



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE GRADO

Título
Influencia de la crisis económica en la estructura financiera de las empresas familiares
Autor/es
Ignacio Najarro Ruiz
Director/es
Juan Carlos Ayala Calvo
Facultad
Facultad de Ciencias Empresariales
Titulación
Grado en Administración y Dirección de Empresas
Departamento
Curso Académico
2014-2015



Influencia de la crisis económica en la estructura financiera de las empresas familiares, trabajo fin de grado

de Ignacio Najarro Ruiz , dirigido por Juan Carlos Ayala Calvo (publicado por la Universidad de La Rioja), se difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported. Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los titulares del copyright.



FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**Influencia de la crisis económica en la estructura
financiera de las empresas familiares**

Autor: Najarro Ruiz, Ignacio
Tutor: Ayala Calvo, Juan Carlos

CURSO ACADÉMICO 2014-2015

ÍNDICE

Resumen	3
1. Introducción	4
2. La Empresa Familiar	4
3. La Estructura Financiera y sus variables	5
3.1 La Teoría del Equilibrio Estático	6
3.2 La Teoría de la Jerarquía de Preferencias	6
3.3 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa	8
4. La estructura financiera en las Empresas Familiares	10
4.1 Como afecta la crisis a la estructura financiera	12
Estudio Empírico	14
5. Metodología	15
5.1 Procedimiento	15
5.2 Muestra	16
5.3 Análisis estadístico	19
6. Resultados	20
7. Conclusiones	25
Bibliografía	27

Resumen

La crisis económica de 2008 ha traído consigo numerosos estudios abarcando especialmente sus causas y consecuencias. Sin embargo muy pocos se han centrado en analizar los efectos producidos en las que son, por cantidad y por capacidad de desarrollo, las empresas más importante de España: Las empresas familiares representan el 85% de las empresas en nuestro país, y generan el 70% del PIB.

Este trabajo surge del objetivo de profundizar en los cambios que la crisis ha provocado en la estructura financiera de estas empresas. Para obtener los datos se ha recurrido a la base de datos SABI, realizando un riguroso filtro para diferenciar las empresas familiares de las no familiares. Con los datos obtenidos de SABI se ha procedido a realizar un análisis de regresión lineal jerárquica. Dicho análisis nos ha permitido observar las diferencias habidas entre la estructura financiera de 2007 y 2013. La principal conclusión de nuestro trabajo es que la crisis ha provocado un cambio en las variables que se relacionan con la estructura financiera de la empresa familiar. Este cambio puede verse desde dos perspectivas diferentes: la importancia y la significatividad. La única variable que se ha mantenido estable ha sido el cash flow generado.

Abstract

The 2008 financial crisis has brought many investigations about its origins and consequences. However very few studies have researched on the effects produced in the most important business in Spain: The family business represent 85% of the total business in our country, and generate 70% of GDP.

This research arises from the aim of deepen in the changes which the crisis has produced in the financial structure of these business. To get the data we have used SABI database, performing a rigorous filter to difference the family business and the non family business. With the data got from SABI we have proceeded with a regression analysis. This analysis allows us to observe the differences between 2007 and 2013 financial structures. The main conclusion for our analysis is that the crisis has produced a change in the variables which interact with financial structure in family business. This change can be observed with importance and significance. The only variable which has kept its importance has been the cash flow.

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas familiares, tanto en España como en el resto del mundo, son el elemento fundamental de la actividad económica. (Instituto Empresa Familiar, 2014). En cifras, el 85% del total de empresas son empresas familiares, representando casi 3 millones de empresas, que generan el 70% del PIB y emplean a 13,9 millones de personas en España (Asociación para el Desarrollo de la Empresa Familiar de Madrid; 2014)

La actual crisis económica nos está demostrando como no todos los sectores afrontan de igual manera sus consecuencias. Hay áreas que se ven afectadas de forma más virulenta y otras a las que, sin embargo, o les afecta de forma menos perjudicial o incluso no les afecta. Cobra así relevante importancia estudiar el caso de las empresas familiares, observar como cambia su estructura y analizar que variables son las que se ven alteradas.

El objetivo principal del presente estudio consiste en identificar si la estructura financiera de las empresas familiares ha variado con la crisis. Para ello vamos a utilizar los datos disponibles en la base de datos SABI. Sin embargo, esta base de datos no permite diferenciar directamente entre empresas familiares y empresas no familiares. Es por ello por lo que en primer lugar definiremos el concepto de empresa familiar teniendo en cuenta el objetivo del trabajo.

2. LA EMPRESA FAMILIAR

En primer lugar, para poder llevar a cabo un trabajo empírico, es necesario definir el objeto de estudio, en el caso que nos ocupa la empresa familiar. Sin embargo, en este caso no es tarea sencilla, pues *en Europa se han llegado a dar hasta 90 definiciones que hacen hincapié en diferentes componentes*. (Rojo Ramírez, et al; 2011).

Varios han sido los autores que han tenido por objetivo conceptualizar la empresa familiar. Así, la literatura existente coincide en señalar que se deben dar tres conceptos para calificar a una empresa como familiar (Rojo Ramírez, et al; 2011):

1. *El control del capital por la familia.*
2. *La participación activa de la familia en la gestión de la empresa.*
3. *La transmisión o la voluntad de transmitir la empresa a la generación siguiente.*

Por otro lado, el Instituto de la Empresa Familiar tiene por rasgos identificatorios los siguientes:

- *Que la familia pueda ejercer el control accionarial de la compañía, bien sea por poseer la mayoría de los votos, o por su posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre los aspectos fundamentales del gobierno corporativo.*
- *Tener una presencia relevante en los órganos de gobierno corporativo de la compañía (habitualmente el Consejo de Administración)*
- *La participación directa de un miembro de la familia en la gestión de la empresa a su nivel máximo.*

3. La estructura financiera y sus variables

En el presente trabajo vamos a analizar dos teorías modernas que explican el funcionamiento financiero de la empresa, analizando las variables y factores que le afectan en cada caso. La primera teoría que vamos a analizar es la del Equilibrio Estático (Static Trade-off) y después la Teoría de Jerarquía de Preferencias (Pecking order)

Desde un punto inicial teórico, hay dos factores que caracterizan el comportamiento financiero de una empresa, que son el riesgo y el coste de la financiación. En función de ambos se decidirá si la empresa se financia con recursos propios o ajenos. Por otro lado, el valor de mercado de la empresa se define como la suma del valor de mercado de la deuda y recursos propios (Academia de Inversión; 2014). Así el objetivo será combinar adecuadamente deuda y capital propio para maximizar el valor. Con este planteamiento, cobra especial relevancia la elección de una fuente u otra de financiación pues supondrá para la empresa un riesgo y coste diferentes.

En 1958 Modigliani y Miller propusieron la Teoría de Irrelevancia, considerada el punto de arranque de las teorías modernas. En esta teoría se niega que exista una estructura financiera óptima. Para Modigliani y Miller dos entidades con igual estructura económica tendrán el mismo beneficio independientemente de su deuda.

