobre nuestro panel de datos, para el periodo de 2006 a 2011. En el panel A se reflejan las diferencias para empresas familiares y no familiares. En el panel B se muestran las diferencias porcentuales (respecto a retribución total) para los componentes de retribución fija y variable. Y, por último, en el panel C se presentan las diferencias en la retribución del CEO y sus componentes, atendiendo a la diferente naturaleza del CEO como miembro o no de la familia.

El panel de datos a analizar se compone de 854 observaciones, que recogen la información referente a la retribución del CEO correspondiente a los años extremos del periodo 2006-2011, diferenciando entre empresas familiares y no familiares. Solo se contemplan aquellas observaciones para las que disponemos de datos de retribución.

Se observa un incremento generalizado en los componentes de retribución tanto para empresas familiares como no familiares. En la tabla 15 se observa que en el año 2006 los CEOs de empresas familiares obtienen una retribución total (mediana) 48.000 \$ superior a la retribución de los CEOs de las no familiares. Esta diferencia aumenta en el año 2011 a 101.000 \$. El análisis de las diferencias en diferencias muestra un aumento de 53.000 \$ en el volumen de retribución total a favor de las empresas familiares, al tratarse de un valor no estadísticamente significativo no podemos asociar ese incremento al efecto de la crisis financiera.

Los resultados obtenidos parecen indicar que las empresas familiares pagan mayores niveles de retribución total al CEO que las no familiares. Por tanto, este resultado es contrario a nuestra Hipótesis 1a, sin embargo, las diferencias no son estadísticamente significativas.

Nuestros resultados son contrarios a los obtenidos en otros trabajos como Elston y Goldberg (2003) para CEOs alemanes, que demuestra que las empresas familiares pagan una remuneración inferior a las no familiares; o las conclusiones del estudio de Croci, *et al.* (2012), sobre una muestra de empresas cotizadas europeas, que obtienen resultados en esa misma línea.

Tabla 15. Diferencia de diferencias de mediana entre empresas familiares y no familiares para el periodo 2006-2011. Variables de retribución del CEO.

La tabla presenta el análisis de diferencias en diferencias de medianas para un panel de datos de empresas australianas en el periodo 2006-2011. En el panel A se presentan las diferencias entre empresas familiares y no familiares. En el panel B las diferencias en los componentes fijos y variables de retribución, calculados como un porcentaje sobre la retribución total. El panel C muestra las diferencias entre empresas con CEO familiar y no familiar. BASE LINE se refiere al año base del periodo, 2006.// FOLLOW UP hace referencia al año 2011.// CONTROL recoge información para las empresas no familiares en los paneles A y B, y CEO no familiar en el panel C.// TREATED hace referencia a los datos de empresas familiares en los paneles A y B, y CEO familiar en el panel C.// DIFF se calcula como la diferencia entre los valores para la empresa familiar y no familiar para cada momento de tiempo.// DIFF-IN-DIFF indica el efecto de la crisis económico financiera como la diferencia de diferencias entre el momento *follow up* y *base line*.// RET. TOTAL se calcula como el total de la retribución del CEO, incluyendo todos los componentes de la misma.// RET. C/P se refiere a la retribución pagada en un periodo inferior al año; se calcula como la suma de los componentes Salario Base y Bonus a corto plazo.// SALARIO BASE es el componente de retribución sin influencia de rendimientos.// BONUS C/P es la retribución por incentivos en efectivo y para un periodo inferior al año.// OPCIONES/EQUITY se refiere a la retribución del CEO con incentivos a través de opciones y acciones.// RET. L/P se refiere a la retribución pagada en un periodo superior al año.// RET. FIJA es la parte de retribución que no se determina en función del rendimiento. Datos monetarios en \$AUS.

Panel A. Diferencias en Diferencias de Medianas entre empresas familiares y no familiares.

	BASE LINE			FOLLOW UP			DIFF-IN-DIFF (2006-2011)
	CONTROL	TREATED	DIFF	CONTROL	TREATED	DIFF	
RET. TOTAL	400.000	450.000	48.000	650.000	750.000	100.000	53.000
RET. c/p	346.000	400.000	54.000	520.000	660.000	140.000***	83.000
Salario Base	270.000	310.000	37.000	410.000	500.000	86.000**	49.000
Bonus a corto plazo	0	0	0	26.000	0	-26.000***	-26.000***
RET. l/p	9.091	0	-9.091	49.000	33.000	-15.000	-6.300
Opciones/Equity	5.628	0	-5.628	33.000	3.077	-30.000***	-25.000**

Panel B. Diferencias en Diferencias de Medianas en los componentes de la retribución fija y variable entre empresas familiares y empresas no familiares (% sobre retribución total).

	BASE LINE			FOLLOW UP			DIFF-IN-DIFF (2006-2011)
	CONTROL	TREATED	DIF	CONTROL	TREATED	DIFF	
Salario base	0.658	0.606	-0.052	0.632	0.668	0.036	0.088
Bonus a corto plazo	0	0	0	0,037	0,006	-0,03***	-0,03***
Opciones/Equity	0,036	0	-0,036***	0,073	0,006	-0,067***	-0,031**

Panel C. Diferencias en Diferencias de Medianas entre empresas familiares con CEO familiar y empresas familiares con CEO no familiar.

	BASE LINE			FOLLOW UP			DIFF-IN-DIFF (2006-2011)
	CONTROL	TREATED	DIFF	CONTROL	TREATED	DIFF	
RET. TOTAL	590.000	320.000	-270.000***	900.000	610.000	-290.000***	-15.000
RET. c/p	470.000	300.000	-170.000*	810.000	610.000	-200.000**	-29.000
Salario Base	360.000	220.000	-140.000**	580.000	440.000	-140.000**	278
Bonus a corto plazo	36.000	0	-36.000***	97.000	0	-97.000***	-61.000***
RET. l/p	8.607	0	-8.607***	130.000	0	-130.000***	-120.000***
Opciones/Equity	8.300	0	-8.300*	84.000	0	-84.000***	-76.000***

Nivel significativo: ***p<0.01; **p<0.05; *p<0.1.

