



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE GRADO

Título
Influencia de la crisis en la estructura financiera de las empresas familiares
Autor/es
Mario León Fernández
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 en la estructura financiera de las empresas familiares,
trabajo fin de grado

de Mario León Fernández, 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 o TURISMO

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

Autor: León Fernández, Mario

Tutor: Ayala Calvo, Juan Carlos

CURSO ACADÉMICO 2014-2015

Índice

Resumen.....	3
1. Introducción.....	4
2. ¿Qué es una empresa familiar?.....	4
3. Importancia de las empresas familiares	5
4. Estructura financiera de las empresas familiares.....	6
4.1. Teorías sobre la estructura financiera.....	7
4.2. Factores determinantes de la estructura de capital en la empresa.....	9
5. La empresa familiar: Factores explicativos de su estructura familiar.....	15
5.1. Características financieras de la empresa familiar.....	16
6. Análisis empírico.....	17
6.1. Procedimiento.....	17
6.1.1. La muestra: una historia en etapas	18
6.2. Variables	21
6.2.1. Efecto de la crisis sobre los factores que influyen en la estructura financiera.....	23
6.3. Análisis estadístico.....	24
6.3.1. Interpretación de los resultados.....	29
7. Conclusiones.....	31
8. Bibliografía.....	32

Resumen

Las empresas familiares son una pieza clave de la actividad económica mundial. Representan el 85% de las empresas en nuestro país, y generan el 70% del PIB. Su importancia en todos los países, sea cual sea su nivel de desarrollo, contrasta con la escasa atención que su estudio ha merecido entre los investigadores económicos.

El objetivo de este trabajo es analizar cómo ha afectado la crisis económica a la estructura financiera de las empresas familiares. Para ello, y basándonos en una muestra de empresas del sector del mueble, compararemos su estructura financiera y los factores que influyen en ella en dos periodos de tiempo: 2007 (antes de la crisis) y 2013 (posterior a la crisis). Los datos necesarios para realizar el análisis empírico se han obtenido de SABI. Se han practicado rigurosos filtros para diferenciar las empresas familiares de las no familiares. Sobre la muestra de empresas familiares definitiva se ha realizado un análisis de regresión lineal jerárquica.

Nuestro trabajo ha permitido demostrar que el nivel de endeudamiento de las empresas familiares ha disminuido como consecuencia de la crisis. Por otra parte, la tangibilidad de los activos es un factor importante para explicar el nivel de endeudamiento en las épocas de crisis.

Abstract

Family companies are an important key for the global economy. In this sense, it can be mentioned that they represent the 85% of the enterprises in our country and they produce the 70% of the Spanish Gross Domestic Product. These type of companies are very important for a country; however, they have not received the attention they deserve.

The aim of this project is to analyse how the economic crisis has affected family companies' financial structure. In order to achieve this goal, we are going to compare the financial structure of these firms taking into account the furniture sector. Additionally, the study will include the comparison among two periods of time: 2007 (before the crisis) and 2013 (after the crisis).

The data used in the project has been obtained from SABI, making differences between those which are family companies and those which are not this type of firm. Taking into consideration the final sample, a linear regression model has been made.

Finally, taking into account the conclusions of the project, it can be said that the indebtedness of family companies has decreased due to the economic crisis. Furthermore, another important factor that we have to pay attention to is the tangibility of the assets of a company. Because of this analysis, it can be concluded that they are very significant for the indebtedness of these firms during difficult economic periods.

1. Introducción

Las empresas familiares son el tipo de empresas que más importancia tienen en España, representando el 85% de las empresas de nuestro país, generando el 70% del PIB español y ofreciendo un volumen de empleo de 10,13 millones de personas.

La crisis económica ha supuesto, entre otras cosas, la modificación de las estructuras financieras de gran cantidad de empresas. Aunque han sido muchos los trabajos que han intentado mostrar cuáles han sido los motivos y las consecuencias de tal variación, pocos son los que se han enfocado específicamente en el caso particular de las empresas familiares. Por ello, nuestro objetivo en este trabajo es analizar cómo se ha visto afectada y qué cambios se han producido en la estructura financiera de las empresas familiares a raíz de la crisis económica de 2008.

Para disponer de los datos necesarios respecto a las empresas objeto de análisis ha sido utilizada la base de datos SABI, en la cual se ha realizado un estricto filtro de reconocimiento de las empresas familiares. A partir de los datos obtenidos, se ha procedido a realizar un análisis de regresión lineal jerárquica.

Mediante el análisis, se demuestra como los factores influyentes en el endeudamiento de la estructura financiera de las empresas familiares tienen distinta relevancia sobre el endeudamiento según el momento de tiempo.

