

Dirección Empresarial desde la Innovación y la Internacionalización

Curso 2018/2019

IMPORTANCIA DE LA PROPIEDAD FAMILIAR EN LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DESDE LA TEORÍA DE LA SELECCIÓN JERÁRQUICA

Autor: Gaizka Causo Miguel

Director/a: Txomin Iturralde Jainaga

Bilbao, a 13 de septiembre de 2019



ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	4
Resumen.....	4
Objetivos	4
Motivación	5
Estructura y metodología	5
MARCO TEÓRICO	7
La empresa familiar	7
Primeros pasos	7
Concepto de empresa familiar.....	8
Presencia de la empresa familiar en el estado español	10
Características de la empresa familiar, ¿ventaja competitiva?	11
Desventajas de la empresa familiar.....	16
Conclusiones.....	19
Teorías financieras.....	20
Introducción.....	20
Teorías complementarias	21
Teoría de la selección jerárquica.....	24
Introducción	24

Desarrollo teórico.....	25
Conclusiones	27
PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS	28
Hipótesis.....	38
Definición de las variables y del modelo	41
Muestra	44
Obtención de la muestra	44
Descriptivos principales de la muestra.....	45
RESULTADOS	49
Modelos univariantes.....	49
Modelo multivariante.....	54
Interpretación.....	56
CONCLUSIONES	58
LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN	60
BIBLIOGRAFÍA.....	61

INTRODUCCIÓN

RESUMEN

El presente trabajo de fin de máster se centra en analizar la importancia de la propiedad familiar a la hora de determinar la estructura financiera de la empresa. Las peculiaridades de la empresa familiar tienen efecto sobre los diferentes ámbitos de la organización, y en especial, en las decisiones financieras. Mediante nuestro análisis ponemos de manifiesto cuales son las principales características diferenciadoras de las organizaciones familiares, y como estas características hacen que sus decisiones financieras sean explicadas por la teoría de la selección jerárquica.

Palabras clave: Family firms, familiness, agency costs, finance, capital structure, pecking order.

OBJETIVOS

De las muchas particularidades de la empresa familiar respecto de la que no lo es, vamos a centrarnos en una de las más relevante que tiene que ver con su estructura financiera y con el cómo este tipo de empresas toman sus decisiones a la hora de buscar recursos. El principal objetivo del estudio es demostrar que la empresa familiar tiene un comportamiento diferenciado en términos de estructura financiera respecto del resto de organizaciones. El otro de los objetivos principales es determinar si la teoría de la selección jerárquica propuesta entre otros por Myers (1984) y Donalson (1961) es adecuada para explicar las decisiones financieras de las empresas de propiedad familiar. Para ello emplearemos un modelo construido a partir de dicha teoría.

Los objetivos secundarios necesarios para dar respuesta al objetivo principal pasan por: hacer un buen análisis de la literatura tanto en los que respecta a teorías financieras como en los que respecta a la empresa familiar, determinar las características diferenciadoras de este tipo de empresas y analizar en qué sentido esas características diferenciadoras influyen en la manera de financiarse.

MOTIVACIÓN

La Comunidad Autónoma del País Vasco compuesta en más del 86% de empresas familiares y el estado español con cifras cercanas al 90% (Instituto de Empresa Familiar, 2015) son prueba fehaciente de la importancia de la empresa familiar para nuestro sistema económico actual. Tanto el PIB de España y cómo de Europa están generados en más de un 60% por este tipo de empresas, por tanto, resulta interesante analizar las peculiaridades de las mismas respecto al ya estudiado modelo dominante de gran corporación.

Vemos que el tema resulta muy relevante en cuanto a las cifras, pero también en el apartado personal. El haber disfrutado cursado la especialidad de dirección financiera durante la carrera y la asignatura de empresa familiar en el máster me ha motivado a seguir investigando sobre ello. Por tanto, el porqué de este trabajo radica no solo en el peso que tiene la empresa familiar en nuestro sistema económico actual sino también en un interés personal hacia la materia.

ESTRUCTURA Y METODOLOGÍA

El trabajo se compone de cuatro partes diferenciadas: el marco conceptual, el planteamiento de las hipótesis en base a los aspectos analizados en la revisión de la literatura, la parte del análisis empírico contrastando dichas hipótesis y la interpretación de los resultados.

En una primera fase vamos a ordenar y estructurar los conocimientos mediante la construcción de un marco teórico que nos va a permitir ubicar la investigación sobre la que se va a asentar los planteamientos que hagamos más adelante. Este marco conceptual se puede dividir en dos apartados, el marco conceptual sobre las teorías de financiación y el marco conceptual sobre la empresa familiar.

En la segunda fase nos centraremos en observar que factores o características diferenciadoras de la empresa familiar tienen influencia directa o indirecta sobre las decisiones financieras para poder formular nuestras explicaciones sobre como las organizaciones familiares determinan su estructura de capital. Para ello, analizaremos las diferencias principales entre las empresas familiares y el resto, y como se adecúan

las teorías financieras a la hora de explicar la estructura de capital de estas compañías. Este análisis se acaba plasmando en el planteamiento de las hipótesis y en la medición de las variables empleadas.

La tercera fase se dedicara al contraste. Empezaremos este último bloque describiendo la muestra empleada, la cual se conformara con datos del periodo 2013-2017 geográficamente acotados al estado español. La elección de esté área se debe a que, como ya hemos comentado previamente, se trata de un territorio muy interesante dada la elevadísima presencia de la empresa familiar. Una vez tengamos la muestra, aplicando métodos econométricos (regresiones lineales múltiples estimando los coeficientes por mínimos cuadrados ordinarios) obtendremos los resultados del contraste de nuestro modelo. Mediante esta metodología esperamos obtener resultados en dos aspectos. Por un lado, atenderemos a la significatividad de las variables, es decir, si los regresores de nuestro modelo son relevantes a la hora de explicar la variable dependiente (el nivel de deuda). El otro aspecto al que debemos atender es el signo de la variable, el cual compararemos con el signo que esperábamos obtener según nuestro modelo basado en la teoría de la selección jerárquica para las empresas de propiedad familiar.

En la cuarta y última fase, interpretaremos los resultados obtenidos con la finalidad de determinar si nuestros planteamientos son confirmados o no. A partir de ahí se argumenta el porqué de los resultados en referencia a la revisión de la bibliografía.

MARCO TEÓRICO

Como se acabamos de mencionar en la introducción, empezaremos este trabajo analizando el marco teórico tanto de la vertiente financiera como la parte correspondiente a la empresa familiar.

LA EMPRESA FAMILIAR

Primeros pasos

No es hasta finales de los años ochenta y principios de los noventa cuando el concepto de empresa familiar cobra trascendencia en la esfera de la investigación y de la enseñanza (Basco, 2006). Hasta ese momento, el hecho de que una empresa cumpliera los requisitos para ser catalogada como empresa familiar no le brindaba un tratamiento especializado y se limitaba a ser vista como una extensión o rama más del árbol que constituye el ámbito de las ciencias empresariales. No obstante, a partir principalmente de los años noventa la tendencia cambió, y las publicaciones científicas sobre este tipo de empresas se multiplicaron.

El estudio de la empresa familiar como una unidad independiente y con un tratamiento especializado se justifica por la mejora en términos explicativos que implica el diferenciar y analizar por separado a este tipo de empresas del resto. Los diferentes problemas y desafíos que afronta la empresa familiar requieren de una base teórica propia para ser estudiados con precisión.

O' Hará (2004) coloca en el siglo VI los primeros documentos que evidencian la existencia de la empresa familiar "Kongo Gumi" dedicada a la construcción en Japón. En cambio, Valdalizo y López García (2000) sitúan entre los años 1500-1700 las primeras conexiones entre familia y empresa. Sin sistemas legales desarrollados, como son los contratos en la actualidad, que vinculasen a las partes a cumplir lo acordado, las conexiones familiares ejercieron de mecanismo para entablar confianza y disminuir la incertidumbre permitiendo así que el comercio se incrementase. Colli (2003) corrobora el papel de mezclar la familia y la empresa como sistema de mitigación de la incertidumbre hasta bien entrada la primera revolución industrial.

Pese a que la revolución industrial, entre otros muchos cambios, modifica el paradigma creando figuras jurídicas nuevas, la existencia de empresas familiares no desaparece. Prueba de ello son las cifras de (Family Firm Institute, 2015) que sitúan entre el 80-90% el número de este tipo de empresas a nivel mundial. No obstante, el reparto de esos porcentajes es desigual no solo en función del ámbito geográfico si no también en función de la época y del ciclo económico. En el mundo tan competitivo que trae consigo la revolución industrial, la empresa familia encaja a la perfección. En palabras de Ginebra (1997), la empresa familiar ha contribuido a la eficiencia y a interpenetración y ascenso social. Neubauer y Lank (1999) hacen también hincapié en la aportación de las empresas familiares al desarrollo económico y generación de empleo.

Pese a la extraordinaria importancia de esta particular tipología de empresa, no es hasta casi los años noventa cuando se empiezan a publicar artículos, a estudiarse en las facultades y a ser objeto del ámbito de la consultoría. La primera revista especializada, Family Business Review, se crea en 1988 y en el estado español, en 1992 se funda el instituto de empresa Familiar. Las publicaciones de estos primeros años no tienen mucha profundidad y se centran en describir las características. Sin embargo, a partir de la entrada en el siglo XXI, este tema alcanza cuotas de mayor relevancia y se incrementan las publicaciones tanto en revistas especializadas como en las no especializadas. Prueba de ellos son artículos como Schulze et al. (2003) o Gómez Mejía et al. (2001) conteniendo como temática principal la empresa familiar.

Tras remontarnos hasta el surgimiento y desarrollo de la empresa familiar y de su estudio e investigación a lo largo de los años, vamos ahora a analizar que dice la literatura existente en torno a su definición y sus características principales.

Concepto de empresa familiar

Dentro del marco teórico referente al concepto de empresa familiar existen diversas aproximaciones que nos dan una definición y acotan lo que es empresa familiar respecto de lo que no. Debido a la heterogeneidad de las organizaciones, países, culturas... no existe una definición totalmente consensuada en el mundo de la empresa familiar. No obstante, muchos investigadores han aportado su visión y sus propias definiciones.

Para Davis (1983) la empresa familiar es la unión entre dos organizaciones, empresa y familia. Dyer (1986) pone el énfasis en que las decisiones sobre la propiedad y sobre la gestión en una empresa de este tipo están condicionadas por las relaciones familiares. Astrachan y Shanker (2003) coinciden en poner el foco para determinar si es familiar o no en si es la familia la que fija la visión, los mecanismos de control y genera recursos y capacidades. Handler (1989) enfatiza en la idea de que las decisiones y planes de sucesión de la empresa tienen que estar influenciados por la familia, ya sea en la administración o en el consejo. Ward (1987) hace hincapié en la sucesión y en que la compañía vaya a seguir en manos de la familia en la siguiente generación.

Tagiuri y Davis (1982) por su parte, plantean el modelo de los tres círculos. Estos autores fundamentan la explicación en base a la ilustración de tres sistemas (empresa, familia y propiedad) que se solapan formando la empresa familiar. Esta interpretación es muy usada a la hora de aproximarse al estudio del concepto de empresa familiar debido a su facilidad de comprensión.

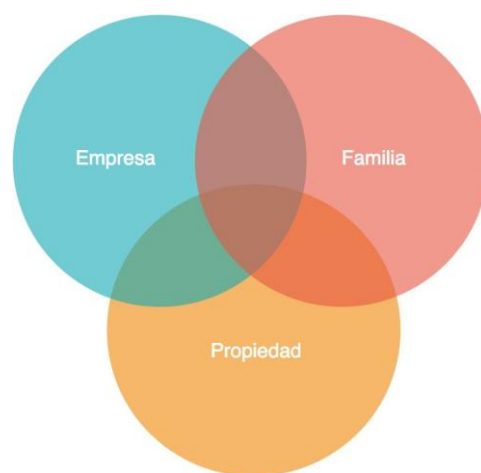


Figura nº1: Modelo de tres círculos. Elaboración propia.

Tras ver varias de las diferentes aproximaciones del concepto que se han dado por parte de los investigadores, y con el propósito de aportar una definición aceptada e unificar criterios, vamos a basarnos en la vigente en el Instituto de Empresa Familiar, catalogando de empresa familiar a aquellas que cumplen los siguientes requisitos:

1. El primer requisito tiene que ver con la propiedad. Tenemos que fijarnos en qué nivel la familia controla la organización y eso se materializa en el porcentaje de capital y por consiguiente, de cuantos votos dispone. No es necesario que se cuente con más del 50% de los votos siempre y cuando la empresa sea capaz de imponer su criterio en la gestión de la misma. Esto se aprecia claramente en las grandes empresas, y es que, con porcentajes incluso menores del 10% y una gran dispersión en el accionariado, se puede ejercer el control de las decisiones.

2. La capacidad mayoritaria de voto se puede lograr de manera directa o indirecta.
3. El tercer requisito se centra en ver si algún miembro de la familia está implicado en el gobierno y gestión de la compañía. Se debe requerir que al menos un miembro este en los órganos de gobierno y equipos de dirección de la empresa.
4. Por último, en el caso de empresas cotizadas (con accionista principal poseyendo menos del 50% de derechos de voto y capital dividido en acciones negociadas en mercados financieros) el porcentaje de derechos de voto que se exige se reduce al 25% de manera directa o indirecta.

Presencia de la empresa familiar en el estado español

Tras haber visto como se define y de donde viene la empresa familiar, vamos a analizar cuál es la situación actual mediante las principales cifras en el estado español.

La empresa familiar en el estado	
% de empresas familiares	88,8%
% de empleo privado generado	66,7%
Nº puestos de trabajo	6,58 millones
% del PIB	57,1%
% de CEOs con estudios universitarios	52%

Figura nº2: Tabla cifras EF en el estado español. Elaboración propia. FUENTE: Instituto de empresa familiar.

La empresa familiar a nivel mundial	
Nº de empresas familiares en la UE	17 millones
Nº puestos de trabajo generados en UE	100 millones
% de empresas familiares EEUU	80%
% de empleo privado generado EEUU	50%

Figura nº3: Tabla cifras EF a nivel mundial. Elaboración propia. FUENTE: Instituto de empresa familiar. <http://www.iefamiliar.com/cifras/1>

Observando las cifras resulta evidente la importancia y presencia de la empresa familiar tanto a nivel estatal como mundial. Se trata del tipo de empresa predominante que pese a su relevancia no ha sido estudiada en profundidad hasta fechas muy cercanas.

Características de la empresa familiar, ¿ventaja competitiva?