Los datos del panel A y B se obtienen sobre 854 observaciones para las que disponemos de datos de retribución del CEO. El número de observaciones para el panel C son 251, referentes a empresas familiares para las que disponemos de datos sobre retribución del CEO.

(i) Retribución del CEO a corto/largo plazo

La comparación de los valores medianos para los componentes de la retribución del CEO, nos permite observar diferencias significativas en la retribución a corto plazo entre empresas familiares y no familiares.

En el año 2006 las empresas familiares pagaban una retribución al CEO, a corto plazo, 54.000 \$ por encima de las no familiares, no siendo este valor estadísticamente significativo. Sin embargo, en 2011 esta diferencia a favor de las empresas familiares aumentó a 140.000 \$, resultando estadísticamente significativa. El análisis de diferencias en diferencias indica un incremento relativo de 83.000 \$ a favor de las empresas familiares; aunque no se puede asumir que esta diferencia sea consecuencia de la crisis financiera puesto que este valor no es estadísticamente significativo. De acuerdo a estos resultados, podríamos suponer que las empresas familiares pagan más retribución a los CEOs a corto plazo que las no familiares.

Si observamos los resultados para los dos principales bloques retributivos que forman la retribución del CEO a corto: salario base y bonus, se encuentran diferencias significativas entre ambos tipos de empresas.

Las empresas familiares muestran, para el año 2006, un valor mediano del salario base 37.000 \$ por encima de las empresas no familiares, no siendo un valor estadísticamente significativo. Para el año 2011 esta diferencia aumenta hasta los 86.000 \$, resultando la diferencia estadísticamente significativa. Las diferencias en diferencias indican un aumento relativo de 49.000 \$ a favor de las empresas familiares que no podemos relacionar con la recesión económica para el periodo ya que no se trata de un valor estadísticamente significativo.

En cuanto a la retribución con bonus, en el año 2006 las empresas presentan un valor mediano del bonus igual a 0, es decir, la empresa mediana no ha pagado incentivos a corto plazo en forma de bonus ese año. En el año 2011, las empresas no familiares presentan un valor del bonus 26.000 \$ superior a las empresas familiares (que continúan presentando un valor mediano nulo del bonus); esta diferencia es significativa. El análisis de diferencias en diferencias indica que el periodo de crisis económica ha supuesto un aumento relativo en el bonus pagado al CEO en empresas no familiares respecto de las familiares.

La variable retribución a largo plazo para el año 2006 presenta un valor mediano 9.091 \$ superior en las empresas no familiares respecto a las familiares, que presentan un valor mediano nulo en los incentivos a largo plazo. Esta diferencia aumenta a 15.000 \$ en el año 2011. El análisis de diferencias en diferencias muestra un aumento relativo de 6.300 \$ en el valor de la retribución a largo plazo pagada al CEO en las empresas no familiares en comparación con las familiares, sin embargo, las diferencias para esta variable no son estadísticamente significativas.

Si nos centramos en el bloque de retribución a largo plazo basado en opciones, en el año 2006 las empresas familiares presentan un valor mediano nulo para los incentivos al CEO con opciones y existe una diferencia de 5.628 \$ a favor de las no familiares, pero no se trata de un valor estadísticamente significativo. Esta diferencia aumenta a 30.000 \$ en el año 2011, resultando ser un valor estadísticamente significativo. El análisis de las diferencias en diferencias indica un incremento relativo de 25.000 \$ en la retribución mediante opciones a favor de las empresas no familiares respecto a las familiares, por tanto, el efecto de la crisis financiera ha supuesto un distanciamiento en los niveles de retribución al CEO a través de opciones.

En resumen, a partir de los resultados obtenidos para el año 2011, se observa que las empresas familiares muestran una mayor predisposición a retribuir al CEO utilizando mecanismos a corto plazo, fundamentalmente salario base. Los incentivos a largo plazo, pese a haber aumentado su valor en el periodo 2006-2011 en las empresas familiares, presentan diferencias a favor de las no familiares. Por tanto, nuestros resultados siguen la línea de las conclusiones alcanzadas por Block (2008) que encuentra que los CEOs de empresas familiares reciben mayor retribución a corto plazo, en forma de salario base.

(ii) Retribución fija/variable del CEO.

A partir de los resultados expuestos anteriormente, también podemos dar respuesta a nuestra hipótesis acerca de la retribución fija y variable del CEO en empresas familiares y no familiares. Entendemos como retribución fija, el salario base, mientras que la retribución variable serían aquellos incentivos en función del rendimiento: bonus y opciones/acciones. Las diferencias porcentuales para estas variables se recogen en el panel B de la tabla 15.

En el caso del bonus a corto plazo, la empresa familiar no parece utilizar este mecanismo para incentivar el comportamiento del CEO, en oposición a las no familiares que sí pagan mediante bonus y, como ya hemos expuesto, existen diferencias significativas. Además, esa diferencia ha aumentado significativamente en el periodo de tiempo analizado como efecto de la crisis financiera. Junto al bonus a corto plazo, los incentivos a través de opciones y acciones es el otro mecanismo habitual de retribución variable empleado por las empresas. En el panel B se observa que en el año 2006 las empresas no familiares pagan un 3.6% más que las familiares a través de opciones, siendo esta diferencia estadísticamente significativa. En el año 2011, la diferencia se incrementa hasta el 6.7%, resultando ese valor estadísticamente significativo. El análisis de diferencias en diferencias indica, tanto en el caso del bonus como para las opciones, que la situación de recesión económica ha causado un creciente uso de componentes variables en la retribución de los CEOs de empresas no familiares frente a los CEOs de empresas familiares, lo que supone un distanciamiento en la estructura de la retribución del CEO entre los dos grupos de empresas.

Anteriormente hemos analizado las diferencias existentes en la retribución fija del CEO, a través del salario base, y encontramos diferencias significativas a favor de las empresas familiares frente a las no familiares. Por el contrario, para la retribución variable las empresas familiares muestran niveles inferiores a las no familiares. Nuestros resultados se muestran en la línea de Palmberg (2012) que indica que los CEOs de empresas familiares cobran una menor proporción de retribución variable respecto a los CEOs de empresas no familiares.