2. ¿Qué es una empresa familiar?

Para comenzar este trabajo es muy importante tener claro el concepto de “Empresa familiar”, el cuál es nuestro objeto de estudio, pero esto no es una tarea sencilla. En Europa, encontramos una gran diversidad de definiciones, llegando a identificarse hasta 90 distintas. Esta variabilidad en el concepto de Empresa Familiar es un serio problema desde el punto de vista político, económico y social.

Aun sabiendo la dificultad de poder delimitar Empresa familiar (EF) y Empresa No Familiar (EnF) es necesario conseguir una diferenciación teórica y operativa. Para lograr este objetivo hay muchos rangos de diferenciación, por ejemplo, “Astrachan y Shanker crean un rango de definiciones de posibles empresas familiares en función del grado percibido de implicación familiar en la empresa” (Rojo, Diéguez, López, 2011).

Ante tal diversidad, algunos autores diferencian tres líneas de actuación:

- a) Utilizan un concepto multioperativo para determinar distintos tipos de EF.
- b) Desarrollan escalas con el fin de medir el grado de influencia de la familia en la empresa.
- c) Centrándose en establecer diferentes tipologías de EF.

La segunda línea es la que más importancia tiene, ya que permitiría determinar los elementos que diferencian a las EF y EnF, y así avanzar en la investigación de las mismas.

Tras el análisis de un amplio abanico de bibliografía (Navarrete, 2013) respecto a la identificación de empresas familiares, existe coincidencia en la existencia de tres elementos que deben darse para calificar una empresa como familiar:

1. La familia tiene el control del capital.
2. La gestión de la empresa debe ser realizada de forma activa por la familia.
3. Debe haber voluntad de transmitir la empresa a generaciones siguientes.

Sobre la base de estos tres pilares, “el European Group of Owner Managed and Family Enterprises (GEEF) aprobó el 27 de Mayo 2008 una definición genérica que incluye los siguientes elementos y que ha hecho suya el Instituto de la Empresa Familiar (IEF) con pequeñas variaciones” (Rojo, Diéguez, López, 2011).

1. La familia debe poder ejercer el control accionarial de la compañía, ya sea por tener la mayoría de los votos o por ejercer una influencia decisiva sobre aspectos fundamentales.
2. La familia debe estar presente en los órganos de gobierno corporativo de la compañía de forma relevante. Lo más habitual será el Consejo de Administración.
3. Algún miembro de la familia deberá tener una participación directa en la gestión de la empresa a su máximo nivel.

3. Importancia de las Empresas Familiares

Este trabajo versa sobre las empresas familiares. La elección de este tipo de empresas viene motivada por la gran importancia que tienen en la economía mundial. Prueba de ello son los siguientes datos (Asociación para el Desarrollo de la Empresa Familiar de Madrid; 2014; Instituto de la empresa familiar, 2015):

- Unión Europea:

- ✓ El 60 % del total de empresas son empresas familiares, representando alrededor de 17 millones de empresas.
- ✓ El 25 % de las 100 primeras empresas son empresas familiares.

- Estados Unidos:

- ✓ El 80 % del total de empresas son empresas familiares.
- ✓ Genera el 50% de empleo.

- Ámbito español:

- ✓ El 85% del total de empresas son empresas familiares, representando casi 3 millones de empresas.
- ✓ Generan el 70% del PIB.
- ✓ Emplean a 10,13 millones de personas en España.

Las empresas familiares son el elemento fundamental de la actividad económica. Su importancia en todos los países, sea cual sea su nivel de desarrollo, contrasta con la escasa atención que su estudio ha merecido entre los investigadores económicos.

Además, en este año 2015, encuestas como la realizada por Juan José Cano, (Socio responsable de Empresa Familiar de KPMG en España) confirman la recuperación de estas empresas ante la crisis económica que comenzó en 2008 y el optimismo por parte de los dirigentes ante años futuros.

4. Estructura financiera de las empresas familiares

En este trabajo nos vamos a centrar en dos teorías que explican el funcionamiento financiero de las empresas, así como en el análisis de las variables y factores que le van a afectar. Estas dos teorías son “El Equilibrio Estático o Static Tradeoff” y “La Teoría de Jerarquía de Preferencias o Pecking order”

El origen de las teorías modernas lo encontramos en la Teoría de la Irrelevancia de Modigliani y Miller (1958), en la que se niega la existencia de una estructura óptima y en la que se considera que dos empresas con la misma estructura financiera tendrán el mismo beneficio independientemente del nivel de deuda que tenga cada una. A partir de ésta teoría, la cual es demasiado teórica, han aparecido nuevas.