Como señala Tápies (2011), en un sistema globalmente capitalista, los economistas clásicos han catalogado la empresa familiar como algo trasnochado, e ineficaz a la hora de crecer y sobrevivir en el mercado. Esa situación de descredito se mantuvo sin ser rebatida hasta prácticamente la década de los setenta. Donnelley (1964) fue uno de los pioneros concluyendo que el binomio empresa familia no siempre deriva en menor eficiencia. Llego a afirmar que en la empresa familiar podían darse situaciones de ventaja competitiva a la hora de generar valor sobre determinadas relaciones personales. A partir de ahí, han sido más las investigaciones que han analizado las ventajas y fortalezas de esta particular tipología de empresa. Anderson y Reeb (2003), entre otros, desarrollaron estudios que inciden en el alto grado de competitividad de las empresas familiares en los diferentes sectores de la economía.

Autores como Habbershon y Williams (1999) o McGrath y O´Toole (2018) mediante el empleo de la palabra “Familiness” atribuyen a la empresa familiar recursos distintivos que tienen sus causas en lo que Tagiuri y Davis habían definido como el modelo de los tres círculos, es decir, el trinomio familia, propiedad y empresa. A través de los postulados de la teoría de recursos y capacidades, explican las ventajas en términos competitivos de las empresas familiares por gozar de recursos, especialmente recursos tangibles relacionados con el capital humano, que posibilitan el desarrollo de diversas capacidades. Esta tipología concreta de recursos es más habitual en las organizaciones familiares por el ambiente especial generado debido a los vínculos de consanguinidad/afinidad existentes.

Para defender que la empresa familiar no es algo ineficaz y del pasado, varios autores han observado las diferentes características de esta tipología de organización y si estas diferencias pueden constituir una ventaja competitiva respecto al modelo capitalista tradicional. A continuación se van a analizar algunas de ellas.

Dyer (2006) focaliza su análisis en los costes de agencia apuntando que el hecho de ser empresa familiar tiene un efecto positivo mitigador en estos costes. La reducción en costes de agencia viene explicada, entre otras razones, por: darse unos niveles de confianza superiores en la empresa familiar que en la empresa no lo es, porque la dirección tenga más homogeneizados las metas y los objetivos, por contar con unos niveles superiores de motivación, confianza, flexibilidad y por tener un concepto de marca y más sólido. En la misma línea Van den Berghe y Carchon (2003) concluyen que los costes de agencia entre los accionistas y los gestores se reducen por ser normalmente las mismas personas las que hacen ambas funciones, o en el caso de no serlo, por la intervención de manera directa que practican los accionistas en la gestión de las organizaciones familiares.

En la línea de este razonamiento, Chami (2001) expone que las empresas familiares el desempeño por parte del fundador es muy elevado. El fundador es el que da vida a la idea, aportando su visión y sus recursos financieros (la empresa es una extensión del patrimonio), por lo que el desempeño es máximo.

Ginebra (1997) por su parte, centra su explicación en la calidad del servicio/producto. La pasión con la que los familiares trabajan en la empresa conduce a mayores grados de compromiso, que repercuten finalmente en mayores calidades del bien o servicio ofertado. Como acabamos de comentar, los menores costes de agencia (tanto por tener mayores niveles de motivación, lealtad, responsabilidad...) impulsan el desempeño de la empresa y se manifiestan en última instancia en forma de calidad del producto.

Gallo y Ribeiro (1996) apuntan que este tipo de organizaciones tienden a ser más cercanas y esta proximidad ayuda a agilizar la toma de decisiones logrando una mejor adaptación al mercado, con la ventaja competitiva que eso supone.

Otro de los puntos fuertes hace referencia al conocimiento y la cultura de la organización. Según Leach (2001), el propio entorno familiar hace de formación para los más jóvenes de la familia. El crecer en la atmosfera empresarial permite contagiar a los futuros trabajadores de la empresa ese saber hacer compuesto de conocimiento, actitud, entusiasmo y valores.

Por otra parte, atendiendo a las cifras, se ha llegado a la conclusión de que las empresas familiares son capaces de alcanzar en términos de resultados a las no

familiares al incluir en su cultura de organización y en sus procedimientos una gerencia externa profesional (Fernández, 2007).

Tápies (2009) recalca como atributo positivo de las empresas con propiedad familiar la visión a largo plazo con la que abordan la gestión de la empresa. Dos son los motivos principales que explican este comportamiento. En primer lugar, al ser la propia familia la que posee el capital, la necesidad de generar constantes dividendos se ve disminuida, y por ello, se pueden reinvertir mayores porcentajes de beneficios solidificando así la estructura de capital. En segundo lugar, los mayores niveles de cautela y el afán de garantizar la supervivencia que posee la empresa familiar impulsan la creación de planes estratégicos que minimizan los problemas y riesgos futuros.

Este tipo de organizaciones destacan por la habilidad de analizar el pasado y de centrarse no solo en el presente sino también en un futuro más lejano. Por consiguiente, la gestión y las decisiones no solo buscan un rendimiento inmediato sino que tienen como objetivo también asegurar la supervivencia en el largo plazo.

Unido a la visión largoplacista y conservadora que acabamos de comentar, Sánchez y Casanova (2004) afirman que la empresa familiar tiende a ser menos gastadora, y esto junto con los altos porcentajes de reinversión del beneficio (por no estar tan condicionada a repartir dividendos) le otorga una fortaleza financiera superior.

Empleando una muestra comprendida con datos de empresas europeas y estadounidenses, Ward (2005) llegó a tres conclusiones reseñables. La primera de ellas tiene que ver con lo ya señalado por Joan Ginebra. Como ya hemos analizado antes, las organizaciones familiares cuentan con productos/servicios de mayor calidad percibida y su marca suele ser un intangible de alto valor. La segunda de las conclusiones de este trabajo revela que la política de innovación y desarrollo se tiene una mayor estabilidad que en las empresas no familiares. Estas últimas son más sensibles al ciclo económico en el que se encuentre la economía. La tercera conclusión apunta que las empresas familiares son capaces de crear más valor con menor nivel de inversión, es decir, que son más eficientes.

La esperanza de vida ha sido otro de los puntos analizados por la academia. Gallo et al. (2004) defendieron que la supervivencia de la empresa familiar (media de años en funcionamiento) es mayor que la de la organización tradicional debido a la reinversión

de beneficios. Son cuatro los factores clave a la hora de que una empresa sea más longeva: la capacidad de prever y adaptarse al entorno, gestión abierta e innovadora, una fuerte unión para que el personal se sienta parte de la empresa y por último una prudencia financiera mediante el empleo de autofinanciación, reservas, (De Geus, 1997). Como hemos visto, la empresa familiar, por su idiosincrasia, destaca en estas facetas, por lo que tiende a ser más longeva que el resto.

Financieramente hablando, la empresa familiar goza de facilidades de acceso a la deuda. Al tener una visión de más largo plazo, los proyectos que se ponen en marcha tienden a tener un horizonte temporal más elevado y dando tiempo a rentabilizar mejor la inversión. Estudios como el de Le Breton-Miller y Miller (2016) analizan también la vertiente sostenible de las empresas familiares. En general esta visión largoplacista genera confianza en los intermediarios financieros y reduce los costes de supervisión necesarios para mitigar actuaciones oportunistas de los prestatarios (Steijvers y Voordeckers, 2009).

Que el capital este concentrado en manos de la familia provoca que se reduzcan los costes de agencia y la información asimétrica entre los financiadores y la empresa, proporcionando una ventaja a la hora de financiarse vía endeudamiento (Azofra et al., 2007).

Colombo y Grilli (2007) señalan que otra de las facilidades con la que cuenta esta particular tipología de empresa a la hora de obtener recursos de las entidades financieras tiene que ver con los avales. Aportar garantías adicionales, como son los avales, facilita lograr la financiación. Es habitual que en empresas familiares los miembros tengan invertido su patrimonio en el negocio, por lo tanto, suelen ser más proclives a aportar avales personales para su propia organización.

En la siguiente tabla se muestra un resumen de las ideas que se han analizado en este apartado:

Autor	Ventaja
Dyer (2006)	Menores costes de agencia por una mayor confianza, motivación y homogenización metas/objetivos.

Chami (2001)	Mayor desempeño del fundador, siendo la persona que aporta la idea, visión y los recursos.
Ginebra (1997)	Mayor calidad de los productos/servicios porque se dan niveles más altos de motivación, lealtad, responsabilidad etc.
Gallo y Ribeiro (1996)	Mayor agilidad en la toma de decisiones y adaptación a las necesidades del mercado.
Leach (2001)	Mayor conocimiento y cultura de la organización creando una atmósfera empresarial positiva para futuros empleados.
Fernández (2007)	Buen comportamiento en términos de resultados al introducir gerencia externa profesional.
Tápies (2009)	Mayor visión a largo plazo por no estar tan atados a repartir dividendos y por una gestión más cautelosa y previsora respecto a los riesgos.
Sánchez y Casanova (2004)	Actitud menos gastadora y con más reinversión que deriva en una mayor solvencia financiera.
Ward (2005)	Mayor calidad producto/servicio, estabilidad en la política de desarrollo/inversión y mayor eficiencia.
Gallo et al. (2004), De Geus (1997)	Mayor esperanza de vida que las no familiares.
Steijvers y Voordeckers, (2009) y Le Breton-Miller y Miller (2016)	Facilidad de acceso a la deuda por tener orientación de l/p.
Azofra et al (2007)	Facilidad de acceso a la deuda por menores costes de agencia e información asimétrica.
Colombo y Grilli (2007)	Facilidad de acceso a la deuda por mayor

disponibilidad para aportar avales.

Figura nº4: Tabla características positivas EF. Elaboración propia.

Desventajas de la empresa familiar

El hecho de ser empresa familiar no solo aporta ventajas. Ward (1998) ya alertaba de que algunas de las especificidades pueden limitar el crecimiento, desempeño sostenibilidad y la eficiencia, derivando en un aumento del riesgo.

En los párrafos siguientes vamos a analizar las desventajas más relevantes de este colectivo.

Schulze et al. (2001) basan su análisis en las dificultades organizativas que tiene que superar una empresa familiar para ser exitosa y longeva. En la misma línea, unido a los costes de agencia, los problemas familiares pueden incidir en sentido contrario sobre los costes de agencia y lo que antes era una ventaja puede transformarse en una debilidad (Dyer, 2006). Puig (2007) pone énfasis en la dificultad de compatibilizar las instrucciones pertenecientes al trabajo con la vida familiar después del mismo.

Esta idea entronca con la dificultad de aplicar medidas correctoras sobre el negocio. Supervisar a los miembros familiares y ejercer disciplina se torna complicado por las emociones y los sentimientos de cariño y parentesco que yacen en este tipo de empresas (Galve-Górriz y Salas-Fumás, 2003).

Daily y Dollinger (1991) apuntan que cuando la familia tiene buena parte de su patrimonio invertido en la organización la gestión vuelve todavía más conservadora. Esto afecta negativamente, ya que, se dejan escapar oportunidades rentables de inversión y se adopta una postura excesivamente inmovilista ante los cambios y desafíos del mercado.

Otro de los desafíos típicos al que debe hacer frente la empresa con propiedad familiar es el de la realización de una correcta política de selección. Gomez-Mejia et al. (2001) argumentan que si los vínculos personales priman sobre las competencias, habilidades y capacidades a la hora de seleccionar el personal de la empresa, no se va a hacer una correcta selección de personal. No elegir a los colaboradores adecuados puede derivar en menor rendimiento de los equipos de trabajo, menor

competitividad de la empresa y aumento de los problemas entre el personal, entre otras cosas, por la inflexibilidad de los miembros familiares a ser aconsejados por el resto de integrantes más cualificados (Miller et al., 2007).

En la misma línea, hay veces que la profesionalidad a la hora de administrar la empresa familiar se ve lastrada por la ausencia de evaluación y, por consiguiente, el inmovilismo de los miembros familiares que trabajan en ella. Estos miembros no se ven tan presionados ni a formarse y ni a planificar la gestión. Además pueden llegar a mezclar su cargo en la empresa con pertenecer a la familia (Etxeandia, 2014).

Cabrera-Suárez et al. (2001) afirman que elegir un sucesor, formarlo y traspasarle el poder es un elemento sustancial a la hora de definir la empresa como empresa familiar. No obstante, si este proceso de sucesión no se lleva a cabo a tiempo, o si aun llevándose a cabo, no se desarrolla una correcta política de selección, evaluación y formación del sucesor, puede acabar siendo un lastre para la organización.

En cuanto a los costes de agencia, numerosas investigaciones han concluido que en la primera generación de una empresa familiar los costes de agencia son reducidos porque la gestión de la empresa y el control de las acciones recaen en la misma persona y, por tanto, los intereses están alineados. No obstante, conforme la propiedad se divide las relaciones familiares empiezan a generar problemas y costes de agencia, ya que, los intereses dejan de estar alineados. Llega un momento en el que los intereses personales pueden imponerse a lo que es mejor para la empresa y la familia (Arosa et al., 2010).

Uno de los puntos clave a mencionar en este apartado es el de la internacionalización. El proceso de internacionalización requiere de financiación, conocimiento y capacidad para emprender la estrategia, información sobre el mercado, conformar alianzas/pérdida de poder de decisión y una tolerancia al riesgo, debido a la alta incertidumbre de este tipo de inversiones. Entre las características de la empresa familiar más habituales destacan: la dificultad para financiarse, la escasa cualificación de los miembros de la familia en el ámbito de la internacionalización, el lento crecimiento y la elevada aversión al riesgo (Fernández y Nieto, 2002). Un coctel que no favorece la apertura a nuevos mercados. Este tipo de organizaciones se encuentran más cómodas en el mercado interior, el cual conocen mejor. El cambio de paradigma que supone internacionalizarse obliga a abrirse a nuevas costumbres, creencias, valores y para la empresa familiar no se trata de un proceso sencillo.

En términos financieros, una de las dificultades deriva de el objetivo de mantener el accionariado en manos de la familia para no perder el control de la compañía. Esta actitud provoca que el empleo de la deuda y de las ampliaciones de capital sea restringido. Por consiguiente, la estructura financiera tiende a resentirse dando lugar a disminuciones de la capacidad productiva y de la eficiencia. No se aceptan tantos proyectos rentables como deberían por la imposibilidad de financiarlos con autofinanciación, lo que acaba derivando en pérdidas de rentabilidad (De la Rosa, 2015).

Margarida (2012), recalca que el aislamiento de las empresas con propiedad familiar en torno a su estructura financiera no solo se da por parte de la empresa hacia los nuevos inversores, sino que, los inversores son también reacios a invertir en este tipo de organizaciones. Esta situación de minoría accionarial con la que se encontraría el potencial inversor da pie a comportamientos ventajistas por parte de la mayoría que puedan terminar en trasvase de recursos y pérdidas para el nuevo inversor.

En lo que al endeudamiento se refiere, la literatura nos indica que en su mayoría las empresas familiares tienen una elevada aversión al riesgo, debido a que priman los objetivos de control y supervivencia a l/p (Navarrete, 2012). El elevado nivel de aversión al riesgo hace que la deuda no sea la fuente de recursos preferida.

Después de realizar este análisis podemos concluir afirmando que las empresas familiares son distintas del resto. No obstante, las mencionadas ventajas y limitaciones se manifiestan de diferente manera según el tamaño, el desarrollo y la capacidad de liderazgo de los miembros de la familia en la organización (Casillas-Bueno et al., 2010).