Esta teoría ha sido criticada por su excesiva carga teórica, pero a partir de ella surge el estudio de cuatro teorías principales. Por un lado encontramos la defendida por Jensen y Mecking en 1976, desarrollando un modelo que tiene en cuenta los costes de agencia. En 1984 Myers y Majluf presentaron su teoría de la jerarquía de preferencias basado en los trabajos anteriores de Donaldson (1961); mientras que en 1984 Myers defiende la existencia de la teoría del equilibrio estático. Además Ross (1977) estableció su teoría de las señales informativas. (Navarrete;)

3.1 La Teoría del Equilibrio Estático

La Teoría del Equilibrio Estático, establece que existe un punto óptimo entre la financiación con deuda y recursos propios, pues aunque financiarse con deuda implica mayores riesgos de quiebra, peores condiciones de pago a proveedores, pérdida de clientes por desconfianza y mayores pagos de intereses, también supone un beneficio por ahorro fiscal, por lo que hay un punto donde se equilibran costes y beneficios de forma óptima y por lo tanto el valor de la empresa es máximo. En ese punto, una unidad adicional de deuda supondrá una pérdida marginal.

Hay que tener en cuenta que existe una relación directa entre el endeudamiento de la empresa y la posibilidad de quiebra. Cuanto más endeudada esté la entidad, más dificultades tiene para hacer frente al pago de los intereses de la deuda. Además se ha determinado que *cuanto mayor sea la probabilidad de quiebra menor debe ser la utilización del endeudamiento por parte de las empresas (Navarrete; 2013)*

Por otro lado, la teoría también explica que cuando varía el nivel de beneficios, y por tanto los recursos propios, la empresa variará el nivel de deuda para mantenerse en el equilibrio óptimo.

La principal conclusión de esta teoría es que todas las empresas tienen un ratio endeudamiento/recursos propios óptimo. Pero como ya hemos mencionado, esta teoría peca de excesiva carga teórica, ya que en las empresas se producen muchas situaciones fuera del control que la desvían de su óptimo. Para llegar al óptimo la empresa ha de variar su endeudamiento y esto conlleva retrasos que son los costes de transacción en los que incurre la empresa. Estos costes explicarían porque empresas que deberían mostrar un ratio óptimo muestran datos dispares.

3.2 La Teoría de la Jerarquía de Preferencias

El primer autor en proponer esta teoría fue Donaldson en el 1961. Posteriormente Myers y Majluf la modifican en 1984, siendo a partir de ahí cuando se populariza.

El planteamiento de esta teoría establece que existe un orden de preferencias en las empresas a la hora de financiarse. Este orden es jerárquico debido a la existencia de asimetrías en la información (directivos vs acreedores) sobre la calidad de los proyectos de inversión y por la diferencia en el coste de utilizar una fuente u otra.

Myers y Majluf formulan su teoría basándose en los costes de información asimétrica, resultado de la información privada que manejan los directivos de la empresa acerca de los

rendimientos esperados de los proyectos que se van a realizar, y en que la dirección actúa defendiendo los intereses de los antiguos accionistas. Si la empresa cuenta con fondos generados internamente, financiará todos aquellos proyectos que tengan valor actual neto positivo. Pero si pretende financiar algún proyecto mediante ampliaciones de capital, la ampliación de capital tendrá un efecto negativo para el accionista ya que en situaciones de información asimétrica los mercados financieros interpretan que las acciones están sobrevaloradas descendiendo su precio (Navarrete, 2013)

Para no soportar los costes repercutidos por las ampliaciones de capital, la empresa utilizará primero las fuentes de financiación que no se ven afectadas por la información asimétrica, es decir, los recursos propios. Estos carecen de coste explícito y admiten un mayor margen de discrecionalidad en su utilización. Si con estos no cubre sus necesidades, acudirá a la deuda (siguiente fuente menos afectada), y por último a las ampliaciones de capital (emisión de acciones). Generalmente, los inversores consideran las acciones como la opción de mayor riesgo y esto conlleva una mayor tasa de rentabilidad demandada.

Myers y Majluf demuestran en su trabajo de 1984 como la asimetría de información conduce a una persistente infravaloración de los títulos de la empresa y en especial de sus acciones en los mercados de capitales (Moreira et al; 2006). Así se puede producir transferencia de riqueza de los viejos a los nuevos accionistas pudiendo llegar a compensar el VAN del proyecto desincentivando así la realización de ciertos proyectos. Este problema se ve reducido en la medida en que se reduce la asimetría informativa, de ahí que la deuda sea preferida a la emisión de acciones.

A la vista de lo anterior, los accionistas preferirán mantener altos niveles de fondos internos de libre disposición para evitar la prima de selección adversa que la financiación externa implica (Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009).

Según esta teoría, la empresa tendrá mayor deuda cuanto menos capacidad de generar recursos propios posea, por lo que existe una relación inversa entre endeudamiento y rentabilidad.

Diversos autores se han posicionado a favor y en contra de la teoría de la jerarquía de preferencias. Por un lado, Myers (1984) o Fama y French (2002) demuestran que esta teoría explica mejor determinadas características (Oxford Journals; 2002) mientras que en el lado opuesto se critica que esta teoría solo se basa en grandes empresas y por lo tanto no es tan útil en las empresas pequeñas donde la asimetría de la información es un problema importante. (Social Science Research Network; 2000)

Indagando más en esta cuestión descubrimos diversos trabajos que confirman la existencia de mayores asimetrías informativas en las pequeñas empresas (Frank y Goyal 2003; Acedo 2005; Navarrete 2013). La mayoría de las investigaciones demuestran que las pymes siguen lo expuesto en la teoría del “pecking order”, pues debido a la dificultad de acceso al mercado de capitales estas deciden financiarse en primer lugar con los beneficios retenidos, en segundo lugar con deuda (por la que pagan mayores costes que las grandes empresas), y por último con

la emisión de acciones (Sogorb, 2002; Holmes y Kent 1991). En estos casos, ocurre que los directivos suelen coincidir con los propietarios, y por lo tanto estos no quieren perder el control de la empresa con ampliaciones de capital (Hamilton y Fox 1998). La emisión de acciones provoca que los actuales propietarios pierdan control sobre la empresa, por lo que esta será su última opción contemplada para buscar financiación, dándole todavía más prioridad a la autofinanciación (Frank y Goyal 2009).

Por otra parte, existen diversos estudios que avalan que cuanto más rentable sea una empresa menos recurre al endeudamiento para financiar proyectos de inversión y más a los fondos generados internamente (De Miguel y Pindado, 2001; Mira y García, 2002; Sogorb, 2002; Aybar et al, 2004; Boedo y Calvo, 2004; Sánchez Andujar, 2004; Acedo, 2005; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011; Navarrete 2013)

3.3 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa

Con todo lo expuesto anteriormente encontramos como la teoría del pecking order explica de mejor manera la forma de actuar de las empresas en contraste con la teoría del trade-off, algo hasta cierto punto lógico debido a ser más moderna y experimentada. Sin embargo también hemos visto que existe controversia en cuanto a la relevancia de la teoría del pecking order en las pymes.