El modelo de Jensen y Mecking (1976), que tiene en consideración costes de agencia, la teoría de la jerarquía de preferencias de Myers y Majluf (1984) o la teoría de las señales informativas de Ross (1977), son tres nuevas teorías surgidas a partir de los trabajos de Modigliani y Miller (1958) y que no se basan en la idea de que el mercado de capitales es perfecto.

Las teorías que vamos a analizar son “El Equilibrio Estático o Static Tradeoff” y “La Teoría de Jerarquía de Preferencias o Pecking order”. Estas teorías comparten algunos argumentos como veremos pero, sin embargo, otros serán muy distintos, lo que les llevará a distintas conclusiones.

4.1. Teorías sobre la estructura financiera

✓ Teoría del Equilibrio Estático o “StaticTradeoff”

“Esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima y un ratio de endeudamiento óptimo” (Navarrete, 2011-2012).

Cuanto mayor es el endeudamiento de una empresa, mayor es el riesgo de no poder hacer frente a sus deudas y por tanto mayor riesgo de quiebra.

Para analizar la estructura de capital de una empresa tenemos que tener en cuenta que, la deuda nos genera unos beneficios fiscales, pero por otro lado genera unos costes de insolvencia derivados del mayor endeudamiento. Estos costes pueden ser directos o indirectos:

- Costes directos: Se refieren a costes de tipo legal; gastos administrativos, honorarios de abogados, tasas judiciales, etc.
- Costes indirectos: Esta situación genera una mala imagen para la empresa y provoca falta de confianza del mercado hacia su buena gestión. Esto no es bueno para la empresa y puede desembocar en consecuencias como disminuir el nivel de ventas, mayor exigencia por parte de los proveedores o pérdida de trabajadores claves entre otras.

Cuanto mayor sea la deuda, mayores ahorros fiscales tendrá la empresa pero también mayores serán sus obligaciones de devolución de préstamos, incrementando así el riesgo de quiebra. Por ello, las empresas deben buscar una combinación óptima de recursos propios y ajenos, de tal manera que maximicen el valor de la empresa. Por ello la empresa deberá realizar diferentes tipos de acciones para buscar su ratio objetivo.

“Cuando la empresa incrementa sus beneficios, y por tanto sus recursos propios, estará incentivada a aumentar su endeudamiento con el fin de mantener el nivel de endeudamiento óptimo” (Navarrete, 2011-2012).

Una empresa con altos niveles de endeudamiento, deberá financiar sus inversiones rentables mediante fondos propios, ya que los costes de quiebra serán muy altos.

Conseguir ese ratio óptimo es el objetivo de toda empresa, pero en la realidad es muy difícil llegar a él debido a situaciones financieras no controlables por las empresas, que las desvían de su objetivo.

✓ Teoría de la Jerarquía de Preferencias o “PeckingOrder”

Para explicar esta teoría hay que tener en consideración el entorno económico y organizacional en el que nos encontramos, en el cual existe información asimétrica. Esto provocará que los directivos posean información privilegiada sobre la empresa que

provocará que los acreedores exijan mayores garantías y aumentos en el precio de la financiación.

“Esta teoría no reconoce que exista una estructura financiera óptima, como indica la teoría del equilibrio estático o “trade-off”, sino que es el resultado de los procesos de financiación de las inversiones teniendo en cuenta la retención de los beneficios. La situación financiera de una empresa en la actualidad es consecuencia de las decisiones financieras tomadas en el pasado.” (Navarrete, 2011-2012).

Esta teoría se basa en que las decisiones que tomará una empresa serán debidas a un orden jerárquico, en el que especial importancia tendrán la existencia de información asimétrica y los costes asociados a cada una de las fuentes financieras. Las empresas a la hora de afrontar una inversión intentarán financiarse de forma interna, es decir, con sus recursos propios ya que no se ven afectadas por la información asimétrica. De no ser posible, tanto por inexistencia o insuficiencia de la necesidad, entonces recurrirán a la financiación externa, es decir, mediante recursos ajenos. Una vez que la opción de financiación es la externa, en primer lugar intentarán financiarse mediante emisión de deuda, y si ésta alternativa tampoco fuera posible, como última alternativa, acudirán a la emisión de acciones.

Autores como Myers y Majluf (1984), demuestran como la asimetría de información conduce a una infravaloración de los títulos de la empresa y en especial de sus acciones en los mercados de capitales (Moreira et al; 2006). Las empresas utilizarán sus fondos propios (si los hay) para financiar proyectos cuyo Valor Actual Neto sea positivo, ya que de esta forma no necesitan enfrentarse a la disciplina del mercado. Esto es, los accionistas intentarán mantener unos fondos propios de libre disposición para evitar acudir a la financiación externa (Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009). Si los recursos autogenerados no son suficientes para cubrir las necesidades de financiación, acudirán al endeudamiento (normalmente a la financiación bancaria). Como último recurso se recurre a la ampliación de capital. La utilización de esta fuente financiera supone tener que dar más información sobre la empresa y someterse a la disciplina del mercado.