Por tanto, de acuerdo a los resultados comentados en (i) y (ii), podemos concluir que en 2011 observamos que las empresas familiares ofrecen una mayor retribución al CEO con elementos fijos a corto plazo y que el efecto diferencial de la crisis financiera ha aumentado el gap en la utilización de componentes variables (a corto plazo o a largo plazo) a favor de las no empresas familiares.

(iii) Retribución del CEO basada en opciones/acciones.

Según los resultados expuestos en los apartados (i) y (ii), encontramos evidencias significativas de que las empresas familiares pagan al CEO una retribución menor en opciones sobre acciones que las no familiares.

Este resultado coincide con los resultados previos obtenidos por otros autores como Elston y Goldberg (2003), Gómez-Mejía *et al.* (2003); Palmberg (2012); Croci *et al.* (2012) que señalan que las empresas familiares ofrecen a los CEOs una retribución basada en opciones menor que las empresas no familiares.

Además, se observa que el efecto de la crisis económico financiera supone, para las empresas australianas en general, el aumento en la utilización de opciones y acciones como incentivos de la retribución al CEO, este incremento es significativamente mayor a favor de las empresas no familiares.

(iv) Retribución del CEO familiar/no familiar.

El panel C de la tabla 15 presenta los resultados referentes a las diferencias de medianas en la retribución del CEO para el grupo de empresas familiares, diferenciando la información en dos subgrupos atendiendo a la naturaleza del CEO. De esa forma, la variable '*control*' describe a las empresas familiares cuya gestión está en manos de un miembro de la familia (CEO familiar), mientras la variable '*treated*' se refiere a las empresas familiares con CEO no familiar.

El número de empresas analizadas en este caso se limita a las 180 empresas definidas como familiares que se corresponderían con 360 observaciones para los años 2006 y 2011. No obstante, la existencia de lagunas en la información recogida sobre la retribución de los CEOs, reduce la muestra definitiva a 251 observaciones.

Los resultados obtenidos muestran que en el año 2006 las empresas con CEO familiar presentan un valor mediano de retribución total 270.000 \$ inferior al de las empresas con CEO no familiar, resultando este valor estadísticamente significativo. Esta diferencia a favor de las empresas con CEO no familiar se incrementa en 2011 hasta 290.000 \$, siendo también estadísticamente significativa. El análisis de las diferencias en diferencias indica un incremento relativo de 20.000 \$ en el volumen de retribución total pagada a los CEOs no familiares en comparación con los familiares, no podemos asociar esta diferencia a la crisis financiera dado que no se trata de un valor estadísticamente significativo. En resumen, el CEO familiar tiene una retribución total menor que el CEO no familiar, tanto en 2006 como en 2011.

Los CEOs de empresas familiares, que no pertenecen al grupo familiar, reciben un valor mediano, en términos de retribución a corto plazo, 170.000 \$ superior al de los CEOs familiares, siendo este valor estadísticamente significativo. Esta diferencia a favor del CEO no familiar aumenta en el año 2011 hasta 200.000 \$, siendo estadísticamente significativa. El análisis de diferencias en diferencias muestra un incremento en la retribución a corto plazo del CEO no familiar sobre el familiar; aunque no podemos asociar este valor al efecto de la crisis económico y financiera al no tratarse de una diferencia estadísticamente significativa.

Existen diferencias significativas entre la retribución de empresas con CEO familiar y empresas con CEO no familiar o externo en los componentes de la retribución total. Para empresas con CEO familiar observamos en 2006 un valor mediano en la retribución del CEO a corto plazo 170.000 \$ inferior que para las empresas con CEO no familiar. En 2011 esa diferencia se incrementa hasta los 200.000 \$.

La retribución del CEO a corto plazo la definimos como el total de retribución en forma de salario base y bonus. En el caso del salario base o retribución en efectivo, en 2006 las empresas con CEO familiar presentan un valor mediano 140.000 \$ inferior al de las empresas con CEO no familiar. Esta diferencia a favor de las empresas con CEO no familiar parece mantenerse en 2011. Si observamos los resultados para el bonus a corto plazo, en 2006 las empresas con CEO familiar presentan un valor mediano del bonus 36000 \$ inferior al de las empresas con CEO no familiar, diferencia que se incrementa en 2011 hasta 97000 \$; además, el análisis de las diferencias en diferencias indica que la crisis financiera ha supuesto un incremento relativo de 61000\$ en el volumen de bonus pagado a los CEOs no familiares en comparación con sus homólogos familiares. En resumen, las empresas con CEO no familiar pagan mayores niveles de retribución al CEO a corto plazo que las empresas con CEO familiar; tanto en salario base como en incentivos (bonus) y esta diferencia se ha incrementado como consecuencia de la crisis en caso de la retribución con bonus.

Si analizamos los resultados obtenidos para la retribución del CEO a largo plazo, observamos que existen diferencias significativas entre las empresas familiares con CEO familiar y no familiar. Así, para el año 2006, las empresas con CEO familiar muestran un valor mediano 8.607 \$ inferior al de las empresas con CEO no familiar; esta diferencia aumenta en 2011 hasta 130.000. El análisis de las diferencias en

diferencias indica un incremento relativo de 120.000 \$ en el volumen de retribución a largo plazo pagada a los CEOs no familiares en comparación con los familiares, como consecuencia del efecto de la crisis financiera.

Las opciones sobre acciones son el incentivo de retribución a largo plazo más habitual entre las empresas. En nuestros resultados, las empresas con CEO familiar pagan un valor mediano en opciones 8.300 \$ inferior al de las empresas con CEO no familiar, resultando este valor estadísticamente significativo. Esta diferencia a favor de las empresas con CEO no familiar se incrementa en 2011 hasta 97000 \$, siendo también estadísticamente significativa. El análisis de las diferencias en diferencias indica que la crisis financiera ha supuesto un incremento relativo de 61000\$ en el volumen del pago con opciones a los CEOs no familiares en comparación con los familiares. Resumiendo, las empresas con CEO no familiar pagan mayores niveles de retribución con opciones a sus CEOs tanto en 2006 como en 2011 y esta diferencia se ha incrementado por el efecto de la crisis económica.