Existe una investigación alternativa que, criticando la carga teórica de ambas opciones descritas, explica que existen diversos factores internos y externos que son los que interaccionan en la decisión de financiación que adopte la empresa. Estos factores son los responsables de un mayor o menor coste de cada opción financiera (Titman y Wessels, 1988)

Frank y Goyal en 2009 llevaron a cabo un estudio tomando los factores que se habían analizado anteriormente, determinando que solo seis son los factores relevantes en la estructura de endeudamiento de la empresa:

- Sector: Como hemos mencionado, con la crisis podemos observar que hay sectores que se ven perjudicados de forma muy diferente frente a otros. De igual manera sucede que cada sector posee unas características que afectan al endeudamiento de las empresas que lo componen. Cuanta más regulación se produce en el sector mayor es la utilización de la deuda, debido a que con la regulación se reduce la discrecionalidad accionistas-directivos.
- Garantías aportadas por el activo no corriente: En función del posible valor de los activos de la empresa tras una quiebra, esta tendrá mayor o menor facilidad para acceder a la financiación externa. Según la teoría del equilibrio estático cuantos más activos tangibles tenga la empresa mayor será el endeudamiento (porque los

prestamistas tienen más confianza en ella y puede acceder a la financiación a un menor coste). La teoría del pecking order explica que a mayores activos tangibles mayor es la capacidad para generar recursos propios (por dotación de amortizaciones) y por ende menor es el endeudamiento. Existen estudios que avalan tanto una como otra explicación y no se ha llegado al consenso.

- Relación entre valor de mercado y valor contable: Ésta se ha utilizado para medir las oportunidades de crecimiento. Según la teoría de la jerarquía de preferencias las sociedades con más opciones de crecimiento acudirán en mayor medida a la deuda externa ya que no genera recursos internos suficientes para financiar el crecimiento.
- Generación de cash flow: Según la teoría del equilibrio estático sucede que a mayores flujos de caja generados por la empresa mayor será el importe a pagar por impuesto sobre beneficios. Así se produce un mayor endeudamiento cuando hay beneficios para poder aprovechar los beneficios fiscales de la deuda. La teoría de la jerarquía de preferencias explica una relación negativa entre rentabilidad y endeudamiento. Cuantos más fondos genere la empresa menos recurrirá al endeudamiento debido al coste que este presenta. Los estudios más recientes demuestran que la relación es negativa (Acedo, 2005; Azofra et al, 2007; Lopez y Sánchez, 2007)
- Tamaño: Las firmas más grandes suelen tener una mayor diversificación que conlleva menores riesgos por quiebra y por ende menor coste de la deuda. Por otro lado sucede que estas empresas tienen mayor capacidad para generar recursos propios, por lo que son menos dependientes de los recursos externos. También sucede que a menor tamaño mayores son las asimetrías informativas y la opacidad, lo que conlleva que los prestamistas soliciten mayores garantías (mayores intereses) y así el acceso a la deuda sea más difícil.

Otros factores considerados de importancia en las distintas investigaciones son:

- Estructura de propiedad: Cuanta más separación exista entre propiedad y dirección menos incentivos encontrarán los primeros (accionistas) para supervisar la labor de la dirección. Así se propicia que los directivos realicen tareas encaminadas a su interés personal en lugar del beneficio global de la compañía. Por otro lado, la concentración de la propiedad en empresas con altas oportunidades de crecimiento puede llevar a limitar el crecimiento de las mismas desaprovechando economías de escala. Cuanto menos concentrada esté la propiedad más se utilizará el endeudamiento, debido a que los accionistas podrán así evitar comportamientos oportunistas de los directivos (Jensen y Mackling, 1976). Así se observa que cuanto más concentrada esté la propiedad más se sigue la teoría de la jerarquía de preferencias.
- Beneficios fiscales por endeudamiento: Debido al régimen fiscal la obtención de deuda genera beneficios por deducciones en el Impuesto de Sociedades, fomentando así el endeudamiento. Sin embargo esta no es la única opción con la que cuenta la empresa para conseguir beneficios fiscales, y así se establece una relación negativa entre las alternativas a la obtención de deducciones fiscales distintas de la deuda y el endeudamiento.

- Coste de la deuda: Desde el punto de vista de la teoría del equilibrio estático, a mayor interés a pagar mayor será el endeudamiento debido a que así será mayor la deducción fiscal. En el lado opuesto, la teoría de la jerarquía de preferencias explica que a mayor interés menor será el endeudamiento, debido a que se busca mantener la estabilidad de la empresa al máximo y el endeudamiento genera responsabilidades a largo plazo que se deben cumplir.
- Edad: A lo largo de la vida de la empresa sus características van cambiando. Según la teoría del trade off, a mayor edad mayor será el endeudamiento, debido a que una empresa con muchos años ofrece mayores garantías que una empresa joven (Acedo, 2005). La teoría de la jerarquía de preferencias establece una relación negativa entre ambas variables, explicando que a mayor edad más fácil es que haya acumulado reservas suficientes para no tener que acudir a la financiación ajena (López y Sánchez, 2007)

• 4. LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN LAS EMPRESAS FAMILIARES

Las características propias de las empresas familiares suponen que estas actúen de una forma determinada. El hecho de que la familia tenga el deseo de mantener y controlar la propiedad provocará que la empresa utilice en primer lugar sus recursos internos como forma de financiación. En segundo lugar accederán al endeudamiento, pero debido al interés por mantener la sociedad en el tiempo y transmitirla a las generaciones futuras esta opción supone un mayor coste para las empresas familiares frente a las empresas no familiares. La última opción sería la entrada de capital externo, que vuelve a contradecir una de las características de las empresas familiares que es la voluntad de mantener el control en manos de la familia, por lo que esta opción muy pocas veces se lleva a cabo (se prefiere mantener el control que crecer)

Ernesto Navarrete (2013) realiza uno de los análisis más recientes comparando la estructura financiera entre las empresas familiares y las no familiares, determinando que factores afectan al nivel de endeudamiento. Así explica que existe diferencia con los escudos fiscales alternativos, edad, flujos de caja y tamaño en función de si nos encontramos ante una empresa familiar o no familiar. También demuestra que no hay relación con la tangibilidad de activos, las oportunidades de crecimiento y el coste de la deuda.