Además, numerosos estudios avalan que cuanto mayor sea la rentabilidad de una empresa menos recurrirá 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, 2003).

Las conclusiones que resultan de esta teoría son:

- Las empresas “tenderán a estar más endeudadas cuanto menor sea su capacidad para generar fondos internamente y tengan mayores oportunidades de crecimiento” (Navarrete, 2011-2012).
- Existe una relación inversa entre el endeudamiento y la rentabilidad. La empresa tendrá mayor deuda cuanto menor capacidad de generar recursos propios posea.

A las pequeñas y medianas empresas (PYMES) la información asimétrica afecta en mayor grado que en grandes empresas. Estudios empíricos (Navarrete, 2013) nos muestran que las PYMES tienen bastantes dificultades para acceder a los mercados de capitales, por ello, cuando necesitan financiación externa básicamente se dirigen a los beneficios retenidos y si son insuficientes a la emisión de deuda. Es decir, la principal fuente de financiación a largo plazo de las PYMES es la autofinanciación. Algo muy común en este tipo de empresas es que los directivos sean los propietarios y esto hace que no realicen ampliaciones de capital para no reducir su participación y nivel de control sobre la sociedad, por ello serán contrarios a la emisión de acciones.

Este mantenimiento de control al que estamos haciendo referencia por parte de las pequeñas y medianas empresas junto con las fuertes asimetrías de información hace que los acreedores financieros exijan garantías y aumenten los precios de la financiación, es decir, sus costes de financiación serán mayores que el de las grandes empresas.

4.2. Factores determinantes de la estructura de capital en la empresa

En los párrafos precedentes hemos intentado explicar si existe o no una estructura financiera óptima mediante dos teorías; La teoría del equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias.

Además de las dos teorías expuestas anteriormente, existe otra corriente de investigación complementaria, la cual analiza una serie de factores que influyen en la toma de decisiones financieras de las empresas. Esta corriente propone que las empresas determinarán su estructura financiera en función de los beneficios y perjuicios que les va a suponer la elección entre el capital propio y la financiación ajena.

En la estructura de capital de la empresa van a influir numerosos factores financieros, características de la empresa, o el entorno micro y macroeconómico en el que se desenvuelve. Estos factores serán los responsables de la opción financiera que se deba aceptar con sus mayores o menores costes (Titman y Wessels, 1988).

¿Cuáles son los factores más importantes y cómo afectan a las decisiones sobre la estructura financiera?

Harris y Raviv (1991) consideran que los activos fijos, los escudos fiscales alternativos a la deuda, el nivel de inversión y el tamaño de la empresa afectarán positivamente al nivel de endeudamiento, sin embargo, la volatilidad de los beneficios, las oportunidades de inversión, los gastos de publicidad, la probabilidad de quiebra y la rentabilidad influirán negativamente.

Otros autores, como Frank y Goyal (2003) opinan que los factores que mayor importancia tienen son el ratio de deuda medio, las garantías colaterales, el tamaño, la inflación, el crecimiento, la rentabilidad y el pago de dividendos. “Según Aybar et al (2001) el endeudamiento de las pymes está condicionado por la generación de flujos de

caja, la intensidad de la inversión en activos fijos y la existencia de oportunidades de inversión”(Navarrete, 2011-2012).

Aunque numerosos autores coinciden (Navarrete, 2013; Frank y Goyal, 2003; Harris y Raviv, 1991) en los factores que mayor influencia tienen en la estructura financiera (por ejemplo, el sector en que compite la empresa, las garantías colaterales aportadas por los activos fijos, la relación entre el valor de mercado y el valor en libros, la generación de flujos de caja, el tamaño o la inflación) no hay estudios concluyentes. Tampoco son coincidentes las investigaciones en el signo de la relación de cada uno de los factores y la deuda.

Tras el análisis de varios documentos bibliográficos, (Navarrete, 2011-2012), Harris y Raviv (1991), Frank y Goyal (2003), (Titman y Wessels, 1988) hemos identificado los que podrían ser los factores que mayor trascendencia tienen en las decisiones sobre la estructura financiera de las empresas familiares. Explicamos a continuación cada uno de ellos.

➤ Oportunidades de inversión y crecimiento

La importancia de este factor se encuentra en la capacidad que puede tener de creación de valor para la empresa. Son expectativas futuras de beneficio.