Autor	Desventaja
Schulze et al. (2001) y Dyer (2006)	Dificultades organizativas e influencia de los problemas familiares en el desempeño.
Puig (2007)	Dificultad de compatibilizar instrucciones de trabajo con el posterior entorno familiar.
Galve-Górriz y Salas-	Dificultad de aplicar medidas correctoras y falta de

Fumás (2003)	disciplina porque priman los sentimientos.
Daily y Dollinger (1991)	Gestión excesivamente conservadora cuando el patrimonio familiar esta en el negocio invertido.
Gomez-Mejia et al. (2001)	Mala política de selección de personal (priman los vínculos personales a las habilidades/capacidades).
Miller et al. (2007)	Menor rendimiento y competitividad por la negación de los miembros familiares a ser aconsejados.
Etxeandia (2014)	Inmovilismo en la planificación y formación por parte de los miembros de la familia.
Cabrera-Suárez et al. (2001)	La sucesión como elemento crucial para la continuidad de la organización.
Arosa et al. (2010)	Conforme la propiedad se divide las relaciones familiares empiezan a generar costes de agencia, ya que, los intereses dejan de estar alineados.
Fernández y Nieto (2002)	Baja propensión a internacionalizarse.
De la Rosa (2015)	El afán de mantener el control de la administración restringe las ampliaciones de capital y el endeudamiento limitando la inversión en proyectos rentables.
Margarida (2012)	Desinterés de los inversores externos en entrar al capital de estas organizaciones.
Navarrete (2012)	Excesiva aversión al riesgo que dificulta la financiación externa.

Figura nº5: Tabla desventajas EF. Elaboración propia.

Conclusiones

Tras analizar esta revisión de literatura sobre la empresa familiar, observamos que las características y desafíos o problemáticas a las que se enfrenta difieren respecto de los relativos a la tipología de empresa no familiar. Estas peculiaridades afectan a las diferentes áreas de la organización, y en particular al área financiera.

Esquemmatizando lo hasta ahora expuesto, destacan las siguientes afirmaciones en torno a cómo ser empresa familiar puede afectar a la toma de decisiones sobre la estructura de capital:

1. Afán de control por parte de la familia que dificulta la entrada de nuevos socios al negocio.
2. Más énfasis en el largo plazo al no estar tan atados a repartir dividendos y destaca por la cautela y la prevención de riesgos.
3. Tiene una actitud más ahorradora y apuesta más en la reinversión que el resto de empresas.
4. Menores niveles de exposición a la información asimétrica y a los costes de agencia al negociar con financiadores.
5. Mayor esperanza de vida y mayor facilidad al acceso a la deuda.
6. Más proclives a aportar avales al solicitar financiación.
7. Mayor dificultad para encontrar inversores que quieran entrar en el accionariado.

Para poder arrojar luz sobre como las empresas familiares toman sus decisiones financieras, vamos a completar el marco conceptual analizando la teoría financiera, y en base a esta revisión de la literatura plantearemos las hipótesis a contrastar.

TEORÍAS FINANCIERAS

Introducción

Partiendo de la base de que en contabilidad toda inversión tiene que tener su financiación, la estructura de capital no es más que la proporción de deuda y

patrimonio neto con la que se financia dicha inversión. Autores como Suárez (2003) apuntan que, si el valor de mercado de la organización se compone de la suma del valor de mercado de los recursos propios y el de la deuda, el propósito de la dirección financiera tiene que ser el de elegir una combinación de ambas fuentes que maximice el valor de la empresa.

Ante esta situación veremos que existen dos teorías contrapuestas (la de la selección jerárquica y la del equilibrio estático) que tratan de dar unas directrices sobre cómo una organización debe elegir sus fuentes de recursos. Muy brevemente, podemos anticipar que la teoría del equilibrio estático defiende la idea de que existe una estructura de capital óptima donde las ventajas de la deuda se igualan a sus inconvenientes. Por el contrario, la otra gran teoría afirma que las empresas que quieran financiar una nueva inversión deben agotar primeramente la financiación interna (por tener esta menores costes de información asimétrica) y solo una vez agotada esta opción acudir a agentes externos. Esta última teoría es la que tendremos como base para analizar las decisiones financieras en las organizaciones familiares.

Teorías complementarias

Para entender como las empresas conforman su estructura financiera se han desarrollado diversos modelos a lo largo de la historia. A partir de mediados del siglo XX ha sido cuando se ha desarrollado la investigación en este campo, con teorías tan destacadas como:

- ✓ Teoría de la selección jerárquica (Pecking order theory)
- ✓ Teorema de Modigliani y Miller (Modigliani–Miller theorem)
- ✓ Teoría de la información asimétrica (Aymmetric information)
- ✓ Teoría de la agencia (Agency theory)
- ✓ Teoría del flujo de efectivo libre (The free cash flow theory)
- ✓ Teoría de sincronización del mercado (The market timing theory)
- ✓ Teoría del equilibrio estático (The static trade off theory)

Como ya hemos señalado previamente, para esta investigación nos vamos a centrar en la primera teoría. Pero vamos a explicar brevemente todas ellas, porque las teorías guardan relación entre ellas y conocer todas nos ayuda a entender mejor el ámbito en el que vamos a plantear nuestras hipótesis y el modelo.

Uno de los trabajos precursores vino a cargo de Modigliani y Miller. La teoría de la estructura de capital propuesta en por Modigliani y Miller (1958) señala que la empresa tiene dos principales objetivos: maximizar utilidad y maximizar valor de mercado. Su principal aportación, denominada como la primera proposición de Modigliani y Miller, afirma que en una situación de mercados financieros perfectos (sin impuestos, información asimétrica, costes de quiebra, ni costes de agencia) financiarse con deuda o con capital resulta irrelevante. No obstante, al no encontrarnos en una situación de mercados de capital perfectos, hay ocasiones en las que una empresa puede ser más rentable según la fuente que emplee para financiar determinado proyecto.

En segundo lugar tenemos la teoría de la información asimétrica. Se puede definir la información asimétrica como la diferencia de conocimiento entre los agentes internos de la empresa (accionistas internos, directivos...) y los externos (inversores y accionistas externos, acreedores financieros...) en materia de valoración de los activos y conocimiento y control de los proyectos de inversión. Según Barnea et al. (1980), en el momento en el que las empresas buscan financiación externa es cuando se produce esta situación de información asimétrica. Esto provoca que dichos agentes financiadores externos, al desconocer la distribución de rendimientos del proyecto desconfíen y piensen que la empresa va a llevar a cabo acciones oportunistas. En un caso extremo de asimetría informativa, Stiglitz y Weiss (1981), apuntan que se da la situación en el cual una empresa financia proyectos de inversión aceptables ($VAN > 0$) con un coste notablemente superior respecto de su riesgo; o que incluso no se pueden llevar a cabo los proyectos por falta de financiación externa. Por ello, Leland y Pyle, (1977) ya señalaban la necesidad de la empresa de dar información del proyecto e invertir un porcentaje de la inversión total con recursos internos con el objetivo de dar confianza a los agentes externos.

En tercer lugar nos encontramos con la teoría de la agencia. Existe el llamado problema de agencia cuando en un contrato una de las partes tiene objetivos diferentes a la otra. Ross (1973) nos describía aquellas situaciones, en las cuales los accionistas, prestamistas e inversores en general (llamados en este caso, el principal) atribuyen a los directivos (los agentes) la gestión de la empresa, quedando obligados a tomar dichas decisiones de gestión y a dar cuantías de las mismas. Toda relación de agencia destaca por la existencia de: un conflicto de objetivos entre el principal, que quiere maximizar su rentabilidad de la inversión, y el agente, que quiere su propio beneficio económico y de prestigio; y por una asimetría informativa. Lo que en

palabras de Jensen y Meckling (1976) lleva a soportar unos costes de agencia, compuestos de: los gastos de supervisión por parte del titular, los gastos efectuados por el agente y la pérdida residual. Aplicándolo a un caso de financiación como es la "relación de préstamos", vemos que la empresa debe gastar recursos en demostrar su solvencia y que la entidad financiera debe cargar con los gastos de supervisar que esto se cumpla durante la duración del contrato.

La teoría del flujo de efectivo libre, como su propio nombre indica, trata sobre los excesos de liquidez, en forma de flujos de efectivo libre positivos. Cuando se da este caso, la empresa no requiere de financiación interna ni externa para llevar a cabo sus inversiones. Autores como Jensen (1986) señalan que el flujo de efectivo libre es un exceso de liquidez que surge después de que la empresa haya invertido en proyectos aceptables ($VAN > 0$). El propio Jensen da la opción de incrementar dividendos o recomprar acciones en vez de invertir en proyectos de escasa rentabilidad. De acuerdo con lo dicho, Mann y Sicherman (1991) nos aportan un matiz interesante, al representar los administradores a los intereses de los accionistas quieren el bien de estos últimos, y por tanto, buscaran con el exceso de flujo de caja maximizar la utilidad del negocio. Brush et al., (2000) reforzando la teoría de Jensen, afirman que los procesos de crecimiento de las empresas benefician más a los administradores que a los inversores, y es por estos problemas de agencia por los cuales se ponen en marcha proyectos (para beneficiar a los gerentes) en vez de repartir dividendos (para beneficiar a los accionistas) como apunta Jensen que debería ser.

En cuanto a la teoría de sincronización del mercado, Baker y Wurgler (2002) puntualizan que muchas decisiones de financiación son tomadas en base a las valoraciones de mercado. Es decir, hay momentos en los que aumentar el capital pueda dar resultados satisfactorios para el accionariado actual (pese a que la teoría de jerarquización coloca esta opción en último lugar). Baker y Wurgler afirman que esto se logra incrementando fondos cuando la empresa esta cara o sobrevaluada (respecto a su valor en libros) y al contrario cuando se encuentra barata o infravalorada. Esto implica que los administradores tomen decisiones de acuerdo a los precios de mercado, y en palabras de Elliot et al. (2008), estas decisiones se presumen siempre beneficiosas para los accionistas actuales en perjuicio de los nuevos. Destaca la definición que los ya mencionados Baker y Wurgler hacen sobre el significado de la estructura de capital, catalogándolo de "el resultado acumulado de las decisiones de financiamiento pasadas".

Por último, y antes de comenzar con la teoría de la selección jerárquica que nos ocupa este estudio, tenemos que reparar en la teoría del equilibrio estático. La teoría del equilibrio estático, the static trade off theory, parte de la base de que al no darse en la realidad una situación de mercado perfecto (en el que sería irrelevante como te financies), el emplear deuda o capital tienen sus ventajas y sus inconvenientes. La financiación con deuda tiene como principal ventaja la mitigación de los costes de agencia entre accionistas y directivos y una ventaja fiscal (Graham, 2000), por ser los gastos por intereses de la deuda deducibles en el impuesto de sociedades. En el otro lado de la balanza, la deuda influye negativamente aumentando los costes de agencia entre accionistas y acreedores y también provoca un aumento de los costes de quiebra (Haugen y Senbet, 1978). Por tanto, y tal como apuntan Lemmon y Zender (2010), esta teoría nos dice que la estructura óptima de financiación se logra igualando las ventajas y las desventajas del endeudamiento.

Teoría de la selección jerárquica

Introducción

Como ya hemos comentado anteriormente, el teorema de Modigliani y Miller abrió el debate en torno a la necesidad de prestar atención a la forma en la que las empresas financian sus proyectos de inversión. Como el teorema de la irrelevancia solo se cumple en una situación de mercados de capital perfectos, las decisiones financieras dejan de ser irrelevantes y se convierten en pieza clave de la gestión empresarial. En esa línea Donalson (1961) sienta las bases de lo que luego los trabajos de Myers (1984) y de Myers y Majluf (1984) acabarían por llamar la teoría de la selección jerárquica, pecking order theory.

El planteamiento de esta teoría es totalmente opuesto al de la teoría del equilibrio estático. Para Myers y Majluf, las empresas lejos de tomar sus decisiones financieras en busca de un equilibrio donde las ventajas de la deuda se igualan a sus inconvenientes, basan sus decisiones en priorizar la autofinanciación vía retención de beneficios. Por consiguiente, las organizaciones con mayores beneficios podrán cubrir mayor porcentaje de la financiación necesaria usando dichos beneficios sin necesidad de acudir a la deuda o en última instancia a ampliaciones de capital (Fama y French, 2002).

La principal aportación de esta teoría radica en afirmar que las empresas siguen un orden de prioridades a la hora de elegir con qué fuente van a financiar sus inversiones. El orden que se propone es el siguiente: en primer lugar las organizaciones trataran de usar fondos internos en forma de retención de beneficios. En el caso de no ser suficiente acudirán a financiación externa emitiendo deuda. En tercer lugar, y tras haber agotado las dos fuentes anteriores, las organizaciones se financiaran externamente vía ampliaciones de capital (Kisgen, 2006).

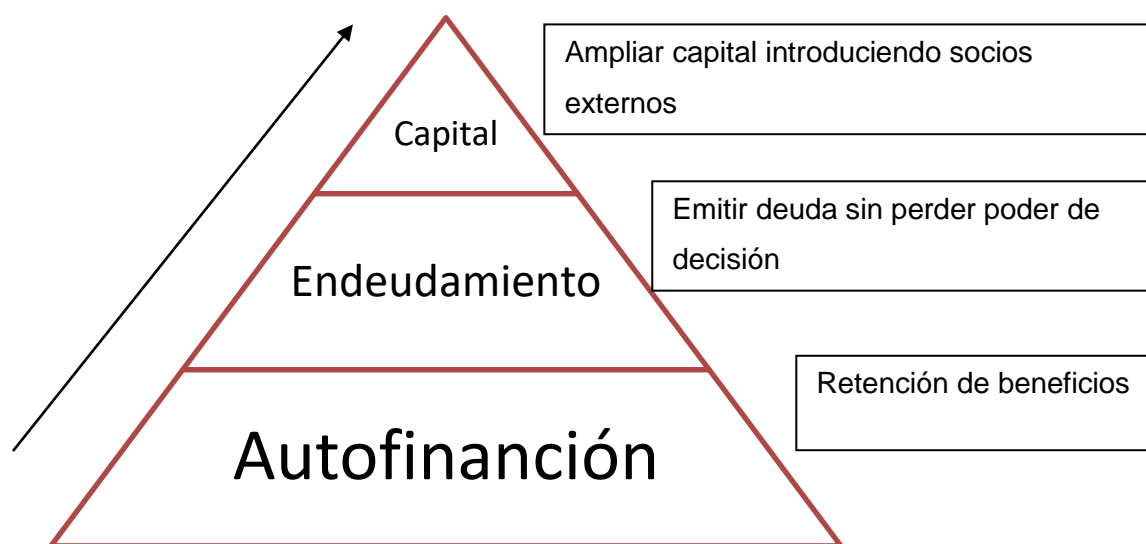


Figura nº6: Jerarquía entre las fuentes de financiación. Elaboración propia.