Las diferencias halladas en los distintos componentes de retribución del CEO familiar frente al no familiar son estadísticamente significativas y acordes a nuestra hipótesis 1b.

En síntesis, los resultados parecen indicar que las empresas familiares pagan mayores niveles de retribución al CEO cuando este no es un miembro de la familia, Estos resultados se muestran en la misma línea que otras investigaciones (Gómez-Mejía *et al.*, 2003; Combs *et al.*, 2010; Croci *et al.*, 2012) que han encontrado que la retribución del CEO en empresas familiares con CEO familiar es menor que para CEOs no familiares. Además, observamos que el efecto de la crisis financiera ha supuesto un incremento considerable en las diferencias entre CEOs no familiares y familiares cuando se trata de retribución por incentivos, tanto a corto como a largo plazo.

CONCLUSIONES

Este trabajo de investigación pretende contribuir al área de investigación de la empresa familiar y de su gobierno corporativo, comparando la cuantía y la estructura de los esquemas retributivos de los CEOs de empresas familiares y no familiares. Igualmente, se analiza para el grupo de empresas familiares las posibles diferencias retributivas entre CEOs pertenecientes a la familia propietaria y CEOs externos.

Para ello, se analiza el efecto de la propiedad familiar sobre la política de retribución del CEO en las empresas australianas cotizadas durante el periodo 2006-2011. Asimismo, también nos planteamos determinar si la crisis financiera del año 2008 ha tenido algún efecto sobre la retribución de los CEOs de las empresas familiares y no familiares y de qué tipo. Para el estudio se han planteado una serie de hipótesis basándonos en la composición de la retribución del CEO y en la naturaleza de las empresas y del propio CEO (familiar o no familiar).

Los principales resultados obtenidos no muestran diferencias significativas en la retribución total del CEO entre las empresas familiares y no familiares. Sin embargo, en el año 2011, sí se observan diferencias en los distintos componentes salariales. Esto nos hace pensar que las empresas familiares y no familiares siguen políticas diferentes a la hora de diseñar el sistema retributivo de sus CEOs.

Las empresas familiares muestran una mayor propensión a la retribución a corto plazo de carácter fijo frente a las empresas no familiares; por el contrario, no parecen utilizar la retribución del CEO a través de incentivos (retribución variable). Las empresas no familiares, en cambio, presentan una mayor utilización de componentes variables de retribución (tanto a corto como a largo plazo) en comparación con la empresa familiar; además, el efecto diferencial de la crisis ha supuesto un alejamiento relativo en los niveles de retribución variable entre ambos grupos de empresas.

Una posible razón, de acuerdo a la mayor parte de investigaciones realizadas, se centra en la teoría de la agencia. La estructura de propiedad dispersa, habitual en las empresas no familiares y los consiguientes problemas de agencia, supone la búsqueda de mecanismos para alinear los intereses entre el CEO y los accionistas; la retribución basada en el rendimiento parece un mecanismo adecuado en este caso. La aversión al riesgo característica de las empresas familiares, nos hace suponer que prefieren

conservar y preservar la propiedad en poder de la familia (Gómez Mejía *et al.*, 2007), por lo que evitarían la retribución basada en el rendimiento, que supone la exposición al riesgo en la toma de decisiones del CEO.

La naturaleza familiar del CEO también parece indicar diferencias significativas en las políticas de retribución de la empresa familiar australiana. Encontramos que, tanto en 2006 como en 2011, los CEOs familiares perciben una retribución total menor que los CEOs externos (no familiares). El CEO familiar recibe la mayor parte de remuneración en forma de efectivo a corto plazo; resultado que se muestra de acuerdo con otros estudios como McConaughy (2000) o Gómez-Mejía *et al.* (2003); mientras que, cuando se trata de CEOs no familiares, las empresas familiares utilizan también mecanismos de retribución variable (tanto a corto como a largo plazo). Además, se observa que los niveles de retribución mediante bonus y opciones han aumentado cuando se trata de CEOs no familiares y, como consecuencia de la crisis financiera, se han distanciado considerablemente durante el periodo 2006-2011 en comparación al CEO familiar.

Un razonamiento aceptado por otras investigaciones parece ser el componente afectivo entre el CEO familiar y la empresa. Trabajos como Gómez Mejía *et al.* (2003) y Combs *et al.* (2010) han encontrado explicación a la menor retribución del CEO familiar en el marco de la teoría socioemocional, centrándose en factores como la seguridad en el puesto de trabajo para el CEO familiar, beneficios emocionales por pertenecer al grupo familiar, etc... En esta línea, si tenemos en cuenta que los CEOs familiares se preocupan por la continuidad temporal de la empresa y tienen un fuerte compromiso de inversión en la misma, podemos suponer la existencia de comportamientos altruistas que alineen los intereses de todos los participantes en el proceso de creación de valor (Dyer, 2003). Por tanto, de acuerdo a este razonamiento, los CEOs familiares estarían dispuestos a tomar decisiones de acuerdo a los intereses de la organización, sin ser necesaria una política de retribución basada en incentivos como mecanismo de motivación.

De acuerdo a los resultados obtenidos tanto las características de la empresa como las del CEO, familiar o no familiar, tienen influencia sobre la política de retribución del CEO en empresas australianas. Además, los resultados obtenidos indican que la crisis financiera ocurrida durante nuestro periodo de análisis, parece suponer un

condicionante en la política retributiva del CEO, especialmente en sus componentes variables.

En síntesis, el objetivo que debería guiar las decisiones de las empresas, familiares y no familiares, en materia retributiva del CEO es la revisión y mejora continuada del funcionamiento y eficacia de los sistemas retributivos y, para ello, se deberían elaborar sistemas retributivos que: (1) permitan atraer y retener a los mejores CEOs en función de su talento y dedicación individual y (2) vinculen, en mayor medida, la retribución total a la marcha de la organización, evitando la adopción de decisiones orientadas al corto plazo que puedan disminuir el valor futuro –económico y social- de la empresa.