Respecto a este factor existen varias opiniones; según la teoría del equilibrio estático cuanto mayor sean las oportunidades de inversión y crecimiento menor será la tasa de endeudamiento.

Las oportunidades de inversión y crecimiento están muy ligadas con la inversión en activos intangibles. Esto es un problema para la obtención de financiación debido a que a la hora de liquidación si fuera necesaria, estos activos tienen un valor prácticamente nulo. Por ello, la empresa deberá financiarse principalmente con recursos propios porque la financiación externa les va a resultar muy costosa.

Por otro lado, hay quienes opinan que es una relación positiva entre la inversión en intangibles y el nivel de endeudamiento porque va a generar ventajas competitivas que supondrán garantías para los acreedores. Desde el punto de vista de la teoría de la jerarquía de preferencias las empresas con mayores oportunidades de crecimiento necesitarán de financiación externa ya que la empresa no generará suficientes recursos internos para financiar ese crecimiento.

➤ Estructura de propiedad

La separación entre la propiedad de la empresa y el control de las decisiones gerenciales generará consecuencias económicas para cada accionista. Algunas decisiones tomadas por los directivos serán contrarias a los intereses de los accionistas, esto dará lugar a comportamientos oportunistas.

La concentración accionarial genera la reducción de conflictos de intereses entre accionistas y directivos ya que habitualmente la dirección está en manos de miembros de la familia accionista. Sin embargo, esta concentración puede conducir a una limitación de crecimiento de la empresa, desaprovechando ventajas importantes como las economías de escala. Este tipo de estructuras también hará rechazar proyectos rentables que requieran una gran inversión financiada con endeudamiento, ya que las empresas en las que la propiedad está muy concentrada suelen asimilar el endeudamiento con los problemas de insolvencia.

Por lo tanto, “el papel que desempeña la deuda en la alineación de los intereses entre accionistas y directivos, es de signo contrario en función de lo dispersa o concentrada que esté la propiedad” (Navarrete, 2011-2012).

Cuanto más dispersa esté la propiedad, los accionistas estarán más a favor del endeudamiento para reducir los comportamientos oportunistas, sin embargo, si está muy concentrada los directivos preferirán la autofinanciación porque así eliminan la supervisión de los mercados financieros y utilizan los flujos de caja de libre disposición de forma discrecional.

“Azofra et al (2007) observan como las empresas con mayor concentración accionarial y menor separación entre accionistas y directivos siguen en mayor medida la jerarquía de preferencias financieras.”(Navarrete, 2011-2012).

➤ Sector de actividad empresarial

El sector al que pertenezca la empresa condicionará su estructura financiera. La teoría del equilibrio defiende que no solo condicionará la estructura financiera sino también su política financiera y su nivel de endeudamiento. El objetivo será conseguir el ratio de endeudamiento óptimo del sector, pero no siempre resulta sencillo debido a restricciones financieras internas y externas.

Según la teoría del “Pecking order”, el pertenecer a uno u otro sector no influye en la estructura financiera. Considera que lo que va a regir de forma más determinante esta estructura son los factores particulares de la propia empresa, teniendo menos importancia los relacionados con la industria.

➤ Tamaño de la empresa

El tamaño de la empresa diferencia a unas empresas de otras en su estructura. Según el tamaño, las empresas tendrán diferentes plazos de deuda, política de distribución de beneficios o importancia del crédito bancario.

La teoría del equilibrio estático, defiende que el tamaño favorece el nivel de endeudamiento; las empresas grandes al estar más diversificadas tienen menor riesgo de quiebra y menores costes de agencia. Estos dos aspectos pueden explicar la relación positiva entre el tamaño y el endeudamiento.

Cuanto mayor es la empresa el mercado recibe información de más calidad y fiable, esto puede hacer que se reduzca la información asimétrica facilitando la financiación externa. Por tanto la relación entre el tamaño y el endeudamiento es positiva

Sin embargo, según la teoría del “pecking order” la relación entre el tamaño y el nivel de deuda es inversa. Los autores (Harris y Raviv, 1991; Frank y Goyal, 2003) que defienden esta corriente afirman que al tener menor asimetría informativa las grandes empresas tienen menos incentivos para emitir deuda, lo que les llevará a realizar ampliaciones de capital y por tanto, queda explicada esa relación inversa.

Dentro de este factor, es interesante tener en cuenta la edad de las empresas. Las grandes empresas suelen tener bastante más años de funcionamiento que las pequeñas, lo que les ha permitido conseguir un mayor volumen de beneficios que les permitirá recurrir en menor medida al endeudamiento.