Desarrollo teórico

La razón principal que explica cómo se forma este orden de preferencias se debe a la existencia de información asimétrica en los mercados financieros. Como ya analizamos en el apartado de las teorías complementarias, el no cumplimiento del teorema de la irrelevancia da pie al análisis de las imperfecciones y de cómo estas afectan a las decisiones financieras de las organizaciones. Entre estas imperfecciones destacan los costes de información asimétrica.

Las empresas en su búsqueda de maximizar el valor buscan financiarse con las fuentes que tengan unos costes más bajos. Pues bien, a causa de los costes de información asimétrica, los partidarios de esta teoría argumentan que los recursos interno son lo más baratos, seguidos de la deuda y de las ampliaciones de capital.

La diferencia de conocimiento entre los agentes internos de la empresa (accionistas internos, directivos...) y los externos (inversores y accionistas externos, acreedores financieros...) hace que la autofinanciación sea la opción más rentable. Los agentes externos, por la limitada información que manejan, desconocen a ciencia cierta la valoración de los activos de la empresa y sus perspectivas de rendimientos futuros.

Frente a la imposibilidad de discernir si la empresa en cuestión presenta un proyecto rentable y de bajo riesgo a futuro o si por el contrario es una inversión de baja calidad, el mercado trata a todas las organizaciones como si se encontraran en la media produciéndose lo que se conoce como problemas de selección adversa. Término empuñado por Akerlof (1970), con el cual se relatan aquellas situaciones precontractuales oportunistas en las que la parte menos informada toma decisiones sin poder distinguir la calidad de aquello que ofrece la otra parte. La parte informada, con el fin de obtener un mayor beneficio propio, aprovechará esa situación y ofrecerá a la parte menos informada las calidades inferiores.

Por ello a la hora de financiar un proyecto económicamente interesante, se exigirán unos tipos de interés superiores a los que correspondería en función de su nivel de riesgo verdadero (exigen una prima de riesgo) y se le someterá también a una fiscalización y control mayor para tratar de mitigar los comportamientos oportunistas por parte de la empresa.

En cambio, en la autofinanciación, no se producen situaciones de información asimétrica, debido a que son los propios agentes internos los que deciden invertir esos beneficios de años anteriores y conocen perfectamente la valoración de activos de la empresa y los detalles del futuro proyecto. Por consiguiente, estos dos tipos de costes (primas de riesgo y costes de control) no se dan y la financiación resulta ser más barata. Para evitar estos costes derivados de la selección adversa, Vendrell (2008) afirma que las empresas mantendrán elevados niveles de fondos propios.

Una vez agotada toda la financiación interna, según esta teoría, el endeudamiento es preferible a la ampliación de capital, aunque ambas opciones sean financiación externa. El motivo se fundamenta en la menor participación en los beneficios y en el control de la organización del que disponen los acreedores frente a los nuevos accionistas. Mientras que los financiadores ajenos se limitan a cobrar un tipo de interés pactado por el dinero prestado, los nuevos accionistas pasan a convertirse en dueños de la empresa, teniendo derecho a obtener el porcentaje sobre el beneficio

que se acuerde (dividendos) y teniendo también poder de decisión y control sobre la gestión de la organización.

Frank y Goyal (2009) hacen hincapié en este último inconveniente, y es que, ampliar el capital implica diluir el porcentaje de control de los socios antiguos. Como ya plasmaremos en las hipótesis, este planteamiento entronca con las reticencias de las empresas familiares a diluir su capital, y como consecuencia, provoca que la ampliación de capital sea el último recurso a la hora de buscar financiación.

Conclusiones

Como hemos observado, la teoría de la selección jerárquica ordena las fuentes de financiación minimizando los costes de información asimétrica asociados a cada fuente con el propósito de minimizar los costes globales asociados a la financiación, priorizando las fuentes más baratas en términos relativos.

PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

Tras revisar la principal literatura existente en torno a la empresa familiar y en torno a la financiación empresarial, vamos a analizar cuáles han sido los planteamientos más relevantes de los investigadores expuestos hasta el momento.

Estudio	Marco teórico	Planteamientos principales	Muestra	Año
José López Gracia, Sonia Sánchez Andújar	Equilibrio estático	<p>La rentabilidad empresarial está relacionada positivamente con la deuda (Jensen, 1986; Fama y French, 2002).</p> <p>De acuerdo con la teoría de la compensación, se espera que un negocio rentable tenga un mayor nivel de deuda para compensar el impuesto corporativo.</p> <p>La tasa impositiva efectiva está relacionada positivamente con la deuda (Angelo y Masulis, 1980)</p> <p>Cuanto mayor sea la tasa impositiva efectiva que tiene que pagar el negocio, mayores serán las deducciones fiscales que se obtengan. Por lo tanto, se espera que su relación con la deuda sea positiva.</p>	<p>Esta investigación está limitada por la disponibilidad de información contenida en SABI.</p> <p>La muestra de compone de 858 empresas medianas (422 empresas familiares y 436 empresas no familiares) con información para el período 1997-2004,</p>	(2007)

Las deducciones fiscales alternativas a la deuda, es decir, están relacionadas negativamente con la deuda (Angelo y Masulis, 1980; Fama y French, 2002).

Supuestamente, este tipo de práctica podría hacer innecesario aumentar la deuda, ya que, la carga fiscal puede reducirse sin ningún riesgo. Por lo tanto, su relación con la deuda es opuesta a la de la tasa impositiva efectiva, es decir, negativa.

El tamaño del negocio mantiene una relación positiva con el apalancamiento financiero (Titman y Wessels, 1988).

Con frecuencia, las empresas más grandes ofrecen menos riesgo y mayores garantías colaterales. Como resultado, tienen una mejor reputación en los mercados financieros y alcanzan niveles más altos de deuda.

Las oportunidades de crecimiento están relacionadas negativamente con la deuda (Banerjee, Heshmati, y Wihlborg, 1999; Jensen y Meckling, 1976; Stulz, 1990).

Un aumento en la facturación puede ser una buena señal de que una empresa tiene perspectivas de crecimiento. Debido al problema de subinversión señalado por Myers (1977), las empresas podrían tomar la decisión de rechazar inversiones

rentables, y consecuentemente, reducir la deuda.

La interacción entre la familia y la empresa contribuye significativamente a la reducción de los costes potenciales de la agencia en las empresas familiares (Poza et al., 2004).

La participación del propietario-gerente en una empresa familiar debe consolidar a la empresa y reducir los costes de la agencia, dándole más oportunidades para obtener acceso a los recursos de los prestamistas. En consecuencia, la interacción entre la familia y la empresa debería facilitar el logro de la relación de deuda óptima en las empresas familiares.

Selección
jerárquica

Las empresas con más cash flow tienen un menor nivel de deuda (Myers y Majluf, 1984).

De acuerdo con la teoría del orden jerárquico, cuanto mayor sea el flujo de efectivo que genera una empresa, menos necesita recurrir a la deuda y, por lo tanto, se espera que la relación entre las dos variables sea negativa.

La naturaleza familiar de una empresa influye en su estructura de capital, por lo que se espera que el comportamiento financiero de las empresas familiares y no familiares difiera significativamente (Gallo et al., 2004; Poutziouris, 2001).

Las empresas con más oportunidades de crecer tienen un mayor nivel de deuda (Myers, 1984).

Las empresas con pocos fondos propios, pero con claras oportunidades de crecimiento, tenderán a estar muy endeudadas, mientras que las empresas con una gran cantidad de recursos internos, pero con pocas oportunidades de crecimiento, mostrarán un bajo nivel de deuda.

La madurez o edad del negocio está relacionada negativamente con la deuda (Petersen y Rajan, 1994; Weston y Brigham, 1981).

El tiempo transcurrido ha permitido a las empresas ahorrar fondos y, por lo tanto, evitar recurrir a la deuda.

Kevin Keasey,
Beatriz Martinez,
Julio Pindado

Selección
jerárquica

Cuanto mayor sea la propiedad en manos del accionista principal, mayor será el endeudamiento.

Du y Dai (2005) afirma que las empresas son más propensas a financiar sus inversiones con deuda que a emplear capital, para evitar diluir su posición de control.

La participación del propietario principal en el negocio tiene un impacto más positivo en el apalancamiento para las empresas familiares que para sus homólogos no familiares.

La muestra de este estudio se compone de empresas que cotizan en bolsa de los siguientes países europeos: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino (2015)

<p>Vincent Molly, Eddy Laveren, Ann Jorissen</p>		<p>Mishra y McConaughy (1999) dicen que las empresas familiares son un tipo especial de negocio donde los principales accionistas están más comprometidos con el negocio y menos dispuestos a diluir el control debido a su control aversión al riesgo.</p> <p>El impacto positivo de la participación del propietario principal en el apalancamiento es mayor cuando la empresa es una empresa familiar joven.</p> <p>Gedajlovic et al. (2004) argumentan que cuando la empresa pertenece a la primera generación, los fundadores generalmente no están dispuestos o son reacios a diluir su control en el negocio.</p>	<p>Unido.</p> <p>El período de tiempo para el análisis es 2000-2009 y se analizan 1050 empresas familiares.</p>
	<p>Selección jerárquica</p>	<p>Las empresas familiares de primera generación tienen mayores niveles de deuda que la de segunda y tercera generación, independientemente de la tasa de crecimiento realizada por la empresa.</p> <p>En la mayoría de los estudios: (Kaye y Hamilton, 2004; Schulze et al., 2003) se indica que los descendientes suelen correr menos riesgos y tienen un mayor temor de perder el control en comparación con los fundadores.</p>	<p>Los datos cuantitativos con respecto a las tasas de crecimiento, rentabilidad, tasas de deuda y otras medidas financieras de entre los años 2001-2005 los obtuvieron de la base de datos Bel-First de Bureau Van Dijk. Posteriormente se utilizó un cuestionario a gran escala para completar la información.</p> <p>(2012)</p> <p>La muestra final total de este estudio se compone de 425 empresas</p>

Maximiliano González, Alexander Guzmán, Carlos Pombo, María Andrea Trujillo	Equilibrio estático	<p>La relación entre el nivel de deuda y la gestión familiar es negativa.</p> <p>Fama y Jensen (1983) dicen que cuando la familia está involucrada en la administración, el proceso de decisión tiende a perder eficiencia debido a su aversión al riesgo.</p> <p>Bertrand y Schoar (2006) sostienen que los objetivos familiares no siempre se alinearán con el bienestar a largo plazo de todos los inversionistas, especialmente si la familia es excesivamente adversa al riesgo.</p>	<p>familiares.</p> <p>La principal fuente de información financiera y de propiedad fue la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Sociedades Comerciales.</p> <p>Tras aplicar los criterios requeridos la muestra se quedó en 523 firmas familiares con información del período 1996-2006.</p>	(2013)
	Selección jerárquica	<p>La relación entre los niveles de deuda y la propiedad familiar (directa o indirecta) es positiva.</p> <p>Céspedes et al. (2010) apuntan que las empresas en América Latina tienden a preferir la deuda a la equidad cuando la pérdida del control es un problema. Desde la perspectiva de la propiedad, las empresas familiares representan un caso especial de accionistas controladores.</p>		
Thomas Schmid	Equilibrio estático	<p>Las empresas familiares tienen índices de apalancamiento más bajos debido al menor costo del flujo de efectivo libre.</p> <p>Existe una convergencia de intereses entre accionistas y</p>	<p>La investigación se basa en información de empresas Alemanas e internacionales. Para el análisis de empresas familiares alemanas, los</p>	(2013)

		<p>administradores de la misma familia (Jensen y Meckling, 1976). De acuerdo con la hipótesis de flujo de efectivo libre de Jensen (1986), la utilización de la deuda para reducir el coste de la holgura financiera y la gestión disciplinaria es menos pronunciada en los casos en que los conflictos entre propietarios y administradores son menores.</p> <p>Las empresas familiares tienen índices de apalancamiento más bajos debido a la evitación excesiva del riesgo.</p> <p>Las familias suelen ser inversores relevantes y poco diversificados (Anderson y Reeb, 2003). Al estar expuestos a un solo activo, las familias tienen un incentivo para reducir el riesgo a nivel de la empresa. Además, otros motivos como no dañar la reputación de las familias pueden empujar a correr menos riesgos. Por ello las empresas familiares pueden caracterizarse por una excesiva aversión del riesgo.</p>	<p>autores han utilizado datos de panel de entre 1995 y 2009. La muestra está compuesta de 695 firmas, cumpliendo el criterio de empresa familiar aproximadamente el 34% de ellas.</p> <p>El conjunto de datos internacional emplea datos desde 1996 a 2003. Se trabaja con 4007 empresas de 21 países. Entre esas 4007 empresas, 1659 cumplen con los criterios para ser empresa familiar.</p>
<p>Hyungkee Young Baek, David D. Cho, Philip L Fazio</p>	<p>Selección jerárquica</p>	<p>La propiedad familiar se relaciona positivamente con los ratios de deuda del mercado.</p> <p>La reducción de los costes de agencia entre los acreedores y la familia fundadora reduce el coste de la deuda (Anderson et al., 2003).</p> <p>Las empresas con un alto grado de implicación familiar prefieren la deuda, lo cual disminuye el riesgo de adquisición hostil (Stulz,</p>	<p>La muestra definitiva comprende 200 (2016) empresas. El porcentaje promedio de las empresas familiares es del 53%. El lapso temporal va de 2000 a 2007. Con tres periodos de mercado bajistas y posteriormente cinco años de mercado alcista.</p>

		<p>1988). La propiedad familiar está positivamente relacionada con apalancamiento financiero porque el coste de la deuda es menor, y las familias fundadoras prefieren la deuda para mantener la propiedad de la empresa.</p>	<p>La información financiera anual se recopila de COMPUSTAT y de las declaraciones anuales de firma DEF-14a.</p>
<p>Joaquim JS Ramalho, Rui MS Rita, Jacinto Vidigal da Silva</p>		<p>La propiedad familiar es un factor relevante para determinar las decisiones de financiamiento de la empresa.</p> <p>Las organizaciones familiares tienden a ser más conservadoras y buscan menos financiación externa, sacrificando oportunidades de crecimiento, evitando la dilución del control familiar y el poner en riesgo la continuidad de las generaciones futuras (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Se prefiere utilizar ganancias y ahorros internos, y si se requieren fondos externos, se prefiere la deuda al capital externo, para minimizar la intrusión y la pérdida de poder en la toma de decisiones.</p> <p>Para preservar esta situación, las decisiones sobre la estructura de capital son impulsadas por el deseo de minimizar la interferencia y evitar la disciplina inherente al uso de fondos externos (Koropp et al., 2014).</p>	<p>El conjunto de datos se extrajo de la base de datos SABI. El período de analizado abarca siete ejercicios anuales.</p> <p>La muestra final contenía 9220 empresas divididas en 4752 empresas familiares y 4468 empresas no familiares.</p>
<p>Felix K. Thiele, Martin Wendt</p>	<p>Selección jerárquica</p>	<p>La propiedad familiar mantiene una relación positiva con los niveles de deuda en general.</p> <p>La propiedad familiar como una estructura organizativa, con su</p>	<p>Los datos fueron obtenidos de tres fuentes diferentes. Del instituto de investigación en Hamburgo, de DAFNE de Bureau van Dijk y de la</p>

<p>Mário Sacramento Santos, António Carrizo Moreira, Elisabete Simões Vieira</p>		<p>identidad única, puede reducir los conflictos de agencia entre los reclamantes de capital y los prestamistas. En línea con esto, Baek et al. (2016) observaron menores costes del endeudamiento a causa de costes de agencia inferiores debidos a una mayor alineación de intereses entre ambas partes. Por ello, la propiedad familiar puede mejorar el acceso a la deuda y reduce el costo de la misma, lo que resulta en una motivación para emplearla.</p>	<p>base de datos de la compañía de seguros de crédito Euler Hermes SA.</p> <p>La muestra final se eleva hasta las 691 empresas, con el 68% de ellas catalogadas como empresas de propiedad familiar.</p>
	<p>Selección jerárquica</p>	<p>El grado de poder de los segundos y terceros accionistas más influyentes tiene una relación directa con el endeudamiento.</p> <p>Se espera que exista una relación positiva entre la capacidad para desafiar al principal accionista y el nivel de endeudamiento (Ellul 2011). Cuando el accionista mayoritario puede ver amenazada su posición de dominio de la compañía por el resto de accionistas principales será más propenso a emplear el apalancamiento sobre la emisión de nuevo capital en el financiamiento de nuevas inversiones. Mediante esta política financiera logra evitar el aumento de la posición relativa de otros accionistas y, por consiguiente, evita que el resto de inversores puedan desbancarle.</p>	<p>La muestra empleada en esta investigación se compone de 694 empresas familiares y no familiares que no cotizan en bolsa pertenecientes a 12 países de Europa occidental.</p>

Figura nº7: Tabla de los principales referentes en este campo. Elaboración propia.