Observa además que es mayor el endeudamiento en las empresas familiares que en las no familiares, en concreto las primeras presentan un 59,64% de endeudamiento frente al 54,82% de las no familiares. Esta situación se debe a que los socios de las empresas familiares avalan con sus bienes personales y esto provoca un mayor acceso al crédito (aportan mejores garantías) (Avery et al, 1988; Dyer, 2006)

En el análisis de Ernesto Navarrete (2013) se refleja que las empresas no familiares tienen

mayores beneficios fiscales por endeudamiento (0,52%) frente a las familiares (0,33%). En la misma muestra de su análisis la media de edad de las empresas familiares es de 3,024 años frente a los 2,975 de las no familiares. Este hecho explica el enfoque hacia el largo plazo (y futuro cambio de generación dentro de la misma familia) buscado en las empresas familiares. Respecto a los flujos de caja en la muestra analizada por Navarrete se observa que son menores los generados por las empresas familiares (8,82%) que los de las no familiares (10,95%), corroborando los estudios que afirman que las empresas familiares son menos rentables que las no familiares (Gómez-Mejía et al, 2001).

Otra variable que se confirma son los menores costes de agencia en las empresas familiares, debido a que la unión de directivos y propietarios lleva a que no se produzcan movimientos oportunistas, y los objetivos de ambos “convergerán para buscar el máximo valor de la empresa” (Navarrete, 2013) Este hecho se constata observando que las empresas familiares tienen mayor facilidad para ajustar su endeudamiento con los objetivos fijados.

En tanto a la relación entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento Navarrete observa que las empresas familiares prefieren rechazar opciones de expansión si estas suponen pérdida de control.

Otra característica que explica las diferencias en la estructura financiera de ambos tipos de empresas es el hecho de que en el caso de las familiares los propietarios avalan con sus propios bienes, y estos avales no figuran en su activo, mientras que en las no familiares si que se puede observar una relación negativa entre activos tangibles y endeudamiento.

Las empresas familiares con más edad presentan menor endeudamiento que las más jóvenes. Esto sirve para explicar también el deseo de mantener el control y la estabilidad, y se produce porque han tenido más tiempo para generar recursos internos que con el tiempo se convierten en su fuente de autofinanciación. También se ha observado que una vez la empresa pasa a la siguiente generación esta es más reticente al endeudamiento, ya que quieren asumir menos riesgos (Kaye y Hamilton, 2004)

Como conclusión se observa que la estructura financiera de las empresas familiares se ve influenciada en mayor medida por sus características internas y por el tamaño. Las características externas, como la pertenencia a un determinado sector, no afectan a la estructura financiera.

En cuanto a las características internas destacan la orientación al largo plazo y el deseo de supervivencia (para posterior traspaso a generaciones venideras en las mejores condiciones posibles). El hecho de que se combinen relaciones personales y profesionales lleva a que los propietarios avalen con sus bienes personales, lo que a su vez supone mayor confianza por parte de las entidades de crédito (se reducen costes de agencia), facilitando su endeudamiento y lleva a una mayor rapidez para ajustar el ratio del mismo. También da confianza a las entidades bancarias el hecho de que disponen de más información de empresas familiares establecidas que de empresas de reciente creación. Otro aspecto que favorece el endeudamiento en las empresas familiares es el tamaño, ya que a mayor tamaño menores son

las posibilidades de quiebra y mejor es la información que recibe el mercado financiero, por lo que se facilita el acceso a la deuda.

4.1 Como afecta la crisis a la estructura financiera

La crisis económica de 2008, el desempleo y el aumento de la morosidad traen consigo una fuerte restricción de crédito, endureciéndose las condiciones de acceso al mismo y provocando una reducción en el consumo y con ello un bloqueo al crecimiento económico. Esta situación es muy grave para las PYMES pues dependen en gran medida de la financiación bancaria. Así se va produciendo un desapalancamiento en las PYMES desde ese mismo año. Este hecho ha propiciado un mayor peso de los recursos propios en la estructura financiera de las empresas ya que estas no podían acceder a los créditos bancarios.

En 2013 se constata que el 23.3% de las PYMES han reducido su financiación, el 81% de las empresas han visto encarecidos sus tipos de interés, el 71% las comisiones, el 85% han visto aumentadas las exigencias de garantías y a un 53% se les han exigido garantías personales (Navarrete; 2013)

En la actualidad las condiciones de acceso a la financiación se están facilitando para fomentar el crecimiento económico. Aun así *las pymes españolas pagan por un préstamo bancario 128 puntos básicos más que una empresa europea y 206 más que una alemana* (Maudos y De Guevara, 2014). En 2013 esta diferencia era de 150 y 244 puntos respectivamente.

Este último aspecto es vital para la supervivencia de las empresas, en especial de las más dependientes de la deuda. En el momento en que estalla la crisis (o se produce un sobresalto inesperado en la economía) las empresas más endeudadas fijan como objetivo principal disminuir sus niveles de inversión, provocando una menor capacidad para generar ingresos con los que pagar la deuda, abocándose así al fracaso. Maudos y Fernández de Guevara son partidarios de fomentar un “*desapalancamiento suave*”. Sin embargo, en España se está llevando un desapalancamiento rápido debido a la mayor dependencia de las entidades bancarias frente al resto de la Unión (Maudos y de Guevara, 2014).

Para contrarrestar los efectos de la crisis en el mercado y favorecer un mejor control se ha creado en noviembre de 2014 el Mecanismo Único de Supervisión.

Si nos detenemos en las variables que se consideran que afectan a la estructura financiera de la empresa, creemos que los efectos de la crisis se reflejarán en ellas de la siguiente manera.

- Las garantías aportadas por el activo no corriente ganarán fuerza con la crisis, ya que al encarecerse el crédito y exigir mayores y mejores garantías se tiene más en cuenta las garantías que avalen a la empresa.

- En cuanto a las oportunidades de crecimiento, con la crisis la economía en general se ve frenada, y así el endeudamiento dejará de tener relación con las oportunidades de crecimiento.
- La capacidad para generar flujos de caja provoca, debido al encarecimiento del crédito, que se acuda en menor medida al endeudamiento.
- Tamaño: No tiene relación con la crisis, ya que lo que se busca ahora es la garantía que tenga la empresa, y esto es independiente del tamaño.
- Estructura de propiedad: Como en las empresas familiares la familia controla decisivamente la empresa, la estructura no varía con la crisis y no afecta al endeudamiento.
- Beneficios fiscales por endeudamiento: Con la crisis endeudarse sale más caro y los beneficios fiscales por el mismo son menos incentivantes. Sucede entonces que los beneficios fiscales alternativos a la deuda ganan peso ya que ahora resultan más interesantes.
- El coste de la deuda, como ya se ha mencionado, se encarece.
- Respecto a la edad, tal y como explican ambas teorías, podrá suceder dos situaciones: bien que cuantos más años tenga la empresa, más garantías aporte por su estabilidad y pueda acudir a la financiación bancaria en mejores condiciones, o bien que al tener más edad, tenga más capacidad de generar cash flow o mayores reservas, y así menos necesidad de acudir a la financiación externa.