➤ Escudos fiscales alternativos a la deuda

Como ya hemos explicado anteriormente, la teoría del “trade off” defiende la existencia de un nivel óptimo de endeudamiento en el cual los efectos positivos de la deuda son superiores al efecto contrario de los costes de quiebra, maximizando así el valor de la empresa.

Existirá una incentivación para la financiación externa por parte de empresas, debido a que los gastos financieros que se generarán mediante este tipo de financiación, serán deducibles en el impuesto de sociedades de las empresas.

Aunque la deuda genera un beneficio fiscal porque los gastos financieros son deducibles, este efecto positivo no es ilimitado, por ello, las empresas tienen otros instrumentos para disminuir los impuestos a pagar como pueden ser las amortizaciones, las provisiones o los gastos en I+D. Muchos autores sostienen que debido a este ahorro que consiguen mediante las deducciones hacen que se reduzca la necesidad de endeudamiento.

Por tanto, la teoría del equilibrio estático defiende que existirá una relación negativa entre las deducciones fiscales alternativas a los intereses de deuda y el grado de endeudamiento de una empresa.

Estudios sobre la determinación de la relación que estamos intentando explicar han llegado a ambas conclusiones, en unos la relación es positiva (Myers y Majluf, 1984) y en otros es negativa (Frank y Goyal, 2009). Ante esta situación, diversos autores como González y González (2008) o DeAngelo y Masulis (1980) han demostrado que esta ambigüedad de conclusiones puede ser debida al análisis de variables que están correlacionadas con otras que también influyen sobre el nivel de deuda impidiendo detectar la relación negativa entre el endeudamiento y las ventajas fiscales no derivadas de la deuda.

La teoría del “peckingorder” defiende que los escudos fiscales alternativos a la deuda no afectan en la política de endeudamiento de la empresa.

✓ Los fondos generados internamente por la empresa

La teoría del equilibrio estático defiende que la relación entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento es positiva basándose en que un aumento del volumen de fondos autogenerados lleva consigo un incremento del nivel de deuda.

Las empresas más rentables tendrán un mayor incentivo en endeudarse para mantener el ratio de endeudamiento óptimo, a su vez, la probabilidad de quiebra disminuirá y tendrán mayor posibilidad de aplicar las deducciones fiscales provenientes de la deuda. El endeudamiento es una forma de generar confianza en el mercado, significa que la empresa tiene la suficiente capacidad de hacer frente a la deuda que está contrayendo, por tanto, será capaz de generar en el futuro como mínimo lo necesario para hacer frente a las obligaciones resultantes de la deuda contraída.

Según la teoría de la jerarquía de preferencias existe una relación negativa entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento.

La mayoría de estudios empíricos realizados confirman la relación defendida por la teoría de la jerarquía financiera (Myers y Majluf 1984; Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009).

✓ Coste de la deuda

Las empresas disponen de diferentes opciones a la hora de financiarse externamente, con sus respectivos costes cada una. La empresa tendrá que sopesar si el coste al que va a tener que hacer frente para financiarse externamente va a ser beneficioso para ella o, será conveniente financiación interna.

La teoría del equilibrio estático sostiene que las empresas aumentarán su endeudamiento cuanto mayor sea el tipo de interés en el momento de la financiación, es decir, mantendrán una relación positiva.

Sin embargo, la teoría de la jerarquía de preferencias defiende que es una relación negativa entre los tipos de interés y el valor de la empresa. Es decir, cuanto mayores son los tipos de interés, mayor es el coste medio ponderado y por tanto, menor será el valor de la empresa.

Los tipos de interés que trasladan los mercados de capitales contienen información sobre el grado de solvencia que tienen las empresas prestatarias. La calidad de estos prestatarios viene determinada principalmente por los beneficios y la capacidad para hacer frente a los gastos financieros.

Para determinar el coste de la deuda, no solo debe tenerse en consideración el nivel de endeudamiento, sino que también hay otros factores como el tamaño, la antigüedad de la empresa o las características del mercado.

✓ Las garantías colaterales asociadas al activo

Las características del activo van a influir en el acceso más ventajoso a las fuentes de financiación. La inversión en activos fijos aportará más garantías que los activos intangibles, de esta forma se reduce de forma considerable la asimetría informativa y favoreciendo así la obtención de financiación.

Para la teoría del equilibrio estático, la relación entre los activos tangibles y el nivel de deuda será positiva. “El aumento de las garantías colaterales a través de los activos tangibles, facilita el acceso a los mercados financieros y reduce los conflictos de intereses. La cantidad de activos tangibles que posee una empresa será un indicador válido de las garantías aportadas.” (Navarrete, 2011-2012:74).