Futuras investigaciones en este campo nos ayudaran a entender en mayor medida la interrelación entre la retribución del CEO y el performance. Igualmente, se plantea la necesidad de seguir trabajando en estudios, tanto cuantitativos como cualitativos, que indaguen en aquellos factores que pueden influir en el esquema retributivo del CEO de las empresas de carácter familiar, considerando la heterogeneidad existente dentro esta categoría de empresas.

BIBLIOGRAFÍA

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS:

ADI, I. (2014): “Leaders for the Long term”, *Harvard Business Review: “The Best Performing CEOs in the World”*, Nov. 2014, 48-56.

AGRAWAL, A., CHADHA, S. (2005): “Corporate Governance and Accounting Scandal”, *Journal of Law and Economics*, nº 48(2), pp. 371-406.

AGUILAR PASTOR, E.M. (2000): “El diseño de la retribución de los directivos y su efecto sobre los resultados empresariales”, *Economía industrial*, nº 333, pp. 130-148.

AMRAN, N.A., AHMAD, A.C. (2009): “Family business, board dynamics and firm value: Evidence from Malaysia”, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, vol. 7, pp. 53-74.

ANDERSON, R., DURU, A., REEB, D., (2009): “Founds, heirs and corporate opacity”, *Journal of Financial Economics*, vol. 92, pp. 205–222.

ANDERSON, R.C., REEB, D.V. (2003b): “Founding-Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500”, *The Journal of Finance*, vol. 58, nº 3, pp. 1301-1328.

ARONOFF, C.E., WARD, J.L. (1992): “Family Meetings: How to Build a Stronger Family and a Stronger Buisness”.

AROSA, B., ITURRALDE, T., MASEDA, A. (2010): “Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms”. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), pp. 236–245.

ASTRACHAN J. H., KLEIN S., SMYRNIOS K. (2002): “The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem”, *Family Business Review*, XV, pp. 45-58.

BARNES, L. B., HERSON, S. A. (1976): “Transferring Power in The Family Business”, *Harvard Business Review, Boston*, Tomo 54, nº 4, pp. 105.

BARRIOS, M. (2013): “Gobierno de la Empresa Familiar: Identificando Líneas de Investigación Futuras”, *Palermo Business Review*, nº 10, pp. 21-52.

BARTHOLOMEUSZ, S., TANEWSKI, G.A. (2006): “The Relationship between Family Firms and Corporate Governance”, *Journal of Small Business Management*, 44(2), pp. 245-267.

BASCO, R., (2010): “Tipo de orientación familiar y prácticas de dirección y gobierno. Un estudio aplicado a las empresas familiares españolas”, Universidad Complutense de Madrid, *Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa*, vol. 19, (2), pp. 129-144.

BELAUSTEGUIGOITIA RÍOS, I. (2009): “Empresas Familiares: Dinámica, Equilibrio y Consolidación”, *Mcgraw-Hill Interamericana*, 2ª Edición.

BENMELECH, E., KANDEL, E., VERONESI, P. (2010): “Stock based Compensation and CEO (Dis) Incentives”, *The Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1769 - 1820.

BENMELECH, E., KANDEL, E., VERONESI, P. (2008): “Stock based Compensation and CEO (Dis) Incentives”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 13732*.

BERRONE, P., CRUZ, C., GOMEZ-MEJIA, L.R. (2012): “Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research”, *Family Business Review*, nº 25(3), pp. 258-279.

BERTRAND, M., SCHOAR, A. (2006): “The Role of Family in Family Firms”, *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), pp. 73-96.

BLOCK, J. (2011): “How to pay nonfamily managers in large family firms: A principal-agent model”, *Family Business Review*, 24, 9-27.

BLOCK, J. H. (2008): “Are CEOs in Family Firms Paid like Bureaucrats? Evidence from Bayesian and Frequentist Analyses”, *SFB 649 Discussion Paper*, No. 2008 - 033.

BLUMENTRITT, T. (2006): “The Relationship Between Boards and Planning in Family Businesses”, *Family Business Review*, nº 19(1), pp. 65-72.

BOYD, B. K. (1994): “Board Control and CEO Compensation”, *Strategic Management Journal*, n° 15(5), pp. 335–344.

BUIGUT, K.K., SOI, N.C., KOSKEI, I.J. (2014): “Determinants of CEO Compensation Evidence from UK Public Limited Companies”. Disponible en <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/40686>

CARLOCK, R. S., WARD, J. L. (2001): “Strategic Planning for the Family Business. Parallel Planning to Unify the Family and Business”, Palgrave Macmillan, Nueva York.

CARSrud, A. L. (2006): “Are we Family and are we Treated as Family? Nonfamily Employees' Perceptions of Justice in the Family Firm”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, n° 30(6), pp. 855-860.

CARSrud, A, PEREZ, S. E., SACHS, R. (1996): “Exploring a classification scheme for closely-held businesses: getting to workable definitions of family firms”, World Conference of the Family Business Network. Edimburgo.

CASILLAS, J. C., DIAZ, C., RUS, S., VAZQUEZ, A. (2014): “La Gestión de la empresa familiar. Conceptos, casos y soluciones” Paraninfo. Madrid.

CHARKHAM, J.P. (1994): “Keeping good company: a study of corporate governance in five countries”, Clarendon Press. Oxford.

CHEN, J., HILL, P., OZKAN, N. (2014): “Financial Distress Risk, Executive Compensation and Institutional Investors”, Disponible en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2580561> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2580561>

CHIANG, H.T. (2005): “An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance”, *Journal of American Academy of Business*, n° 6(1), pp. 95-101.

CHIRICO, F., NORDQVIST, M. (2010): “Dynamic capabilities and trans-generational value creation in family firms: The role of organizational culture”, *International Small Business Journal*, 28(5), 487-504.

CHRISMAN, J. J., CHUA, J. H., LITZ, R.A. (2004): “Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence”, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, n° 28, pp. 335-355.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., LANG, L. H. P. (2000): “The separation of ownership and control y East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics*, n° 58.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J., LANG, L. (2002): “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 57(6), 2741– 2771.

COHEN, S., LUTERBACH, B. (2007): “Differences in Pay between Owner and Non-owner CEOs: Evidence from Israel”, *J. of Multi. Fin. Manag.*, n°18 (2008), pp. 4–15.