Principales variables analizadas en estudios con:

Muestra íntegramente familiar	Muestra de EF y no familiares
<ul style="list-style-type: none"> ✓ % de propiedad (directa e indirecta) en manos del accionista principal ✓ Grado de participación de los propietarios familiares principales en el negocio ✓ Generación en la que se encuentre el negocio 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Pertenencia al colectivo de EFs ✓ Rentabilidad ✓ Tasa impositiva ✓ Deducciones fiscales ✓ Tamaño ✓ Oportunidades de crecimiento ✓ Costes de quiebra ✓ Interacción entre familia y empresa ✓ % control de los segundos y terceros accionistas principales. ✓ Cash flow ✓ Antigüedad ✓ Localización geográfica ✓ Tangibilidad de los activos

Figura nº8: Tabla resumen de las principales variables independientes empleadas en las investigaciones analizadas. Elaboración propia.

HIPÓTESIS

Como podemos observar, existen diversas aproximaciones acerca de las decisiones de financiación. La teoría del equilibrio estático y la teoría de la selección jerárquica son las más empleadas por los diversos autores. A partir de los planteamientos previamente expuestos en la tabla y del marco teórico proponemos las siguientes hipótesis:

- ❖ **Hipótesis 1. Ser empresa familiar tiene un efecto directo positivo sobre el nivel de endeudamiento.**

El principal argumento para sostener esta relación positiva es que las empresas familiares no quieren ver su posición de control sobre la empresa mermada y por tanto, no quieren perder porcentaje de voto emitiendo nuevas acciones. Autores como Du y Dai (2005), Stulz (1988), De la Rosa (2015) o Céspedes et al. (2010) entre otros, señalan que los accionistas de estas empresas pertenecen a la tipología de accionista que desea tomar las decisiones en la organización y para ello debe mantener el capital mayoritario en sus manos. Koropp et al. (2014) enfatiza también en esa negativa de las empresas familiares a emplear recursos externos con el fin de minimizar la interferencia y evitar la disciplina inherente al uso de fondos externos. Por consiguiente, en base a la teoría de la selección jerárquica, las decisiones financieras priorizarán la autofinanciación, posteriormente la financiación externa vía deuda (para no perder % de voto) y su opción menos atractiva, muchas veces directamente descartada, será la ampliación de capital. Es por eso que mostraran un mayor nivel de endeudamiento que el resto.

El segundo de los argumentos se basa en lo expuesto por Gallo et al. (2004), por De Geus (1997) y por Steijvers y Voordeckers (2009). Estos autores catalogan a las empresas familiares como organizaciones de largo plazo y con superior esperanza de vida que las que no lo son. Podemos decir que las características singulares de las empresas familiares alivian los costes de agencias al estar los intereses de ambas partes en mayor sintonía (Baek et al., 2016). Estas características generan confianza al prestamista y facilitan el acceso al crédito, por tanto, cuando la financiación externa es necesaria la deuda parte con ventajas respecto del capital.

Este tercer argumento, va al hilo de lo razonado en el párrafo anterior. Colombo y Grilli (2007) esgrimían otra razón que hace que se genere confianza en la relación banco-empresa familiar, la disponibilidad para aportar avales. Como ya observábamos, es habitual que en empresas familiares los miembros tengan invertido su patrimonio en el negocio, por lo tanto, suelen ser más proclives a aportar avales personales para su propia organización. Los avales no solo generan confianza, sino que tienen un efecto directo aumentando los volúmenes que el financiador está dispuesto a prestar y mejorando las condiciones de dicho préstamo. Esta situación vuelve a propiciar el empleo de la deuda frente a la emisión de nuevas acciones.

Por último, otro de los argumentos esgrimidos para el cumplimiento de esta hipótesis tiene que ver con el desinterés de los inversores externos para ampliaciones de capital y por consiguiente, la dificultad para colocar esas nuevas acciones. Como ya analizamos en el marco teórico referente a la empresa familiar, Margarida (2012) puntualizaba que los inversores son reacios a invertir en este tipo de organizaciones. La situación de minoría accionarial con la que se encontraría el potencial inversor externo no familiar da pie a comportamientos ventajistas por parte de la mayoría en manos familiares pudiendo terminar en trasvase de recursos y pérdidas para el nuevo inversor. Por ello, las organizaciones familiares tienen si cabe más complicado ampliar capital y cuando requieran de financiación externa recurrirán todavía menos al capital y más a la deuda en comparación con el resto de empresas.

❖ **Hipótesis 2. La antigüedad se relaciona negativamente con el endeudamiento.**

Autores como (Petersen y Rajan, 1994; Weston y Brigham, 1981) apuntan que las empresas más longevas tienden a tener menores niveles de deuda. Partiendo de la teoría de la selección jerárquica, argumentamos que las empresas de más antigüedad han tenido más tiempo para retener beneficios y reinvertirlos en la actividad, por tanto, se espera que su endeudamiento sea menor que el de las empresas más jóvenes.

❖ **Hipótesis 3. Existe una relación positiva entre el crecimiento y endeudamiento.**

Myers (1984) ya proponía una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento. Resulta evidente que las nuevas inversiones como activos que son requieren una contraparte en el balance de la empresa, bien con deuda bien con

patrimonio neto. Dicha inversión, en función de la cuantía, no siempre puede ser financiada con retención de beneficios, y cuando eso sucede se debe acudir a fuentes externas. Esta situación obliga a emplear la siguiente fuente de la jerarquía que habíamos establecido, es decir, la deuda. Por tanto, altas tasas de crecimiento de la inversión van a impulsar al alza el nivel de deuda.

❖ **Hipótesis 4. El tamaño tiene una relación positiva directa con el nivel de deuda.**

Las empresas de mayor tamaño tienen mayores requisitos legales de información al exterior y eso les hace ser menos opacas que las de menor tamaño. La mayor transparencia de dichos entes mitiga las imperfecciones de mercado entre empresa y financiador (generalmente entidad financiera) logrando así condiciones sobre t/i , plazos y cuantías más acordes a las que se lograrían en un mercado perfecto. Por tanto, a las empresas de mayor tamaño les es más sencillo lograr condiciones y cuantías más justas y por ello se endeudaran más. Al tener más abierto el grifo del crédito requerirán acudir menos a la financiación vía ampliación de capital y mostrarán un endeudamiento mayor.

❖ **Hipótesis 5. La rentabilidad y el endeudamiento tienen una relación inversamente proporcional.**

Autores como Jensen (1986) y Fama y French (2002) señalan justamente lo contrario en base a la teoría del equilibrio estático. En la teoría del equilibrio estático, a mayor rentabilidad mayor es la base imponible en el impuesto de sociedades y por tanto mayores son los incentivos a emplear deuda cuyos gastos son fiscalmente deducibles. No obstante, en nuestro modelo esperamos una relación inversamente proporcional, ya que, entendemos que las empresas basan sus decisiones de inversión priorizando la autofinanciación y no buscando una estructura de capital óptima. Por tanto, a mayores beneficios mayor capacidad de reinvertir dichos beneficios y menor necesidad de acudir a la deuda (Titman y Wessel, 1988; Aybar et al., 2004).

❖ **Hipótesis 6. El cash flow y el endeudamiento tienen una relación negativa.**

Tal y como apuntaban Myers y Majluf (1984), y al igual que acabamos de argumentar para la rentabilidad, las empresas con más generación de efectivo son las que menos tienen que recurrir a la deuda como segunda opción, y por tanto, tendrán niveles de deuda inferiores.

Definición de las variables y del modelo

Las variables empleadas en el planteamiento de las hipótesis se definen de la siguiente manera:

Variable	Definición	
Endeudamiento	Y	Pasivos financieros ₂₀₁₇ / Activo total ₂₀₁₇
Empresa familiar	X ₁	Variable ficticia que toma valor 0 si la empresa es no familiar y 1 si es familiar
Antigüedad	X ₂	Variable ficticia que toma valor 0 si la empresa tiene menos de 50 años y 1 si tiene 50 o más años
Crecimiento	X ₃	$((\text{Inmovilizado}_{2017} / \text{Inmovilizado}_{2013}) - 1) * 100$
Tamaño	X ₄ : Medianas X ₅ : Grandes	Nº de empleados, agrupados en tres grupos.
Rentabilidad	X ₆	EBIT/Activo total (promedio periodo 2013-2017)
Cash flow	X ₇	Cash flow/Activo total (promedio periodo 2013-2017)

Figura nº9: Definición de las variables. Elaboración propia.

Por tanto, el modelo planteado, queda representado de esta forma:

$$Y = \alpha + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * X_3 + \beta_4 * X_4 + \beta_5 * X_5 + \beta_6 * X_6 + \beta_7 * X_7 + u$$

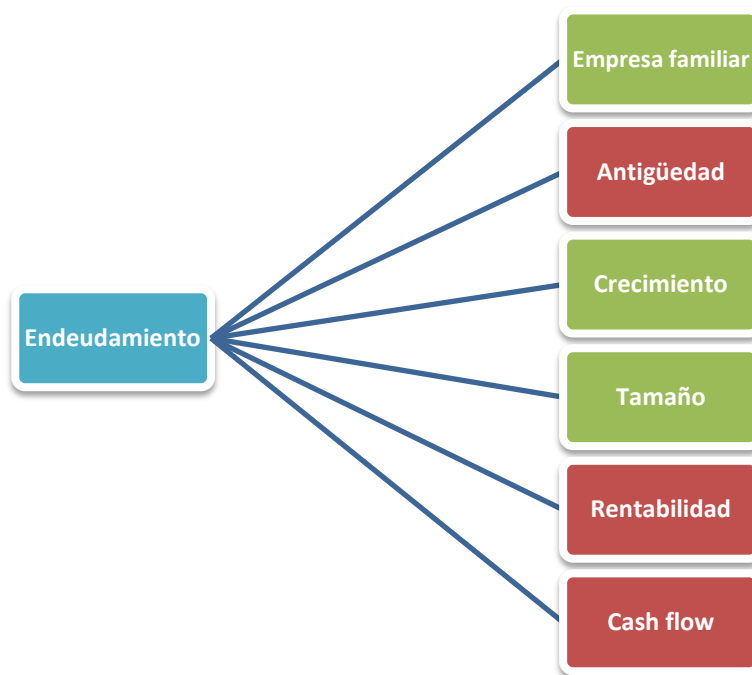


Figura nº10: Esquema de relación esperada entre las variables. Verde = relación positiva, Rojo = relación negativa. Elaboración propia.

Variable dependiente:

- ✓ **Endeudamiento:** el endeudamiento se define como mediante la división de los pasivos financieros entre el activo total. La razón por la que se emplean los pasivos financieros en lugar del pasivo total se fundamenta en evitar que la financiación vía proveedores distorsione nuestro análisis. La financiación vía proveedores se suele caracterizar como la financiación más barata y adaptable. Además depende en gran medida del sector de actividad, por ejemplo los supermercados tienen grandes niveles de financiación de proveedores comparado con el resto de empresas. Al no hacer un análisis por sector, descartamos la financiación de proveedores quedándonos solamente con los pasivos con coste explícito. Esta elección representa mejor los criterios de decisión (deuda con coste o capital) de las empresas a la hora de realizar una inversión.

Variable independiente principal:

- ✓ **Empresa familiar:** es el principal regresor de nuestro modelo. Se construye creando una variable ficticia que toma el valor cero cuando la empresa es una

empresa no familiar y el valor uno cuando es una empresa catalogada como organización familiar. Al describir la muestra explicaremos los criterios empleados para identificar las empresas de propiedad familiar.

Variables independientes secundarias:

- ✓ **Antigüedad:** calculando los años transcurridos desde la fecha de constitución hasta la actualidad se han obtenido los años en funcionamiento que lleva cada empresa. Con estos datos se ha clasificado las empresas en dos grupos: adoptando la variable un valor de cero para aquellas empresas de menos de cincuenta años y un valor de uno para aquellas que llevan media década o más en funcionamiento.
- ✓ **Crecimiento:** el crecimiento se ha definido como el porcentaje de variación del inmovilizado entre los años 2013 y 2017. El empleo del inmovilizado y no de otra magnitud obedece a un criterio de desembolso. Mientras que otras formas de calcular el crecimiento de la empresa, como puede ser atender al crecimiento de la facturación, se pueden lograr sin requerir desembolsos ni inversiones nuevas (basta con un mero incremento de precios). El incremento del inmovilizado implica necesariamente una inversión que tiene que ser financiada, y que por tanto se debe de decidir cómo se elige esa financiación. Por la otra parte, el emplear datos no solo del último años sino de cinco años se debe a que la estructura financiera presente de una empresa es el resultado de las decisiones financieras pasadas (Fosberg, 2008) y, por tanto, el atender solo a los sucesos del último año es insuficiente ya que los años previos también tienen efecto en la conformación de dicha estructura. Este intervalo de cinco años será también empleado para calcular la rentabilidad y el cash flow.
- ✓ **Tamaño:** esta variable se ha medido en función al número de empleados conocido más reciente que tiene la empresa. Una vez obtenido dicho número de empleados se han catalogado a las empresas como pequeñas (≤ 50 empleados), medianas (51-250 empleados) y grandes (> 251 empleados). La escala utilizada se ha basado en función de lo indicado por el artículo 13 de la Norma Foral 11/2013, de 5 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades vigente actualmente en Bizkaia.