Por otra parte, la teoría de la jerarquía de preferencias considera esta relación entre la tangibilidad de los activos y el endeudamiento como negativa. La explicación en la que se basa esta teoría es que las empresas que tengan muchos activos tangibles presentarán una menor asimetría informativa por lo que los costes de ampliación de capital serán menores y las empresas no estarán incentivadas en incrementar su nivel de apalancamiento.

Autores como Aybar et al (2001) también consideran esta relación como negativa, argumentando que cuantos más activos tangibles, mayor volumen de influencia por parte de éstos en la generación de fondos internos. Además la inversión en activos intangibles también influye positivamente en la rentabilidad.

✓ Edad de la empresa

La edad de la empresa a pesar de no ser un factor financiero es importante analizarlo porque si que va a tener influencia en la estructura de capital de la empresa.

La teoría del equilibrio sostiene que las empresas con mayor edad tendrán mayores niveles de deuda, ya que presentarán menores costes de agencia y su generación de recursos será más estable. Las empresas jóvenes por otro lado, tendrán que invertir en proyectos arriesgados para generar fondos internos que le produzcan mayor solvencia.

Varios autores como por ejemplo Wijst (1989) encuentran una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y la edad, ya que relacionan con la antigüedad de la empresa con la reputación de la misma.

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias defiende lo contrario, considera que la relación entre la edad de la empresa y el nivel de endeudamiento es negativa. Basándose en el nivel de apalancamiento financiero, afirma que cuanto más antigua sea una empresa mayores reservas habrá acumulado y por tanto el nivel de apalancamiento financiero será menor.

5. La empresa familiar: Factores explicativos de su estructura financiera

Una vez que hemos analizado los factores que afectan de forma decisiva a las empresas en general, vamos a particularizar el análisis en la empresa familiar.

Para poder analizar con garantías los factores que van a afectar a la estructura financiera de las empresas familiares, tenemos que tener muy claro el concepto de empresa familiar aun cuando éste es bastante difícil de concretar. Para este tipo de empresas, tenemos que tener muy presente que la familia tendrá sus propios objetivos que le llevarán a tomar unas u otras decisiones empresariales. Es decir, no serán las mismas decisiones las de una empresa familiar que las de una no familiar debido a los vínculos ya no sólo económicos, sino también familiares. Estos vínculos en ocasiones, les llevarán a conflictos.

Las empresas familiares buscarán una financiación interna como forma del mantenimiento del control. Las metas que se fijarán serán a largo plazo buscando ventajas competitivas difíciles de copiar. A veces, dejarán escapar oportunidades de crecimiento por mantener la idea de no perder control sobre la empresa. En las empresas familiares, la información asimétrica es mayor que en las empresas no familiares debido a la poca información interna sobre la empresa que ofrecen al mercado.

Además, como ya hemos indicado en la primera parte del trabajo, no existe una definición de empresa familiar concreta, sin embargo, para analizar la estructura financiera de las empresas familiares, los siguientes factores son imprescindibles:

- ✓ Mantenimiento de la dirección y de la propiedad por parte de la familia

Muchos autores consideran que una empresa se califica como familiar si las personas que poseen la propiedad o ejercen la dirección son de una sola familia y esto conlleva el mantenimiento del control por una sola familia.

- ✓ Implicación familiar en la empresa

Hay que diferenciar entre tener la propiedad de una empresa y la implicación que tenemos con ella. Muchos autores consideraran como empresa familiar a aquella cuya propiedad sea familiar y que al menos dos miembros de la familia estén implicados en la gestión.

- ✓ Transferencia generacional

Ninguna empresa familiar se crea sin intención de que haya una siguiente generación. Si no hubiese esa intención de delegar en generaciones posteriores no la consideraríamos como familiar.

5.1 Características financieras de la empresa familiar

Existen numerosos estudios acerca de la comparativa entre las empresas familiares y las no familiares (Avery et al, 1988; Dyer, 2006), y una conclusión clara es que las empresas familiares tienen un menor ratio de endeudamiento. Un mayor endeudamiento aumenta el riesgo financiero de la empresa y el riesgo de quiebra y pérdida de control. Este dato puede ser explicado por el mantenimiento del control por parte de la familia y la baja diversificación de las inversiones de los accionistas. Kaye y Hamilton (2004) demuestran que las empresas familiares con más edad presentan menor endeudamiento que las jóvenes. Esto puede ser debido a que las empresas de más edad han tenido más tiempo para generar recursos internos, que con el tiempo utilizarán como autofinanciación.

Como ya hemos comentado antes, los accionistas buscan la continuidad de la empresa a largo plazo y no buscarán aumentar el riesgo de quiebra, por eso el nivel de endeudamiento será bajo.