COLE, R. A., MEHRAN, H. (2008): “What can we learn from privately held firms about executive compensation?”, Ponencia presentada en el CES IFO Workshop on Executive Pay celebrado en Venecia, Italy, July 16-17, 2008. También presentada en la Conferencia Corporate Governance at Family/Unlisted Firms, Thun, Suiza.

COLEMAN, R. (2006): ”Promoting Better Governance”, *CMA Management*, n° 80 (1), pp. 44-45.

COMBS, J.G., PENNEY, C.R., CROOK, T.R., SHORT, J.C. (2010): “The Impact of Family Representation on CEO Compensation”, *Entrepreneurship: Theory & Practice*.

CONYON, M.J. (2006): “Executive Compensation and Incentives”, *Academy of Management Perspectives*, Feb., pp. 25-44.

CORNELIUS, P. (2005): “Good Corporate Practices in poor Corporate Governance Systems: Some Evidence from the Global Competitiveness Report.”, *Corporate Governance*, n° 5(3), pp. 12-23.

COTTER, J., SYLVESTER, M. (2003): “Board and Monitoring Committee Independence”, *Abacus*, n° 39(2), pp. 211-232

CROCI, E., GONENC, H., OZKAN, N. (2012): ”CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe”, *Journal of banking AND finance* , n° 36 (12), pp. 3318-3335.

CRUZ, C., LARRAZA-KINTANA, M., GARCÉS-GALDEANO, L., BERRONE, P. (2014): “Are Family Firms Really More Socially Responsible?”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38: 1295–1316.

CRUZ, C., NUÑEZ, L., (2012): “La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada”, Estudio IESE Business School y Banca March.

DANCO, L. (1983): “Inside the family business”, The Center for family business. Cleveland.

DANCO, L. (1975): “Beyond survival: a business owner’s guide for success”, The Center for family business. Cleveland.

DAVIS, J. H., SCHOORMAN, D. F., DONALDSON, L. (1997): “Toward a stewardship theory of management”, *Academy Management Review*, nº 22(1), pp. 20–47.

DAVIS, P., STERN, D. (1980): “Adaptation, survival and growth of the family business: An Integrated Systems Perspective”, *Human Relations*, vol. 34, nº 4, pp. 207-224.

DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. (2007): “Decision making in acquisitions: The effect of outside directors’ compensation on acquisition patterns”, *Journal of Management*, v. 33, n.1, p. 30-56.

DEVERS, C. E., CANNELLA, A. A., REILLY, G. P., YODER, M. E. (2007): “Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments”, *Journal of Management*, 33, pp. 1016-1072.

DONCKELS, R., FROHLICH, E. (1991): “Are family business really different? European experiences from STRATOS”, *Family Business Review*, 4(2).

DREUX, D. R. (1990): “Financing family business: Alternatives to selling out or going public”, *Family Business Review*, nº 3, pp. 225-243.

DYER, W. G., WHETTEN, D. A. (2006): “Family firms and social responsibility: Preliminary evidence from the S&P 500”, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, nº 30, pp. 785-802.

DYER, W. (2003): “Toward a Theory of Family Performance: A Typology of Family Firms Based on Agency Theory and the Resource-Based View of the Firm”, Marriot School of Management, Brigham Young University.

EDDLESTON, K.A., KELLERMANN, F. W. (2007): “Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective”, *Journal of Business Venturing*, n° 22 (4), pp. 545-565.

ELSTON, J. A.; GOLDBERG, L. G. (2003): “Executive compensation and agency costs in Germany”, *Journal of Banking & Finance*, v. 27, n. 7, p. 1391-1410.

FACCIO, M., LANG, L. H. P. (2002): “The ultimate ownership of Western European corporations”, *Journal of Financial Economics*, n° 65, pp. 365-395.

FAMA, E., JENSEN, M. (1983): “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, n° 26, pp. 301-325.

FERDMAN, R.A., (2014): “The pay gap between CEOs and workers is much worse than you realize”, *The Washington Post*. Septiembre. Disponible en: <http://www.washingtonpost.com/blogs/wonkblog/wp/2014/09/25/the-pay-gap-between-ceos-and-workers-is-much-worse-than-you-realize/>

FINKELSTEIN, S., HAMBRICK, D.C. (1996): “Strategic Leadership. Top Executives and Their Effects on Organizations”, West Publishing Company, Minnesota.

FLEMING, G., STELLIOS, G. (2002): “CEO compensation, managerial agency and boards of directors in Australia”, *Accounting Research Journal*, n° 15(2), pp. 126-145.

GALLO, M.A. (2004): “Tipología de la empresa familiar”, *Revista Empresa y Humanismo*, Vol. VII, 2/04, pp. 241-258.

GALLO, M.A. (1995): “Empresa familiar: Textos y casos”, Editorial Praxis. Barcelona.

GALVE, C., SALAS, V. (2003): “La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados”, Fundación BBVA, Bilbao.

GEORGE, N. (2003): “Audit Committees: The Solution to Quality Financial Reporting?” *The CPA Journal*, n° 73(12), pp. 6-8.

GERSICK, K. E., DAVIS, J. A., HAMPTON, M. M., LANSBERG, I. (1997): “Generation to generation: Life cycles of the family business”, *Harvard Business School Press*, Cambridge.

GLASSOP, L., HO, Y. C., WADDELL, D. (2005): “KPMG and FBA Survey of Family Business Needs”, Universidad de Deakin, Melbourne.

GLASSOP, L., HAGEL, P., WADDELL, D. (2007): “KPMG and FBA Survey of Family Business Needs”, Universidad de Deakin, Melbourne.

GLASSOP, LI (2009): “Australia's top 100 private family firms”, Universidad de Deakin. Disponible en: https://www.uvm.edu/business/documents/2009_top-100-australian-family-firms.pdf (Consultado el 9 de enero de 2015).

GOMEZ, G. (2005): “¿Son iguales todas las empresas familiares?”, Ediciones Granica S.A, Barcelona.