- ✓ **Rentabilidad:** para el cálculo de la rentabilidad se ha utilizado el EBIT entre el activo total y se ha calculado el promedio del periodo 2013-2017. El porqué del EBIT y no del resultado del ejercicio radica en que el EBIT no tiene en cuenta ni la política financiera ni la carga fiscal, siendo por tanto un valor menos manipulable y más adecuado para hacer comparaciones entre empresas. Dividir esta magnitud entre el activo total nos permite convertirla a términos relativos para hacerla comparable entre las diferentes compañías.
- ✓ **Cash flow:** por último, para medir la variable cash flow, hemos dividido la cifra de cash flow de cada año entre el activo total y hemos hecho el promedio de los años 2013-2017. Al igual que en el caso de la rentabilidad, dividir la cifra de cash flow entre el activo total nos permite pasar de términos absolutos a relativos y hacer la variable comparable entre empresas.

Ya con las hipótesis planteadas, y habiendo visto como se mide cada una de las variables del modelo, vamos a analizar la muestra.

MUESTRA

Dentro de este apartado vamos a explicar de dónde y cómo se ha obtenido la muestra para posteriormente dar una descripción y mostrar unos gráficos sobre la misma.

Obtención de la muestra

La muestra se ha obtenido de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). De las más de millón y medio de empresas que tiene SABI registradas en total se le han aplicado diferentes filtros hasta quedarnos con 1901 empresas de las cuales 1186 son empresas familiares y 715 no familiares.

Para diferenciar las empresas familiares de las que no lo son se han aplicado los siguientes filtros.

Se ha exigido que la familia en conjunto poseyera más del 50% de la propiedad y que el resto de acciones estén relativamente diluidas. También se ha exigido la presencia de al menos un accionista en la junta de directiva o en los puestos de dirección.

Las empresas que han cumplido estos requisitos se les han considerado empresas familiares. Esta manera de identificación de empresas familiares mediante filtros de SABI se ha basado en la metodología expuesta por Ramalho et al. (2018) y Lopez-Gracia et al (2007) para sus propias investigaciones. Para las no familiares se ha exigido que el capital estuviese diluido, no poseyendo nadie en su conjunto más del 50% de las acciones, y que en la junta directiva no hubiese presencia de accionistas.

Una vez diferenciadas, decir que a ambos grupos se les han aplicado diferentes filtros para evitar empresas inactivas, quebradas o con valores extremos. Los filtros en cuestión han sido los siguientes:

- 1- Se han exigido fondos propios positivos.
- 2- Se han exigido cuentas completas para los años: 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017.
- 3- Se han eliminado las empresas con menos de cinco trabajadores.
- 4- Se han eliminado las empresas con menos del 5% de deuda financiera.
- 5- Se han eliminado las empresas con un crecimiento del inmovilizado entre el periodo 2013-2017 mayor del 500%.
- 6- Se han eliminado las empresas que han perdido más de un 80% del inmovilizado en el periodo 2013-2017.
- 7- Se han eliminado las empresas correspondientes a los siguientes sectores en función del CNAE 2009:
 - a. Servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones.
 - b. Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria.
 - c. Actividades de biblioteca, archivos, museos y otras actividades culturales.
 - d. Actividades asociativas.
 - e. Actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico.
 - f. Actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio.
 - g. Actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales.

Tras aplicar todos estos criterios nos hemos quedado con la ya mencionada muestra de 1902 empresas (1186 familiares y 715 no familiares).

Según propiedad

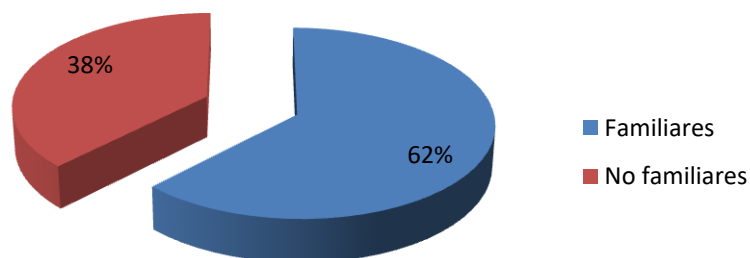


Figura nº11: Distribución de la muestra según propiedad. Elaboración propia. Fuente: SABI

Según tamaño

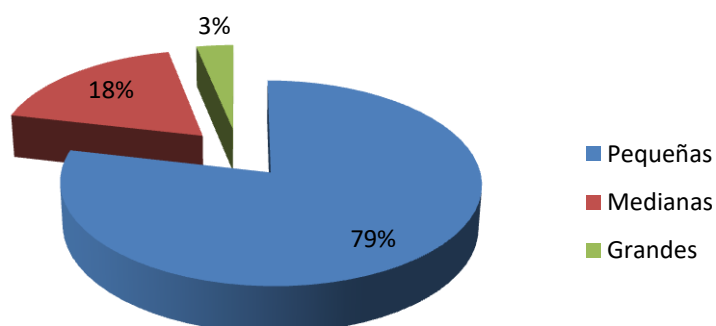


Figura nº12: Distribución de la muestra según tamaño. Elaboración propia. Fuente: SABI

Según antigüedad

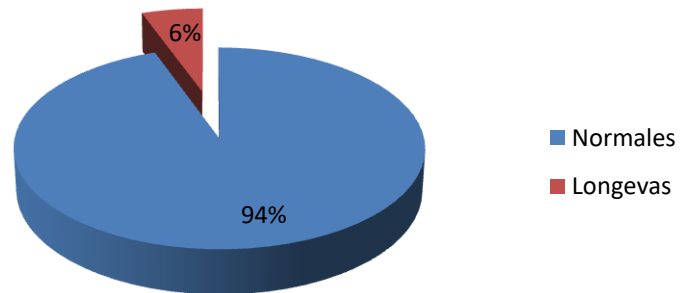


Figura nº13: Distribución de la muestra según antigüedad. Elaboración propia. Fuente: SABI

Rentabilidad, endeudamiento financiero, crecimiento y cash flow.

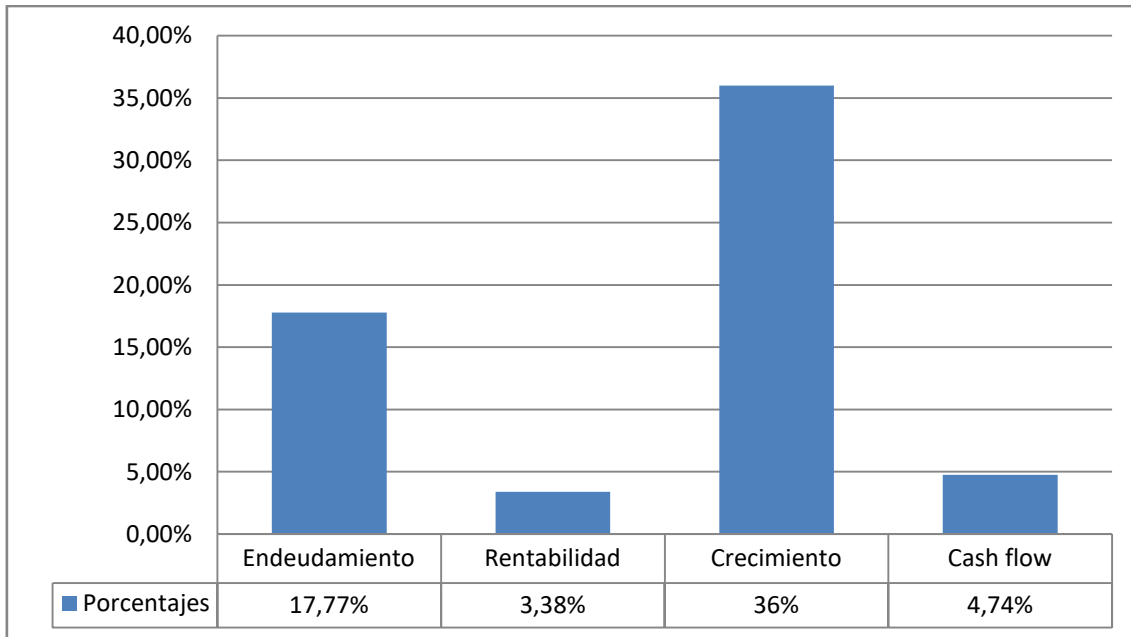


Figura nº14: Datos de rentabilidad, endeudamiento financiero, crecimiento y cash flow. Variables calculadas según la figura Nº 9. Elaboración propia. Fuente: SABI

RESULTADOS

Tras definir las hipótesis, las variables y como medirlas, plantear el modelo y ver la muestra con la que lo vamos a trabajar, pasamos a ver los resultados del contraste.

Previamente a plantear el modelo con todas las variables, vamos a realizar una regresión univariante sobre la variable dependiente (endeudamiento) con cada uno de los regresores. Con este procedimiento evitamos que por problemas de multicolinealidad podamos llegar a introducir variables poco significativas en el modelo multivariante final. De este análisis nos fijaremos en dos aspectos, en primer lugar si la variable es significativa y en segundo lugar si tiene el signo esperado planteado en las hipótesis.

Para la resolución de la regresión se empleara el programa Gretl y se resolverá por mínimos cuadrados ordinarios. La significatividad la medimos mediante el contraste de significatividad de la T de student siendo la hipótesis nula y la alternativa:

H_0 : $\beta_j = 0$ (variable no significativa)

H_a : $\beta_j \neq 0$ (variable significativa)

En la siguiente expresión tenemos el cálculo del estadístico de contraste que se compara con la T de student y se observa si se rechaza o no la hipótesis nula de que la variable no es significativa.

$$t_j = \frac{\hat{\beta}_j}{S(\hat{\beta}_j)} \sim t_{n-k}$$

MODELOS UNIVARIANTES

1) Empresa familiar

$$Y = \alpha + \beta_1 * X_1 + u$$

	Variable	Coeficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1698	0,0046		
β_1	Empresa familiar	0,0126	0,0059	Significativa al 5%	Positivo

Figura nº15: Regresión univariante con la variable empresa familiar. Elaboración propia.

En este primer análisis univariante observamos que la variable empresa familiar es relevante con un nivel de significación del 5%. En lo que respecta al signo, el programa econométrico nos muestra que su relación con el endeudamiento es positiva, es decir, pasar de no ser empresa familiar a ser empresa familiar ($X_1=0$ a $X_1=1$) implica, de media, un incremento en el endeudamiento financiero. Esto encaja con nuestra primera hipótesis que afirmaba que la relación entre ser empresa familiar y el endeudamiento debía ser positiva.

Como ya comentamos, las organizaciones familiares tienen cuatro razones de peso para una vez agotada la autofinanciación acudir a la deuda en vez de al capital. En primer lugar son reacias a diluir su participación por aumentos de capital y entrada de nuevos socios. En segundo lugar, son consideradas empresas muy centradas en el largo plazo, lo que reduce los costes de agencia facilitando la relación con las entidades financieras. En tercer lugar la mayor disposición a dar avales infringe un efecto también positivo en la relación prestamista-empresa. Por cuarto y último basábamos argumentábamos que los inversores externos son reacios a entrar en empresas familiares temerosos de que dada su minoría accionarial pudieran sufrir comportamiento ventajistas por parte de la familia.

Es por estas razones que esperábamos un mayor endeudamiento financiero de las empresas familiares con respecto al resto, circunstancia que se cumple dado el rechazo de la hipótesis nula de no significatividad y el signo positivo de la variable.

2) Antigüedad

$$Y = \alpha + \beta_2 * X_2 + u$$

	Variable	Coefficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1792	0,0029		
β_2	Antigüedad	-0,0275	0,0125	Significativa al 5%	Negativo

Figura nº16: Regresión univariante con la variable antigüedad. Elaboración propia.

En cuanto a la variable antigüedad, hemos obtenido que también es significativa al 5% y con signo negativo, tal y como lo habíamos planteado en la segunda hipótesis. La explicación se fundamenta en que las empresas con una dilatada trayectoria han sido capaces de retener más beneficios que las más jóvenes y, por tanto, tienen más reservas y requieren de menos financiación externa teniendo un menor nivel de endeudamiento. El coeficiente negativo de nuestra beta avala esta hipótesis.

3) Crecimiento

$$Y = \alpha + \beta_3 * X_3 + u$$

	Variable	Coefficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1752	0,0031		
β_3	Crecimiento	0,0068	0,0033	Significativa al 5%	Positivo

Figura nº17: Regresión univariante con la variable crecimiento. Elaboración propia.

Nuestra tercera hipótesis sostenía que el crecimiento está asociado positivamente con la deuda, y es que, una empresa con potencial de crecimiento requiere de financiación para esas nuevas inversiones, y esta financiación no siempre puede ser cubierta íntegramente por los recursos propios. Esta situación hace que las empresas que emprenden grandes inversiones se vean muchas veces avacadas a emplear el siguiente escalafón de la pirámide de la selección jerárquica, la deuda.

Al realizar la regresión observamos que nuevamente la variable es relevante en el modelo y que su signo es el esperado. Esto implica que las empresas con mayor

crecimiento tienden a tener mayor deuda financiera que las de menor crecimiento ceteris paribus.

4) Tamaño

$$Y = \alpha + \beta_4 * X_4 + \beta_5 * X_5 + u$$

	Variable	Coefficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1764	0,0032		
β_4	Mediana	0,0035	0,0074	No significativa	Positivo
β_5	Grande	0,0209	0,0161	No significativa	Positivo

Figura nº18: Regresión univariante con la variable tamaño. Elaboración propia.

La variable tamaño se mencionaba en la cuarta hipótesis de esta investigación. El signo esperado era positivo, ya que, se argumentaba que cuanto más grande es una empresa mayor es la información que transmite al exterior. Esta mayor transparencia ayuda a mitigar la información asimétrica que da pie a la teoría de la selección jerárquica.

En el desarrollo del marco teórico sobre la teoría de la selección jerárquica veíamos como la diferencia de conocimiento entre los agentes internos de la empresa y los externos provocaba que el mercado financiero tratara a todas las organizaciones como si se encontraran en la media (no pudiendo distinguir la calidad de cada una), perjudicando a las de mayor rentabilidad. Pues bien, las empresas medianas y en especial las más grandes, al mitigar la información asimétrica ven este problema reducido, y por ende, deberían ser más proclives a la financiación externa vía deuda.

No obstante, al contrastar lo ahora explicado en nuestra muestra con las variables ficticias dicotómicas X_4 y X_5 creadas para medir el efecto del tamaño en el endeudamiento financiero, no se obtiene el resultado esperado. Pese a que ambos signos son positivos, no se rechaza la hipótesis nula de no significatividad ($\beta_j = 0$), por ello las variables no se muestran relevantes en el modelo. Al ser un modelo en el que solo se introducen estas variables no podemos pensar que el hecho de no ser

relevante venga dado por un alto grado de multicolinealidad entre los regresores. Por tanto en este caso no podemos contrastar el cumplimiento de la cuarta hipótesis del estudio.