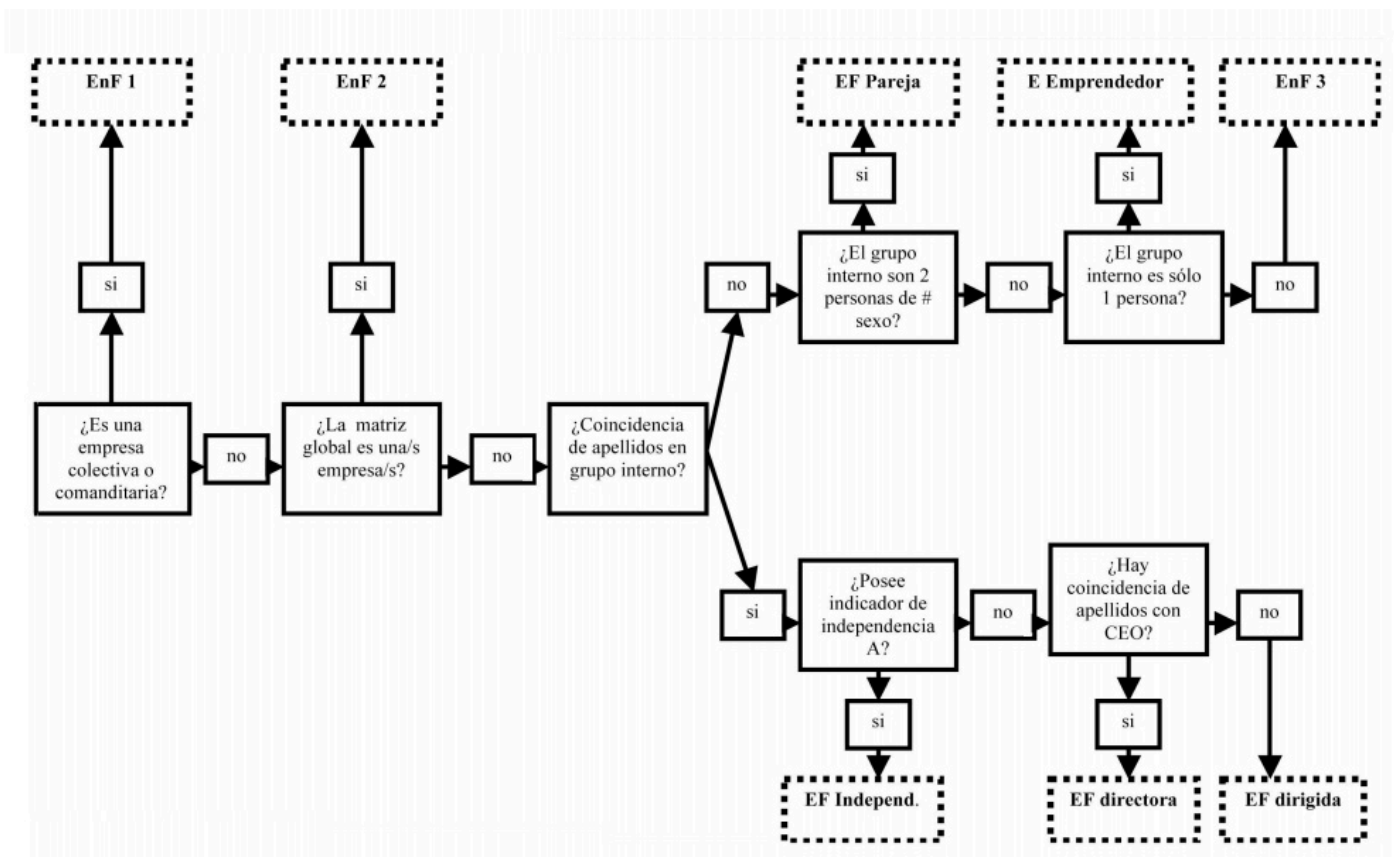
ESTUDIO EMPÍRICO

5. METODOLOGÍA

5.1. Procedimiento

La muestra se ha creado a partir de la información individualizada que se obtiene en la plataforma SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos) que gestiona Grupo Informa S.A. y Bureau Van Dyck, donde se representan a más del 95% de las empresas españolas.

SABI no permite diferenciar directamente entre empresas familiares y no familiares. Para identificar las empresas familiares seguiremos el esquema planteado por Rojo, Diéguez y López (2011), que se expone a continuación:



Fuente: Rojo Ramírez et al, 2011.

Obteniendo de SABI la forma jurídica, accionista matriz global, accionista inmediato, directos ejecutivo y administradores podemos aplicar el esquema para clasificar empresas en

familiares o no. En primer lugar se descartan las sociedades colectivas o comanditarias debido a que no representan el carácter de continuidad de la misma. Después se analiza si el accionista final es una persona física o jurídica, descartando aquellas en las que se da la segunda situación. Después se estudia si hay coincidencia de apellidos entre los grupos de dirección de la empresa. Si hay coincidencia y el índice de independencia es A, se considera empresa familiar independiente (la propiedad está muy repartida). Si hay coincidencia entre los apellidos de los grupos, pero no coinciden con los del director ejecutivo, se considera empresa familiar dirigida (es una empresa familiar en la que se ha delegado la dirección en alguien externo a la familia). Si la coincidencia se da entre los apellidos de los administradores y del director ejecutivo estaríamos ante un caso de empresa familiar en la que un miembro de la propia familia es el director de la firma. Si nos encontramos con que existen solo dos administradores, accionistas o directivos ejecutivos de distinto sexo y con distintos apellidos, los mencionados autores consideran que existen lazos matrimoniales y por lo tanto la empresa es familiar.

El último caso descrito es aquel en el que una sola persona detenta la administración, dirección y es accionista con más del 50% de participación. Este caso se denomina empresa emprendedor, pero no se puede definir con total seguridad si es empresa familiar o no debido al mayor distanciamiento con uno de los tres requisitos de la definición teórica.

El esquema planteado es útil a efectos operativos, pero en todos los casos deja de lado la vocación de transmitir la empresa a la generación futura. En el caso del emprendedor, al ser este el inicio de la empresa, cabe mayor duda de si existe o no el interés por transmitir la empresa a la generación siguiente, y el mejor método para solventar la duda es preguntárselo directamente al mismo.

En un estudio posterior realizado por los mismos autores, estos se muestran partidarios de no incluir las empresas-emprendedor como empresas familiares, ya que *no se muestran resultados homogéneos en la prueba de Kruskal-Wallis*. (Rojo Ramírez, et al; 2014)

5.2 Muestra

A partir del esquema planteado por Rojo, Diéguez y López (2011), procedemos a extraer de la base de datos SABI las empresas que cumplen los criterios para ser considerada empresa familiar. Así, seleccionamos las empresas activas, con forma jurídica de sociedades anónimas, limitadas, civil y comunidad de bienes, no seleccionamos los códigos 64, 65 y 66 del CNAE 2009 debido al tratamiento diferenciado que requieren sus datos, empresas con mínimo 10 empleados (para eliminar las microempresas ya que presentan un alto número de defunciones y nacimientos) cuya fecha de constitución sea anterior a 1 de enero de 1990, localizadas en España (excluyendo Portugal), que tienen por director/administrador una persona física de género conocido, seleccionamos asimismo que el accionista último sea una o más personas

físicas o familiares. Desechamos las empresas de las que no se disponen datos durante los años 1995 a 2013 (último año disponible en SABI) para poder comparar mejor ambos periodos. Con este criterio obtenemos un total de 15.617 empresas en España.