GOMEZ-MEJIA, L.R., HYNES, L.R., NUÑEZ-NICKEL, M., MOYANO-FUENTES, H. (2007): “Socio-emotional wealth and business risk in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oils mills”, *Administrative Science Quarterly*, 52, pp. 106–137.

GOMEZ-MEJIA, L.R., LARRAZA-KINTANA, M., MAKRI, M. (2003): “The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Public Corporations”, *Academy of Management Journal*, nº 46(2), pp. 226-237.

GOMEZ-MEJIA, L.R., NUÑEZ-NICKEL, M., GUTIERREZ, I. (2001): “The role of family ties in agency contracts”, *Academy of Management Journal*, nº 44(1), pp. 81-95.

GRANT, R.M. (2006): “Dirección Estratégica: Conceptos, Técnicas y Aplicaciones”, Madrid: Civitas, (5ª ed.).

GRAY, S.R., BENSON, P.G. (2003): “Executive Compensation in Small Business Development Centers”, *Nonprofit Management and Leadership*, vol. 13, no. 3,

HABBERSHON, T., WILLIAM, M. L. (1999): “A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms”. *Family Business Review*, vol. 12, No. 1, pp. 1-25.

HALL, B.J., MURPHY, K.J. (2003): “The trouble with stock options”, *National Bureau of Economic Research*, v. 17 n° 3, pp. 49-70.

HANDLER, W.C. (1989): “Managing the Family Firm Succession Process: The Next-Generation Family Member’s Experience”, Boston University.

JAMES, A.E., JENNINGS, J.E., BREITKREUZ, R.S. (2012): “Worlds apart? Rebrindging the distance between family science and family business research”, *Family Business Review*, n° 25, pp. 87-108.

JASKIEWICZ, P., KLEIN, S. (2007): “The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses”, *Journal of Business Research*, n° 60 (10).

JENSEN, M., MECKLING, W. (1976): “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.

JENSEN, M. C., MURPHY, K. J. (1990): “Performance pay and top management incentives”, *Journal of Political Economy*, 98(2), pp. 225–264.

JOHANNISSON, B., HUSE, M. (2000): “Recruiting outside board members in the small family business: an ideological challenge”, *Entrepreneurship and Regional Development*, n° 12 (4), pp. 353-378.

KIATPONGSAN, S., NORTON, M.I. (2014): “How Much (More) Should CEOs Make? A Universal Desire for More Equal Pay”, *Harvard Business Review*.

KO, HCA., SO, HHS. (2012): “How does Corporate Governace Affect CEO Pay in Family and Non-family Firms?”, *Global Review of Accounting and Finance*, vol. 3, pp. 18-31.

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. (1999): “Corporate Ownership around the World”, *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 471-517.

LANDSBERG, I., PERROW, E.L., ROGOLSKY, S. (1988): “Family business as an emerging field”, *Family Business Review*, n° 1(1), pp. 1-8.

LANG, M.H., LINS, K.V., MILLER, D.P. (2004): “Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?”, *Journal of Accounting Research*, n° 42(3), pp. 589-623.

LE BRETON-MILLER, I., MILLER, D. (2009): “Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, n° 33, pp. 1169-1191.

LITZ, R.A. (1995): “The Family Business: Toward Definitional Clarity”, *Family Business Review*, n° 8, pp. 71-81.

MASEKO, N. (2015): “Incentive executive compensation and stewardship in corporate governance”, *DBA Working Papers*, Febrero 2015.

MAURY, B. (2006): “Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations”, *Journal of Corporate Finance*, n° 12, pp. 321-341.

McCONAUGHY, D. (2000): “Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance”, *Family Business Review*, n° 13, pp. 121-131.

McGREGOR, J. (2013): The income gap between bosses and workers is getting even bigger”, *The Washington Post*. Marzo. Disponible en: <http://www.washingtonpost.com/blogs/on-leadership/wp/2015/03/13/the-income-gap-between-bosses-and-workers-is-getting-even-bigger-worldwide/>

MILLER, E. J., RICE, A. K. (1967): “Sistems of Organization”, Tavistock Publications, London.

MILLER, D., LE BRETON-MILLER, I. (2005): “Management insights from great and struggling family businesses. *Long Range Planning*, 38(6), pp. 517-530.

MILLER, D., LE BRETON-MILLER, I., SCHOLNICK, B. (2008): “Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses”. *Journal of Management Studies*, 45(1), pp. 51-78.

MOK, H.M.K., LAM, K., CHEUNG, I. (1992): “Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks”, *Journal of Business Finance and Accounting*, nº 19(2), pp. 277-293.

MROCKOWSKI, N.A., TANEWSKI, G.A. (2007): “Delineating publicly listed family and nonfamily controlled firms: An approach for capital market research in Australia”, *Journal of Small Business Management*, vol. 45, nº 3, pp. 330-32.

MUÑOZ, V.L. (2012): “Política de dividendos y conflicto en la empresa familiar: el protocolo”, *Revista de Empresa Familiar*, v.2 nº 1, pp. 55-63.

MURPHY K.J., (2002): “Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options”, *The University of Chicago Law Review*, 69, pp. 847-869.

MUSTAKALLIO M., AUTIO, E., ZAHRA, S. (2002): “Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making”, *Family Business Review*, nº 15 (3), pp. 205-222.

NIETO, M. J., CASASOLA, M. J., FERNANDEZ, Z., USERO, B. (2008): “Análisis de la creación de valor en las empresas familiares europeas”. Comunicación presentada en el XVIII Congreso nacional de Acede, Septiembre de 2008.

PALMBERG, J. (2012): “Family control and executive compensation”, *Ratio Working Papers* 186, The Ratio Institute.

PEREZ, M.J., BASCO, R., GARCIA-TENORIO, J., GIMENEZ, J., SANCHEZ, I. (2007): “Fundamentos en la dirección de la empresa familiar”, Madrid: Thomson.

PIEPER, T. M. (2003): “Corporate Governance in Family Firms: A Literature Review”, *Working Paper Series 2003/97*, INSEAD Initiative for Family Enterprise, Francia (IIFE).

POLITELO, L., SIMAO KAVESKI, I.D., CHIARELLO, T.C., DA SILVA, T.P. (2013): “Family ownership and stock options for directorship of Brazilian companies”, *Revista Ambiente Contábil*, vol. 6, pp. 183-201.