5) Rentabilidad

$$Y = \alpha + \beta_6 * X_6 + u$$

	Variable	Coficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1797	0,0034		
β_6	Rentabilidad	-0,0600	0,0542	No significativa	Negativo

Figura nº19: Regresión univariante con la variable rentabilidad. Elaboración propia.

En cuanto a la rentabilidad, la quinta hipótesis sostenía que en base a la teoría de la selección jerárquica deberíamos observar una relación inversamente proporcional. El principal argumento para sostener esta relación radica en que a mayor rentabilidad más recursos internos se generan y menos se tiene que acudir a la deuda como siguiente alternativa de fuente de recursos.

Pero, al igual que nos ha ocurrido con el tamaño, la rentabilidad muestra un signo negativo pero no es una variable significativa. Sin embargo, en este caso, la explicación que le damos es que la rentabilidad no es el mejor indicador para medir los recursos internos generados. La rentabilidad mide los beneficios de manera relativa (al estar esta magnitud dividida entre el activo). No obstante, los beneficios no tienen por qué coincidir con los recursos, o mejor dicho, con el efectivo generado. Por tanto se puede dar la situación en la que haya empresas con beneficios positivos que sin embargo tienen un flujo de efectivo negativo y, por tanto, no solo no generan recursos reinvertibles, sino que generan un vacío que debe ser financiado por agentes externos.

En resumen, la variable rentabilidad puede no ser un buen indicador de la capacidad de generación de autofinanciación por parte de la empresa y por ello no se muestra relevante en el modelo.

6) Cash flow

$$Y = \alpha + \beta_7 * X_7 + u$$

	Variable	Coeficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1951	0,0037		
β_7	Cash flow	-0,3677	0,0525	Significativa al 1%	Negativo

Figura nº20: Regresión univariante con la variable cash flow. Elaboración propia.

Por último, la sexta hipótesis planteaba también una relación negativa entre el cash flow y el endeudamiento. El razonamiento esgrimido es el mismo que para la variable rentabilidad, es decir, que las empresas con alto cash flow al generar gran volumen de recursos internos no requieren acudir tanto a la deuda como aquellas que generan un menor volumen.

A diferencia de la rentabilidad, el cash flow sí que es una excelente medida de la capacidad de generar recursos internos y de autofinanciarse. Es por eso que al contrastar esta hipótesis en nuestra muestra se obtiene un p-value extremadamente pequeño indicando que la variable es significativa y con el signo de la beta negativo que esperábamos.

MODELO MULTIVARIANTE

Una vez realizados los análisis univariantes, descartamos las variables correspondientes al tamaño y a la rentabilidad a la hora de construir nuestro modelo definitivo. Por tanto, el modelo toma la siguiente forma:

$$Y = \alpha + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * X_3 + \beta_4 * X_4 + u$$

Siendo:

X_1 = Empresa familiar X_2 = Antigüedad X_3 = Crecimiento X_4 = Cash flow

	Variable	Coefficiente	Desv. Típica	Significación	Signo
Y	Endeudamiento				
α	Constante	0,1864	0,0054		
β_1	Empresa familiar	0,0114	0,0058	Significativa al 5%	Positivo
β_2	Antigüedad	-0,0220	0,0124	Significativa al 10%	Negativo
β_3	Crecimiento	0,0101	0,0033	Significativa al 1%	Positivo
β_4	Cash flow	-0,3866	0,0528	Significativa al 1%	Negativo

Figura nº21: Regresión multivariante, modelo final. Elaboración propia.

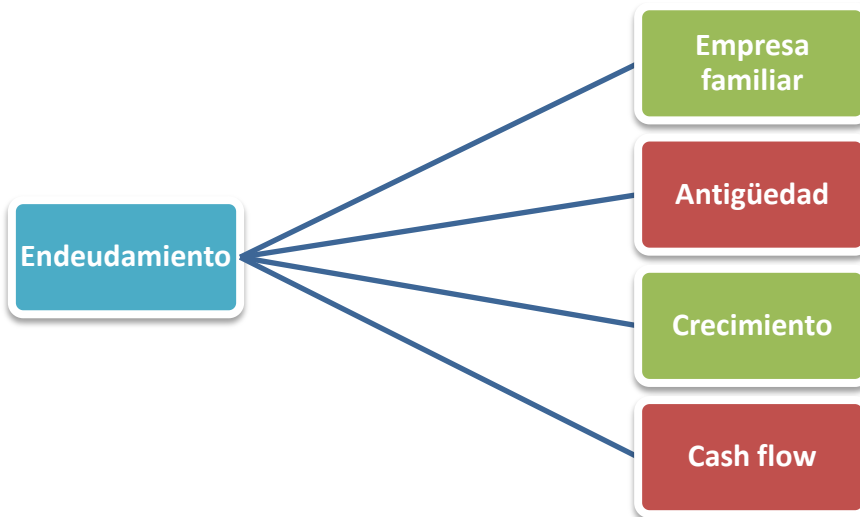


Figura nº22: Esquema de relación esperada entre las variables. Verde = relación positiva, Rojo = relación negativa. Elaboración propia.

$$\text{Endeudamiento} = 0,1864 + 0,0114 \text{ Empresa familiar} - 0,0220 \text{ Antigüedad} + 0,0101 \text{ Crecimiento} - 0,3866 \text{ Cash flow}$$

R ²	Desviación típica	SCR
0,0338	0,1228	28,6078

En cuanto a la significatividad conjunta, empleamos el siguiente estadístico:

$$F = \frac{\frac{R^2}{(k-1)}}{\frac{1-R^2}{(n-k)}} \sim F(k-1, n-k)$$

Siendo las hipótesis nula y alternativa:

H₀: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4$ (modelo conjuntamente no significativo)

H_a: Alguna igualdad no se cumple

En nuestro caso el valor del estadístico $F(4, 1896)$ es de 16,6029 rechazándose la hipótesis nula y afirmando por tanto que el modelo es significativo conjuntamente.

Para determinar si existe multicolinealidad emplearemos el Factor de Inflación de la Varianza (VIF) definido como:

$$VIF_j = \frac{1}{(1-R_j^2)}$$

Valores elevados (superiores a 10) se interpretan como una alta correlación de las variables. En nuestro caso los valores obtenidos son ligeramente superiores a 1, por lo tanto, no se aprecian problemas de multicolinealidad en nuestro modelo.

En resumen, si bien el R^2 del modelo final multivariante planteado es discreto, todas las variables son individualmente significativas y el modelo es también conjuntamente significativo. En cuanto a la multicolinealidad, no se detecta que haya una fuerte correlación entre las variables explicativas.

INTERPRETACIÓN

Atendiendo a los signos y las relevancia de las variables podemos afirmar que en general el contraste de las hipótesis ha sido favorable y ha ratificado nuestros planteamientos. Excepto la cuarta hipótesis correspondiente al tamaño (y la correspondiente a la rentabilidad que como ya dijimos, se reflejaba mejor mediante el cash flow) todos los demás planteamientos son confirmados.

Según la teoría de la selección jerárquica la antigüedad y el cash flow deben de tener una relación negativa con el endeudamiento financiero y a si se muestra en los resultados. El crecimiento, en cambio, se relaciona de manera proporcional tal y como señalaban los fundamentos del marco teórico de la teoría de la selección jerárquica.

Y la hipótesis formulada que más nos interesaba (sobre la que se basa este estudio) es la del impacto de ser empresa familiar respecto de no serlo sobre el endeudamiento. Durante el trabajo ya hemos visto las características diferenciadoras de esta tipología de empresa y esas características (coste de agencia con prestamistas mitigados por su visión de L/P y por su disponibilidad para prestar avales, accionistas familiares reticentes a diluir su participación e inversores externos minoristas reacios a entrar en el accionariado) interpretadas según la teoría de la selección jerárquica nos señalaban que la empresa familiar debería tener unos niveles de endeudamiento financiero mayor. Pues bien, el análisis empírico parece confirmar lo expuesto debido a que la variable empresa familiar es relevante en el modelo y el signo asociado al coeficiente beta es positivo, indicando que de media las empresas de capital familiar estan más endeudadas financieramente que sus homónimas no familiares, como ya planteaban autores ya mencionados como Céspedes et al. (2010), González et al. (2013) o Thiele y Wendt (2017).

CONCLUSIONES

Al comienzo del estudio nos planteábamos como objetivo principal de la investigación demostrar que la empresa familiar tiene un comportamiento diferenciado en términos de estructura financiera respecto del resto y que la teoría de la selección jerárquica es adecuada para explicar esas decisiones financieras. Para dar respuesta a esta cuestión principal, propusimos como objetivos secundarios construir un marco teórico sólido tanto de la teoría financiera como de las características y peculiaridades de las organizaciones familiares. Y unido a este objetivo se encontraba el de analizar en que sentido esas características peculiares podían afectar a la estructura de capital.

Del primer apartado del marco teórico, extraemos como conclusiones principales que las organizaciones familiares están centradas en el L/P, son ahorradoras, cautelosas, tienen un gran afán de mantener el control de los votos, generan más confianza a los financiadores (al estar sometidos a menores costes de agencia) y a su vez tienen mayores dificultades para encontrar inversores dispuestos a entrar en el capital.

Del segundo apartado destacamos que la teoría de la selección jerárquica basa toda su argumentación en la existencia de información asimétrica en los mercados financieros y en que las decisiones financieras se toman para minimizar los costes derivados de dicha información asimétrica. Debido a esta imperfección de mercado, a las empresas generadoras de recursos les es más barato emplear primero los recursos internos, y solo tras agotar estos, deben acudir a los externos priorizando la deuda a las aplicaciones de capital.

Contactando las dos partes del marco teórico vemos que la empresa familiar debido a sus características es propensa a seguir este orden jerárquico a la hora de buscar recursos. Esto lo observamos en los resultados del modelo final planteado atendiendo a los coeficientes asociados a las variables “empresa familiar” y “cash flow”. Centrándonos en esta última variable apreciamos que existe una fuerte correlación negativa entre generar recursos (cash flow positivo) y el endeudamiento financiero, indicando que cuando a las empresas les es posible autofinanciarse optan mayoritariamente por esta opción.

En el caso de la variable empresa familiar, el hecho de ser una variable estadísticamente significativa corrobora nuestro objetivo principal que afirmaba que el comportamiento financiero de estas organizaciones difiere respecto al resto. Que el signo de su beta sea positivo, entronca también con el planteamiento inicial y con la argumentación del marco teórico. Como hemos explicado repetidas veces a lo largo del trabajo, la teoría de la selección jerárquica prioriza la deuda a la ampliación de capital pero en el caso de las empresas familiares esta priorización es todavía más fuerte. El temor a perder la mayoría en la junta de accionistas hace que muchas veces la ampliación de capital sea una opción descartada de antemano pese a tener un proyecto rentable entre manos. Además, que los costes de agencia se vean mitigados gracias a la elevada disposición a aportar avales al negocio y que la orientación largoplacista sea un atributo recurrente en las organizaciones familiares, facilita acudir a la deuda cuando los recursos internos no sean suficientes.

A través de lo expuesto hasta el momento se ha tratado de realizar un pequeño aporte más a la investigación sobre la estructura de capital en las compañías de capital familiar, mostrando empíricamente como decisiones de estas compañías se adecuan en gran medida a los planteamientos expuestos por teoría de la selección jerárquica.

LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN

Este último apartado de la investigación tiene por objeto explicar las limitaciones principales de la investigación. Entre ellas, en primer lugar, debemos tener en cuenta que este estudio se ha realizado empleando datos de la base SABI, y que, un estudio con datos personalizados podría ofrecernos la posibilidad de trabajar con más variables y darle más profundidad al análisis.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta que la realidad financiera es extremadamente compleja y que los modelos planteados son meras simplificaciones. En ellos no se recogen todas las variables significativas que forman los criterios de decisiones en la toma de decisiones sobre la estructura de capital de una organización. Por tanto, debemos ser conscientes de que en todo análisis de este tipo hay un sesgo y de que la lectura de los resultados debe ser cautelosa. Que el análisis empírico nos indique que existe una relación positiva entre un regresor y la variable dependiente indica que de media cuando la primera aumenta la segunda también aumenta, pero puede haber casos en que esta relación no se cumpla, y es que, siempre hay cierto nivel de dispersión.

Terminando ya con el apartado de futuras líneas de investigación, pienso que sería interesante completar esta investigación analizando en una muestra íntegramente compuesta por empresas familiares variables exclusivas de esta tipología de empresa tales como: la generación en la que se encuentra, el porcentaje de control, los valores familiares, el nivel de implicación de la familia en el negocio, existencia de un consejo de familiar... que afectan sobre el endeudamiento. Este análisis no trataría de ver qué diferencias existen entre las familiares respecto del resto, sino que analizaría, dentro del colectivo de las compañías familiares, cómo las diferentes especificidades afectan sobre la estructura financiera.

BIBLIOGRAFÍA

AKERLOF, G. (1970): *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

ANDERSON, R. C. y REEB, D. M. (2003): *Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*. The Journal of Finance, vol. 58, No. 3, pp. 1301-1328.

ANDERSON, R.C., MANSI, S.A. y REEB, D.M. (2003): *"Founding family ownership and the agency cost of debt"*. Journal of Financial Economics, vol. 68, No. 2, pp. 263-285.

AROSA, B., ITURRALDE, T. y MASEDA, A. (2010): *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*. Journal of Family Business Strategy, vol. 1, No. 2, pp. 88-96.

ASTRACHAN, J. H. y SHANKER, M. C. (2003): *"Family businesses' contribution to the U.S. economy: A closer look"*. Family Business Review, vol.16, No. 3, pp. 1-220.

AYBAR, C., CASINO, A. y LÓPEZ, J. (2004): *"Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la PYME"*. Moneda y Crédito, vol. 219, pp. 71-98.

AZOFRA, V., SAONA HOFFMANN, P. y VALLELADO GONZÁLEZ, E. (2007): *Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas*. Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. 36 No. 133, pp. 11-30.

BAEK, H.Y., CHO, D.D. y FAZIO, P.L. (2016): *"Family ownership, control and corporate capital structure: an examination of small capitalization public firms"*. Journal of Family Business Management, vol. 6 No. 2, pp. 169-185.

BAKER, M., y WURGLER, J. (2002): *Market timing and capital structure*. The Journal of Finance, vol. 57, No.1, pp. 1-32.

BANERJEE, S., HESHMATI, A., y WIHLBORG, C. (1999): *The dynamics of capital structure*. Working Paper Series in Economics and Finance, No. 333, pp. 1–20.

BARNEA, A., HAUGEN, R. y SENBET, L., (1980): *"A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework"*. Journal of Finance, vol. 35, pp. 1223-1234.