El siguiente paso fue extraer de este total las empresas industriales ubicadas en el País Vasco, Navarra, Comunidad de Madrid, Cataluña y La Rioja, que son las comunidades de mayor renta per cápita. Tras este paso, el total de empresas seleccionadas fue de 1.857. A partir de aquí debemos realizar el análisis de apellidos y esquema propuesto por Rojo, Diéguez y López para calificar a las empresas como familiares.

Una vez realizado la cifra final es de 1206, de las cuales 86 podrían ser matrimonios. Para evitar inferencias con las dudas que generan estas empresas procedemos a eliminarlas de nuestra base de datos. A continuación descargamos los datos financieros para las empresas restantes.

En cuanto a las variables que necesitamos para nuestro estudio encontramos:

- Endeudamiento: Es la variable dependiente. La medimos como el ratio entre el valor en libros de la deuda y el valor total en libros de los activos. (Allouche et al., 2008; Molly et al., 2010)
- Oportunidades de crecimiento: Esta variable se ha medido de diferentes maneras. Wald (1999) utiliza la media de crecimiento de las ventas. Rajan y Zingales (1995) proponen usar la Q de Tobin (relación por ratio entre el valor de mercado de la empresa y el reemplazamiento de sus activos). La primera forma se ha criticado por basarse en el crecimiento pasado, mientras que la otra opción es una mejor medida. Sin embargo en nuestra base de datos no disponemos de un listado en función de una bolsa de valores, por lo que utilizaremos el ratio entre activos intangibles y total de activos (Michaelas et al. 1999).
- Coste de la deuda: Se mide con el ratio entre gastos financieros y total de deuda (Acedo et al. 2013)
- Edad: Medida en función de los años desde su creación, dividiremos la muestra en dos grupos entre mayores y menores de 25 años (Blanco-Mazagatos et al. 2007) para observar la influencia de la situación generacional.
- Cash flow: Medido con el ratio entre beneficio antes de intereses e impuestos, sumando depreciación y dividiendo por el total de activos (Acedo et al. 2013)
- Información asimétrica: Medida por el tamaño de los activos tangibles e intangibles. La presencia de activos intangibles revela más problemas de información asimétrica que los activos tangibles. Hemos diseñado una variable que adopta el valor 1 cuando los activos tangibles son mayores que los intangibles y por lo tanto los problemas de información asimétrica son menores, y adopta el valor 0 en el caso opuesto.

VARIABLES CONTROL:

- Tamaño: Para esta variable se ha utilizado el criterio propuesto por la Unión Europea (recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, 2003/361/EC), distinguiendo

entre empresas medianas (número de empleados entre 50 y 250, total de activos menor 43 millones e ingresos de explotación menores de 50 millones) y empresas pequeñas (entre 50 y 10 empleados, total de activos e ingresos de explotación no superiores a 10 millones) (Acedo et al. 2013)

- Escudos fiscales alternativos a la deuda: Medidos a través de la diferencia entre beneficios antes de impuestos multiplicados por el tipo impositivo y los impuestos pagados (González y González, 2008). Las empresas pueden utilizar estos escudos con el objetivo de pagar menos impuestos. DeAngelo y Masulis (1980) afirman que las empresas con más escudos están menos endeudadas ya que tienen menos necesidad de endeudarse para pagar menos impuestos por aprovecharse del pago de intereses, ya que cuentan con otros beneficios fiscales.
- Tangibilidad de activos: Medida con el ratio entre activos tangibles y total de activos (Acedo et al. 2013). Los activos tangibles tienen un impacto en la deuda porque, si una gran parte de los activos de la empresa son tangibles, entonces los activos deberían de servir como seguridad para el prestamista, disminuyendo los costes de agencia derivados de la deuda (Frank y Goyal, 2009)

Descartando aquellas para las que SABI no tiene datos de endeudamiento e inmovilizado intangible quedan 207 empresas con las que procedemos a realizar el análisis en SPSS.

Tabla 1. Empresas de la muestra

Total empresas	1857
De las cuales familiares	1120 (60,31%)
Con todos los datos disponibles	207

Tabla 2. Endeudamiento de las empresas de la muestra

Endeudamiento	2007	2013
Mínimo	0,16%	0,03%
Máximo	71,29%	81,16%
Valor medio	25,46%	26,9%

Con esta última tabla obtenemos un dato relevante para nuestro estudio. El endeudamiento medio ha aumentado, hecho que se debería a que con la crisis las empresas generan menos

recursos y debido a su deseo de mantenerse tienen que acudir al endeudamiento para poder hacer frente a sus obligaciones.

5.3 Análisis estadístico

Con el fin de analizar el efecto de la crisis en las variables que determinan la estructura financiera de las empresas familiares, se procede a realizar un análisis de regresión lineal jerárquica con los datos de 2007 y los de 2013. Uno de los problemas que puede aparecer en un análisis de regresión es la colinealidad. Se da esta situación cuando alguna variable independiente es combinación lineal de otras y entonces el modelo no tiene solución ya que la matriz $X'X$ tiene como determinante cero. Para comprobar si hay multicolinealidad usaremos el índice de inflación de la varianza y al índice t de colinealidad. Los valores del factor de Inflación de la Varianza (FIV) se deben de mantener por debajo del valor máximo recomendado, que está en torno a 5, y el índice t por encima de 0,1 (Kleinbaum, Kupper y Muller, 1988).

En los análisis la variable dependiente fue el nivel de endeudamiento de la empresa y las variables independientes fueron la tangibilidad de activos, el tamaño, los escudos fiscales alternativos a la deuda, información asimétrica, edad coste de la deuda, flujos de caja y oportunidades de crecimiento. En primer lugar, añadimos las variables de control y luego las variables independientes. La validez de cada modelo se evaluó de acuerdo al valor de R^2 , R^2 corregida y la prueba de significación estadística F.

6. RESULTADOS

Las estadísticas descriptivas para las variables estudiadas se muestran en la Tabla 3.

Tabla 3:

Variable	2007		2013	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
Endeudamiento	0,25	0,17	0,24	0,18
Escudos fiscales alternativos	297,18	1409,66	150,10	1615,09
Tamaño	0,78	0,73	0,87	0,75
Tangibilidad de activos	0,24	0,18	0,25	0,19
Op. crecimiento	0,05	0,08	0,02	0,07
Coste deuda	0,15	0,76	0,34	3,31
Edad	1,55	0,50	1,91	0,29
Flujos de caja	0,11	0,07	0,05	0,10
Información asimétrica	0,88	0,32	0,94	0,24

Para descartar cualquier problema de colinealidad entre las variables independientes del modelo de regresión se realiza un análisis de correlación. Como puede observarse en la tabla 4 las correlaciones estadísticamente significativas ($p < 0.01$) son bajas (< -0.205) lo que indica que no existe un problema de colinealidad entre estas variables (Hair, et al; 1998).