PRAHALAD, C. K., HAMEL, G. (1990): “The core competence of the corporation”, *Harvard Business Review*, May-June, pp. 79-91.

SABATER, R., RUIZ, J., CARRASCO, A.J. (2003): “Organizacional culture characterization in family businesses”, Third international conference iberoamerican academy of management, Sao Paulo.

SANDERS, W.G., HAMBRICK, D.C. (2007): “Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance”, *Academy of Management Journal*, 50, pp. 1055-1078.

SAPP, S.G. (2007): The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation (December 9, 2007). *European Financial Management Journal*, Forthcoming.

SETIA-ATMAJA, L., TANEWSKI, G.A., SKULLY, M. (2009): “The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, pp. 863-898.

SHARMA, P. (2004): “An Overview of Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future”, *Family Business Review*, nº 17 (1), pp. 1-37.

SHARMA, P., MANIKUTI, S. (2005): “Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture” *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 29, pp. 293-311.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. (1997): “A Surrey of corporate governance”, *Journal of finance*, nº 52, 2, pp. 737-784.

SCHULZE, W.S., LUBATKIN, M.H., DINO, R.N., BUCHHOLTZ, A.K. (2001): “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organization Science*, nº 12(2) pp. 99-116.

SHYU, J. (2011): “Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms”, *International Journal of Managerial Finance*, vol. 7, nº 4, pp. 397-411.

SIMON, A., MARQUIS, P., BIKFALVI, A., DOLORES MUÑOZ, M. (2012): “Exploring value differences across family firms: The influence of choosing and managing complexity”, *Journal of Family Business Strategy*, 3(3), 132–146.

STERN, M.H. (1986): “Inside the Family-Held Business”, New York: Harcourt Brace Jovanovich.

TAPIES, J., CEJA, L., (2011): “Los protocolos familiares en países de habla hispana: cómo son y para qué se utilizan”, Documento de investigación IESE, DI-931.

TEECE, D.J., PISANO, G., SHUEN, A. (1997): “Dynamic capabilities and strategic management”, *Strategic Management Journal*, n° 18 (7), pp. 509-533.

TSAI, W., HUNG, J., KUO, Y., KUO, L. (2006): “CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An agency theory perspective”, *Family Business Review*, n° 19(1).

TAGIURI, R., DAVIS, J. (1982): “Bivalent attributes of the family firms”, *Working paper, Harvard Business School, Cambridge, MA. Reprinted in Family Business Review*, 1996, n° 9: pp. 199-208.

TERSIGNI, A.R., LEMOINE, D.H. (2006): “The Audit Committee and Sarbanes-Oxley”, *Trustee*, n° 59(1), pp. 28-29.

UENG, C.J., WELLS, D.W., LILLY, J.D. (2000): “CEO influences and executive compensation: large firms vs. small firms”, *Managerial Finance*, n° 26 (8), pp. 3-12.

VALDA, J.C. (2010): “Importancia de las empresas familiares”. Disponible en: <https://jcvalda.wordpress.com/2010/05/27/importancia-de-las-empresas-familiares/> (Consultado el 17 de octubre de 2014).

VARGAS CAICEDO (2008): “Las pyme y las empresas de familia”, *Ceet Casa Editorial El Tiempo*.

VILLALONGA, B., AMIT, R. (2006): “How do family ownership, control, and management affect firm value?” *Journal of Financial Economics*. n° 80, pp. 385-417.

WALSH, J. P., SEWARD, J. K. (1990): “On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms”, *Academy of Management Review*, 15(3), pp. 421-458.

WARD, J. (2006): “El Exito en los Negocios de Familia”, Editorial Norma.

WARD, J. L. (1987): “Keeping the Family Business Healthy”, San Francisco: Jossey-Bass.

WADDELL, D. (2005): “Generational and Cultural Indicators of Technology and Innovation in Family Business”. Disponible en: Glassop, L.I. and Waddell, D., “Managing the Family Business”, Heidelberg Press, Melbourne.

WEISSKOPF, J-P. (2009): “Executive Compensation in Family Firms: Fat Cats or Benefactors”.

WERNERFELT, B. (1984): “A Resource-based View of the Firm”, *Strategic Management Journal*, vol. 5, pp. 171-180.

WESTHEAD, P., COWLING, M. (1998): “Family firm research: The need for a methodological rethink”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, n° 23, pp. 31–56.

ZATTONI, A., MINICHILLI, A. (2009): “The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: what is the trigger?”, *Corporate Governance: An International Review*, 17, pp. 224-237.

ZELLWEGER, T.M., KELLERMANN, F.W., CHRISMAN, J., CHUA, J. (2011): “Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control”, *Organization Science*, 1, 1-36.

PAGINAS WEB CONSULTADAS:

INSTITUTO DE LA EMPRESA FAMILIAR:

<http://www.iefamiliar.com/web/es/>

FAMILY FIRM INSTITUTE

<http://www.ffi.org/>

ASOCIACION ASTURIANA DE EMPRESA FAMILIAR (AEFAS):

<http://www.aefas.com/web/index.php>

FEDERACION ASTURIANA DE EMPRESARIOS (FADE):

<http://web.fade.es/es/portal.do?IDM=539&NM=3>

PORTAL DE EMPRESA FAMILIAR DE FUNDACIÓN NEXIA:

<http://www.laempresafamiliar.com/>

EMPRENDE PYME:

<http://www.emprendepyme.net/>

EMPRESA FAMILIAR AUSTRALIA:

<http://www.fambiz.org.au/>

PUBLICACIÓN ONLINE DE THE FAMILY FIRM INSTITUTE:

<http://ffipractitioner.org/>

AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE (ASX):

Corporate Governance Council “Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations”, Marzo 2003. Disponible en:

<http://www.shareholder.com/visitors/dynamicdoc/document.cfm?CompanyID=ASX&DocumentID=364&PIN=&Page=2&keyword=Type%20keyword%20here>

(Consultado el 17 de mayo de 2015)

Otras páginas web:

<http://www.ieseinsight.com/home>