- BASCO, J.T. (2006): *La investigación en la empresa familiar: "un debate sobre la existencia de un campo independiente"*. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 12, No. 1, pp.33-54.
- BERTRAND, M., y SCHOAR, A. (2006): *The role of family in family firms*. The Journal of Economic Perspectives, vol. 20, No. 2, pp. 73–96.
- BLANCO-MAZAGATOS, V., QUEVEDO-PUENTO, E. y CASTRILLO, L.A. (2007): *The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study*. Family Business Review, vol. 20, No. 3, pp. 199–213.
- BRUSH, T. H., BROMILEY, P. y HENDRICKX, M. (2000): *The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance*. Strategic Management Journal, vol. 21, No. 4, pp. 455-472.
- CABRERA, K., DE SAÁ, P. y GARCÍA, D. (2001): *The succession process from a resource-and knowledge-based view of the family firm*. Family Business Review, vol. 14, No. 1, pp. 37-48.
- CASSILLAS-BUENO, J., A. MORENO MENÉNDEZ y F. ACEDO GONZÁLEZ (2010): *"El Nivel Generacional como Moderadora de la Relación entre la Implicación Familiar y Orientación Emprededora"*. XX Congreso Nacional ACEDE. Granada (España).
- CÉSPEDES, J., GONZÁLEZ, M., y MOLINA, C. (2010): *Ownership and capital structure in Latin America*. Journal of Business Research, vol. 63, No 3, pp. 248–254.
- CHAMI, R. (2001): *"What is Different about Family Business?"*. Working Paper International Monetary Fund, WP/01/70.
- COLLI A. (2003): *The History of Family Business 1850-2000*. Cambridge. University Press.
- COLOMBO, M.G. y GRILLI, L. (2007): *Funding gaps? access to bank loans by high-tech start-ups*. Small Business Economics, vol. 29, pp. 25-46.
- CORONA, J (Dir.) (2015): *La empresa Familiar en España*. Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de empresa Familiar, Barcelona.
- DAILY, C. y M. DOLLINGER (1991): *"Family Firms are Different"*. Review of Business, vol. 13, No. 1, pp. 3-5.
- DAVIS P. (1983): *"Realizing the potential of the family business"*. Organizational Dynamics, vol. 12, pp. 47-56.

DE GEUS, A. (1997): *The living Company*. Cambridge (EE.UU), Harvard. Business School Press. Boston.

DE LA ROSA, J.M. (2015): *Predicción de insolvencia en la empresa familiar*. Facultad de ciencias económicas y empresariales. Universidad de Málaga.

DEANGELO, H. y MASULIS, R.W. (1980): *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economics, vol. 8, No. 1, pp. 3-27.

DONALDSON, G. (1961): "*Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*". Division of Research, Harvard University, Boston.

DONNELLY, R.G. (1964): *The Family Business*. Harvard Business Review, vol. 42, pp. 93-105.

DU, J., y DAI, Y. (2005): *Ultimate corporate ownership structures and capital structures: evidence from East Asian economies*. Corp. Gov. Int. Rev. Vol. 13, pp. 60–71.

DYER, W. G. (2006): "*Examining the "Family Effect" on Firm Performance*". Family Business Review, vol. 19, No. 4, pp. 253-273.

DYER, W.G.JR. (1986): *Cultural changes in family business: Anticipating and managing business and family transitions*. San Francisco: Joseey-Bass.

ELLIOTT, W. B., KOËTER-KANT, J., y WARR, R. S. (2008): *Market timing and the debt–equity choice*. Journal of Financial Intermediation, vol. 17, No. 2, pp. 175-197.

ETXEANDIA, L. (2014): *Características diferenciadoras de la empresa familiar: aplicación práctica*. Facultad de ciencias económicas y empresariales. Universidad del País Vasco.

FAMA, E., y JENSEN, M. (1983): *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, vol. 26, No. 2, pp. 301–325.

FAMA, E.F. y FRENCH, M.C. (2002): *Testing trade off and the pecking order predictions about dividends and debt*. Review of Financial Studies, vol. 15, pp. 1-33.

FERNÁNDEZ, G. y FERNÁNDEZ, S. (2007): «*La Gerencia en las Empresas Familiares*». Journal of Management for Value. Universidad Francisco Marroquín. Guatemala, vol. 19, No. 4, pp. 1-19.

ELLUL, A. (2011): *Control motivations and capital structure decisions*. The Centre for Governance, Institutions and Organizations (CGIO) academic conference, August 25th and 26th, NUS Business School, Singapore.

FERNÁNDEZ, Z., y NIETO, M. J. (2005). *La estrategia de internacionalización de la pequeña empresa familiar*. Cuadernos de economía y dirección de la empresa, No 22, pp. 107-126.

FFI Family Firm Institute, (2015): recuperado de <https://www.ffi.org/>

FOSBERG, R. H. (2008): *Debt capacity and debt financing*. Journal of Business & Economic Research, vol. 6, No. 8, pp. 21-26.

FRANK, M. y GOYAL, V. (2009): *Capital structure decisions: wich factors are reliably important?* Financial Management, spring 2009, pp. 1-37.

GALLO, M. y V. RIBEIRO (1996): *A Gestão das Empresas Familiares*. Almedina, Coimbra (Portugal).

GALLO, M., TAPIES, J. y CAPPUYNS, K. (2004): *Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences*. Family Business Review, vol. 17, No. 4, pp. 303- 318.

GALVE-GÓRRIZ, C. y V. SALAS-FUMÁS (2003): *La Empresa Familiar en España: Fundamentos Económicos y Resultados*. Fundación BBVA, Bilbao (España).

GEDAJLOVIC, E., LUBATKIN, M. y SCHULZE, W., (2004): *Crossing the threshold from founder management to professional management: a governance perspective*. Journal of Management Studies vol. 41, No. 5, pp. 899–912.

GINEBRA, J. (1997): *Las empresas familiares. Su dirección y su continuidad*. Panorama.

GINEBRA, J. (1997): *Las empresas familiares. Su dirección y su continuidad*. Panorama.

GÓMEZ MEJÍA, L., NUÑEZ NICKEL, M. y GUTIERREZ, I. (2001): *The Role of Family Ties in Agency Contracts*". Academy of Management Journal, vol. 44, No. 1, pp. 81-95.

GOMEZ-MEJIA, L., M. NUÑEZ-NICKEL y I. GUTIERREZ (2001): *"The Role of Family Ties in Agency Contracts"*. Academy of Management Journal, vol. 44, No. 1, pp. 81-95.

GONZÁLEZ, M., GUZMÁN, A., POMBO, C. y TRUJILLO, M.A. (2013): *Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control*. Journal of Business Research, vol. 66, No. 11, pp. 2308-2320.

GRAHAM, J.R. (2000): *"How Big Are the Tax Benefits of Debt?"*. Journal of Finance, vol. 55, pp. 1901-1941.

HABBERSHON, T. y WILLIAMS, M. (1999): «*A Resource Based Framework For Assessing The Strategic Advantages Of Family Firms*». Family Business Review, No. 12, pp. 01–22.

HANDLER, W. C. (1989): *Methodological issues and considerations in studying family businesses*. Family Business Review, vol. 2, No. 3, pp. 257-276.

HAUGEN, R. A. y SENBET, L. W. (1978): *The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure*. Journal of Finance, vol. 33, No. 2, pp. 384.

IEF Instituto de la Empresa Familiar: <http://www.iefamiliar.com/cifras/1>

JENSEN, M. C. (1986): *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. American Economic Review, vol. 76, No. 2, pp. 323.

JENSEN, M. C., y MECKLING, W. H. (1976): *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

KAYE, K. y HAMILTON, S. (2004): *Roles of trust in consulting to financial families*. Family Business Review, vol. 17, No. 2, pp. 151–163.

KEASEY, K., MARTINEZ, B. y PINDADO, J. (2015): *Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control*. Journal of Corporate Finance, vol. 34, pp. 47-63.

KISGEN, D. J. (2006): *Credit ratings and capital structure*. Journal of Finance, vol. 61, No. 3, pp. 1035-1072.

KOROPP C., KELLERMANNNS FW., GRICHNIK D. y STANLEY L. (2014): *Financial decision making in family firms*. Family Business Review, vol. 27, No. 4, pp. 307–327.

LEACH, P. (2001): *La Empresa Familiar*. Granica.

LE BRETON-MILLER I., y MILLER D. (2016): *Family firms and practices of sustainability: A contingency view*. Journal of Family Business Strategy, vol. 7, No.1, pp.26-33.

LELAND, H. E., y PYLE, D. H. (1977): *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*. Journal of Finance, vol. 32, No. 2, pp. 371-387.

LEMMON, M. L. y ZENDER, J. F. (2010): *Debt capacity and tests of capital structure theories*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 45, No. 05, pp. 1161-1187.

LOPEZ-GRACIA, J. y SÁNCHEZ-ANDÚJAR, S. (2007): *Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms*. Family Business Review, vol. 20, No. 4, pp. 269-287.

MANN, S. V., y SICHERMAN, N. W. (1991): *The agency cost of free cash flow: Acquisition activity and equity issues*. Journal of Business, vol. 64, No. 2, pp. 213-227.

MARGARIDA, I. (2012): *Diferencias entre empresas familiares y no familiares. Evidencia en los mercados bursátiles portugués y español*. Facultad de ciencias económicas y empresariales. Universidad de Extremadura.

MCGRATH, H., y O'TOOLE, T. (2018): *Extending the concept of familiness to relational capability: A Belgian micro-brewery study*. International Small Business Journal, vol. 36, No. 2, pp. 194–219.

MILLER, D., I. BRETON-MILLER, R. LESTER y A. CANNELLA JR. (2007): "Are Family Firms Really Superior Performers?". Journal of Corporate Finance, vol. 13, No. 5, pp. 829-858.

MISHRA, C. S., y MCCONAUGHY, D. L. (1999): *Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt*. Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 23, No. 4, pp. 53–64.

MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. (1958): *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. American Economic Review, vol. 48, No. 3, pp. 261.

MOLLY, V., LAVEREN, E. y JORISSEN, A. (2012): *Intergenerational Differences in Family Firms: Impact on Capital Structure and Growth Behavior*. Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 36, No. 4, pp. 703-725.

MYERS, S. C. (1977): *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, vol. 5, pp. 147–175.

MYERS, S., (1984): "The Capital Structure Puzzle". Journal of Finance, vol. 39, No. 3, pp. 575-592.

MYERS, S.C. y MAJLUF, N. (1984): "Corporate financing and investment decisión when firms have information that investor do not have". Journal of Financial Economics, vol. 13, pp. 187-221.

NAVARRETE, E. (2012): *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. Departamento de Economía y Empresa. Universidad de la Rioja.

NEUBAUER, F. y LANK, A. (1999): *La Empresa Familiar: Cómo Dirigirla para que Perdure*. Ediciones Deusto.

O'HARA, W. (2004): «Centuries of Success: Lessons From The World's Most Enduring Family Businesses». Adams Media Corp, Toronto.

PETERSEN, M. A., y RAJAN, R. G. (1994): *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*. Journal of Finance, vol. 99, No. 1, pp. 3–37.

POUTZIOURIS, P. (2001): *The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy*. Family Business Review, vol. 14, No. 3, pp. 277–291.

POZA, E., HANLON, S. y KISHIDA, R. (2004): *Does the family business interaction factor represent a resource or a cost?* Family Business Review, vol. 17, No. 2, pp. 99–118.

PUIG, I. (2007): *Retratos de familia. Lo que quiso saber y no se atrevió a preguntar sobre la Empresa Familiar*. Barcelona: Empresa Activa.

RAMALHO, J. J., RITA, R. M., y DA SILVA, J. V. (2018): *The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis*. International Small Business Journal, vol. 36, No. 5, pp 574–604.

ROSS, S. A. (1973): *The economic theory of agency: The principal's problem*. American Economic Review, vol. 63, No. 2, pp. 134-139.

SÁNCHEZ, A. J., y CASANOVA, C. (2004): *Cómo mejorar la estructura de la empresa familiar*. Guía práctica para empresarios. Universidad de Córdoba.

SANTOS, M.S., MOREIRA, A.C. y VIEIRA, E.S. (2014): *Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure*. Journal of Management & Governance, vol. 18, No. 4, pp. 1063-1107.

SCHMID, T. (2013): *Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms*. Journal of Banking & Finance, vol. 37, No. 2, pp. 257-272.

SCHULZE, W., LUBATKIN, M. y DINO, R. (2003): “*Exploring the consequences of ownership dispersión among the directors of private family firms*”. Journal of Business Venturing, vol. 46, No. 2, pp. 174-116.

SCHULZE, W.S., LUBATKIN, M. H., DINO, R. N. y BUCHHOLTZ, A. K. (2001): *Agency relationships in family firms: theory and evidence*. Organization Science, vol. 12, No. 2, pp. 99-116.

STEIJVERS, T. y VOORDECKERS, W. (2009): *Private family ownership and the agency costs of debt*. Family Business Review, vol. 22, No. 4, pp. 333-346.

STIGLITZ, J. E., y WEISS, A. (1981): *Credit rationing in markets with imperfect information*. American Economic Review, vol. 71, No. 3, pp. 393.

STULZ, R. (1990): *Managerial discretion and optimal financing policies*. Journal of Financial Economics, vol. 26, No. 1, pp. 3-27.

STULZ, R. (1988): "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control". Journal of Financial Economics, vol. 20 Nos. 1/2, pp. 25-54.

SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (2003): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Ed. Pirámide. Madrid.

TAGIURI, R. y DAVIS, J. (1982): *Atributos ambivalentes de la empresa familiar*. Family Business Review, vol. 11, No. 1, pp. 11-16.

TÁPIES, J. (2009): *Empresa familiar: el valor de los valores: Claves de futuro en la empresa familiar*. Revista de Antiguos Alumnos, No. 112, pp. 28 – 34.

TÁPIES, J. (2011): *Empresa familiar: un enfoque multidisciplinar*. Universia Business Review.

THIELE, F.K. y WENDT, M. (2017): "Family firm identity and capital structure decisions". Journal of Family Business Management, vol. 7, No. 2, pp. 221-239.

TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988): *The Determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance, vol. 43, pp. 1-19.

VALDALIZO, J.M., y LÓPEZ GARCÍA, S. (2000): *Historia Económica de la Empresa*. Crítica. Barcelona.

VAN DEN BERGHE, L. y S. CARCHON (2003): "Agency Relations within the Family Business System: An Exploratory Approach". Corporate Governance: An International Review, vol. 11, No. 3, pp. 171-179.

VENDRELL, A. (2008): *La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la pequeña empresa española*. Tesis Doctoral, Universidad de Lérida.

WARD, J. (1998): "*Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices*". *Family Business Review*, vol. 10, pp. 323-337.

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

WARD, J. (2005): *Ventajas competitivas de las empresas familiares*. Jornada del Instituto de La Empresa Familiar, 20 Septiembre. Documento 133. Madrid.

WESTON, J. F., y BRIGHAM, E. F. (1981): *Managerial Finance (7th ed.)*. Hinsdale: Dryden Press.