Tabla 4

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8
1 Endeudamiento								
2 Oportunidades de crecimiento	,017							
3 Coste deuda	-,105	-,017						
4 Edad	-,205**	,003	,027					
5 Cash flow	-,252**	,021	-,016	,129				
6 Información asimétrica	-,024	-,667**	,018	-,011	-,050			
7 Escudos fiscales alternativos	,106	,067	-,006	,040	,167*	-,294**		
8 Tangibilidad de activos	,321*	-,105	-,063	-,029	,005	,211*	-,229**	
9 Tamaños	,065	-,045	,007	,053	-,103	,029	-,108	,215*

** . La correlación es significativa al nivel 0,01.

* . La correlación es significante al nivel 0,05.

Los coeficientes Beta de los análisis de regresión, así como sus errores estándar correspondientes se muestran en la Tabla 5. En todos los modelos, el estadístico Durbin-Watson muestra que la correlación serial de los residuos toma valores que están dentro del intervalo de aceptación (1,5 y 2,5). Esto significa que no hay problemas de auto-correlación en los datos. Las variables control explican 19,9% en 2007 y el 21,7% en 2013 de la variación del endeudamiento. Las variables oportunidades de crecimiento, coste de la deuda, edad, cash flow e información asimétrica aumentan un 22% la varianza del endeudamiento en 2007 y un 21,6% en 2013.

Tabla 5

Variables	2007				2013			
	Variables control		Todas las variables		Variables control		Todas las variables	
	Beta	Error estandar	Beta	Error estandar	Beta	Error estandar	Beta	Error estandar
Escudos	0,077	,000	0,068	,000	0,191**	,000	0,223**	,000
Tamaño	-0,163*	,017	-0,132*	,015	-0,054	,017	-0,044	,016
Tangibilidad	0,170*	,065	0,177*	,064	0,398***	,070	0,431***	,064
Op. Crec			0,350***	,164			0,013	,234
Coste deuda			-0,155*	,014			-0,079	,003
Edad			-0,025	,022			-0,206**	,039
Cash flow			-0,296***	,167			-0,246***	,117
Información asimétrica			0,074	,046			-0,098	,067
R cuadrado	0,199		,410		0,217		0,421	
R cuadrado corregida	0,184		,380		0,177		0,391	
F	4,334**		7,596***		9,479***		10,878***	

** . La correlación es significativa al nivel 0,01. * . La correlación es significante al nivel 0,05.

*** . La correlación es significativa al nivel 0,001

En todos los casos, los valores del factor de Inflación de la Varianza (FIV) se mantuvo por debajo del valor máximo recomendado, que está en torno a 5 (Kleinbaum, Kupper y Muñiller, 1988). Esto significa que no existe multi-colinealidad en los modelos de regresión utilizados para este estudio.

Variables	2007				2013			
	Variables control		Todas las variables		Variables control		Todas las variables	
	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV
Escudos	,957	1,045	,864	1,157	,911	1,098	,879	1,138
Tamaño	,968	1,033	,927	1,079	,950	1,052	,940	1,064
Tangibilidad	,988	1,012	,860	1,162	,944	1,059	,833	1,201
Op. Crec			,640	1,563			,545	1,834
Coste deuda			,982	1,019			,992	1,008
Edad			,964	1,038			,975	1,026
Cash flow			,923	1,083			,947	1,056
Información asimétrica			,546	1,830			,491	2,037

En 2007 tienen significatividad estadística y relación directa (ordenadas por relevancia):

- Las oportunidades de crecimiento
- La tangibilidad de activos

Con relación indirecta:

- Los flujos de caja
- El coste de la deuda
- Cash flow

No tienen significatividad los escudos fiscales alternativos a la deuda, la edad ni la información asimétrica.

En 2013 tienen significatividad y relación directa:

- La tangibilidad de activos
- Escudos fiscales alternativos a la deuda

Y presentan relación indirecta:

- Los flujos de caja

- La edad

No tienen significatividad el tamaño, la información asimétrica, el coste de la deuda ni las oportunidades de crecimiento.

En cuanto a las diferencias entre ambos momentos destacan:

En 2013 dejan de ser significativas las siguientes variables:

- Coste de la deuda. Este resultado podría deberse al encarecimiento de los préstamos, al aumento de las barreras de acceso a la financiación y a la exigencia de mayores garantías. Debido a todo ello la deuda se ha encarecido tanto que deja de tener peso en las decisiones de endeudamiento. La Teoría del Pecking Order explica que existe relación negativa con el endeudamiento y su coste, hecho que en nuestro análisis se produce en 2007.
- Oportunidades de crecimiento, ya que al entrar en recesión se produce una desaceleración de la economía y el crecimiento se reduce o incluso se revierte, por lo que dejaría de tener importancia. Según la Teoría de la Jerarquía de Preferencias existe una relación positiva con el endeudamiento.
- Tamaño: A pesar de que se exigen mayores garantías para acceder al crédito, el tamaño no se relaciona con el endeudamiento tras la crisis.

También cabe destacar:

- De 2007 a 2013 la tangibilidad de activos adquiere más relevancia. Pasa de tener un valor beta 0,177 a 0,431. Esto se debe a que con la crisis se exigen mayores y mejores garantías, y cuanto más tangibles sean los activos de la empresa mayor posibilidad tiene de acceder al crédito ahora que se han endurecido las condiciones. La Teoría del Equilibrio Estático también afirma que existe una relación positiva
- Los escudos fiscales alternativos a la deuda, pasan de no ser significativos a si serlo después de la crisis. Antes de la crisis, endeudarse era más fácil, y entonces sucede que ese endeudamiento es suficiente para aprovecharse con el de las deducciones fiscales. Sin embargo con la crisis las condiciones de acceso al crédito y al endeudamiento se endurecen y los escudos alternativos a la deuda adquieren mayor importancia para obtener deducciones.
- La edad en 2007 no es significativa mientras que en 2013 sí, y con relación indirecta. Las empresas con más edad están menos endeudadas, debido a que son las que presentan mayor aversión al riesgo del endeudamiento y presentan mayores niveles de recursos propios. Este dato avala la Teoría de la Jerarquía de Preferencias.
- El cash flow presenta relación negativa en ambos momentos. Esto acredita lo expuesto por la Teoría de la Jerarquía de Preferencias.

7. CONCLUSIONES

De la reflexión sobre el marco teórico relativo a la estructura financiera de las empresas familiares y los resultados de nuestro estudio empírico, hemos obtenido las siguientes conclusiones:

- 1) Mientras que la Teoría del Equilibrio Estático afirma que existe una estructura financiera óptima, la Teoría de la Jerarquía de Preferencias afirma lo contrario. Nuestro análisis empírico ha permitido observar que, con independencia de si existe o no ese óptimo, existen diferentes factores que influyen en el endeudamiento de las empresas familiares. Estos factores no tienen un comportamiento estático y pueden variar su influencia dependiendo del contexto económico en el que se desenvuelva la empresa. Así hemos observado que la tangibilidad de activos ganan peso en su relación con el endeudamiento, y que la edad pasa a ser significativa mientras que las oportunidades de crecimiento, el tamaño y el coste de la deuda dejan de ser significativos.
- 2) Por otro lado, hay que destacar la importancia que tienen las características de las empresas familiares y que provocan que estas tengan una estructura financiera diferente. La orientación a largo plazo y el deseo de transmisión generacional unido a que los propietarios avalen con sus bienes personales el endeudamiento de la empresa lleva a que estas usen, en primer lugar, la financiación interna, después recurran al endeudamiento y por último, pero en casos excepcionales, recurren a la entrada de capital externo (emisión de acciones). Así se explica como el endeudamiento medio ha aumentado con la crisis, ya que ese deseo de supervivencia junto a la menor capacidad de generar recursos por la recesión lleva a que las empresas necesiten más recursos financieros ajenos para sobrevivir.

Nuestro análisis ha revelado que la relevancia de los factores que influyen en el endeudamiento de las empresas familiares es diferente dependiendo de la fase del ciclo económico. La variable más influenciada por la crisis ha sido la tangibilidad de los activos. Su relación con el endeudamiento es positiva, pero con la crisis su importancia es mucho más significativa. Esto se debe a que los activos tangibles son una de las mejores garantías que la empresa puede aportar para endeudarse.

BIBLIOGRAFÍA

- ASOCIACIÓN POR EL DESARROLLO DE LA EMPRESA FAMILIAR DE MADRID: “LA EMPRESA FAMILIAR EN CIFRAS” <[HTTP://WWW.ADEFAM.COM/EMPRESA/CIFRAS.HTML](http://www.adefam.com/empresa/cifras.html)> [CONSULTA: 16 DE OCTUBRE 2014].
- ROJO RAMIREZ A.; DIEGUEZ, J. y LOPEZ , P. (2011): “Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación”, *Revista de Empresa Familiar*, 1(1), 53-67.
- ACADEMIA DE INVERSIÓN: “Diferencia entre valor de mercado, valor de empresa, valor teórico y valor intrínseco” <<http://www.academiadeinversion.com/diferencia-entre-valor-de-mercado-valor-de-empresa-valor-teorico-y-valor-intrinseco/>> [CONSULTA: 16 DE OCTUBRE DE 2014]
- 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.
- MYERS, S. (1984): “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- ROSS, S.A. (1977): “The determination of financial structure: the incentive signalling approach” *Bell Journal of Economics*, 8.
- NAVARRETE, E (2013): “Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares” Universidad de La Rioja, Servicio de Publicaciones.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): “Corporate financing and investment decision when firms have information that investor do not have” *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- MOREIRA, C.A.; RODRÍGUEZ, J.A. (2006): “Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas” Departamento de Economía, Universidad de Valladolid.
- VENDRELL, A. (2008): La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la pequeña empresa española, Tesis Doctoral, Universidad de Lérida.
- FRANK, M.; GOYAL, V. (2009): Capital structure decisions: wich factors are reliably important?, *Financial Management*, spring 2009, 1-37.
- FAMA, E.F.; FRENCH, M.C. (2002): Testing trade off and the pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- OXFORD JOURNALS: “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt” <<http://rfs.oxfordjournals.org/content/15/1/1.abstract>> [CONSULTA: 22 de octubre de 2014]
- SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK: “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure” < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=243138> [CONSULTA: 22 de octubre de 2014]
- FRANK, M.; GOYAL, V. (2003): Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

- ACEDO, M.A. (2005): Estructura financiera y rentabilidades de las empresas riojanas, Tesis doctoral, Universidad de La Rioja.
- HAMILTON, R.T.; FOX, M.A. (1998): The financial preferences of small firm owners, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 4 (3).
- HOLMES, S.; KENT, P. (1991): An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises, *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), 141-154.
- SOGORB, F. (2002): Estudio de los determinantes de la estructura de capital de las pymes: aproximación empírica al caso español, Tesis Doctoral, Universidad de Alicante.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988): The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- MIRA, F.S.; GARCÍA, J.L. (2002): Un enfoque de jerarquización financiera vs la teoría del tradeoff: un enfoque empírico para la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas, Universidad Cardenal Herrera, pp. 1-35.
- LÓPEZ GRACIA, J.; SÁNCHEZ ANDUJAR, S. (2007): Financial structure of the family business: evidence from a group of small spanish firms, *Family Business Review*, 20 (4), 269-287.
- KAYO, E.K.; KIMURA, H. (2011): Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking and Finance*, 35, 358-371.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001): Determinants of capital structure: new evidence from spanish panel data, *Journal of Corporate Finance*, 7 (1), 77-99.
- BOEDO, L.; CALVO, A. (2004): Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español, en Fraiz, J. y Vila, M. (2004), "La empresa y su entorno", Papers Proceedings, pp. 345-355, AEDEM, Orense.
- AYBAR, C.; CASINO, A.; LÓPEZ-GARCÍA, J. (2004): Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa, *Moneda y Crédito*, 219, 71-99.
- AZOFRA, V.; SAONA HOFFMANN, P.; 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*, 36 (133), 11-30.
- GÓMEZ-MEJÍA, L.; LARRAZA-KINTANA, M.; MAKRI, M. (2003): The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal*, 46, 226-237.
- MAUDOS, J.; FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2014) "Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis" Fundación BBVA.
- ALLOUCHE, J., AMANN, B., JAUSSAUD, J., & KURASHINA, T. (2008). "The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily

- businesses in Japan: A matched-pair investigation” *Family Business Review* 21(4), 315-330.
- ACEDO RAMÍREZ, M.A., AYALA CALVO, J.C., & RODRÍGUEZ OSÉS, J.E. (2013). “Capital structure of small companies in the Spanish footwear sector: relevant factors” *Journal of the Spanish Economic Association*, 4(2), 155-173.
- BLANCO-MAZAGATOS, V., DE QUEVEDO-PUENTE, E., & CASTRILLO, L.A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study. *Family Business Review*, 20, 199-213.
- DEANGELO, H. & MASULIS, R. (1980). Optimal capital structures under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- GONZÁLEZ, V. & GONZÁLEZ, F. (2008). Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14, 363-375.
- MICHAELAS, N., CHITTENDEN, F., & POUTZIOURIS, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- MOLLY, M., LAVEREN, E. & DELOOF, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2), 131-147.
- RAJAN, R.G. & ZINGALES, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- WALD, J.K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
- KLEINBAUM, D.G.; KUPPER, L.L; MULLER L.K: “Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods”. PWS-KENT Publishing Company. 1988.
- HAIR, J.; ANDERSON, R.E; TATHAN R.L; BLACK, W.: (1998) “Multivariate data analysis” Prentice Hall.