Para garantizar la continuidad de la empresa y mantener el control muchas veces rechazarán proyectos de inversión rentables que conlleven la entrada de nuevos socios no familiares. Por tanto, uno de los grandes desafíos de las empresas familiares es la de conseguir un crecimiento para la empresa sin que haya pérdida de control familiar.

Un gran hándicap para las empresas familiares es la existencia de asimetría de información respecto al mercado, esto va a hacer que su acceso a la financiación externa vaya a ser muy costosa. A la hora de buscar la obtención de créditos está demostrado empíricamente que existe una relación positiva con el compromiso personal (Navarrete, 2013). Los créditos que se conceden a estas empresas suelen ir sujetas a avales personales como garantía de devolución de los créditos (Avery et al, 1988; Dyer, 2006).

Además hay que tener en consideración las consecuencias de la concentración de propiedad y control. “Esta característica tendrá, tal y como propone Mahéroult (1998) cuatro consecuencias importantes, como son: la proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar, la concentración de poderes y puestos de responsabilidad en los miembros de la familia, un modelo de dirección específica y unas relaciones de agencia propias” (Navarrete, 2011-2012).

También debemos hablar de la proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar en este tipo de empresas, la cual es evidente. Esta unión puede generar grandes ventajas competitivas para la empresa, esto es así, porque no habrá diferencias en los objetivos de los accionistas y directivos. La repartición de dividendos en las empresas familiares es mucho menor que en las no familiares, esto demuestra que el empresario considera a la empresa como parte de su patrimonio. La unión del patrimonio personal y empresarial es importante para las empresas porque va a ayudar en muchas situaciones de crisis o aumento de riesgo a sostener el negocio.

A su vez, esa aportación por parte del empresario de esa garantía en forma de su patrimonio personal indica al mercado la poca probabilidad de que éste entre en una situación de insolvencia y por ello, la financiación externa le será menos costosa.

La política financiera de la empresa no sólo se ve afectada por los costes a los que tendrá que hacer frente por acudir a la financiación externa, de hecho, es el propietario de la empresa familiar el que más influye en la política financiera de la empresa. Como ya hemos visto, las decisiones que tomará el empresario estarán orientadas al mantenimiento de la empresa a largo plazo con el objetivo de transmitirla a siguientes generaciones. Este objetivo, va a llevar a la empresa a una concentración de la propiedad y orientación a largo plazo que va a tener una relación inversa con el nivel de apalancamiento.

Ya hemos comentado que la aversión al riesgo y el miedo a la quiebra van a ser factores que el empresario considerará a la hora de tomar sus decisiones. Otro factor que también influirá en sus decisiones será la reputación familiar.

A modo de conclusiones, las decisiones que tomarán las empresas familiares que influyan sobre su estructura financiera se verán afectadas en gran medida por sus características internas y por el tamaño. Respecto a las características internas, la empresa familiar buscará la supervivencia de la empresa e intentará el traspaso a próximas generaciones, intentarán mantener el control sobre la empresa aunque esto les lleve a rechazar proyectos rentables, y otra característica interna que afectará, será el aval con bienes personales por parte de los propietarios. Respecto al tamaño de la empresa, cuanto mayor sea ésta, menores serán las posibilidades de quiebra.

6. ANÁLISIS EMPÍRICO

Vamos a realizar un análisis empírico, sobre cómo ha afectado la crisis económica que comenzó en 2008, y en la que aun en 2015 nos vemos sumergidos, en la estructura financiera de las empresas familiares.

Este análisis lo centraremos sobre un sector específico, en concreto el de muebles. Por tanto, estudiaremos la importancia que tenían los factores en la estructura financiera de las empresas familiares de este sector antes de la crisis económica (2008), y posterior a la crisis (2013).

6.1. Procedimiento

La muestra sobre la que trabajaremos ha sido obtenida de la plataforma Sistemas de análisis de Balances Ibéricos (SABI), la cual es gestionada por Grupo Informa S.A. y Bureau Van Dyck, donde se representan a más del 95% de las empresas españolas.

Para realizar una buena búsqueda de información sobre Empresas Familiares en SABI, lo primero que hay que tener claro es el concepto de empresa, de esta forma podremos

diferenciar posteriormente distintos tipos, asegurándonos así que esas diferencias por las cuales distinguimos tipos de empresas son reales.

A la hora de realizar una buena búsqueda hay que llevar en cuenta los siguientes patrones:

1. Determinar el objeto de la investigación y su periodo. Una vez establecidos identificar empresas para las cuales existen datos disponibles
2. De la selección anterior, haremos otra selección donde nos centraremos en las empresas activas. Entendiendo como empresa activa a aquellas que no estén en un proceso concursal, haya desaparecido, haya sido absorbida o se encuentre inactiva.
3. Vamos a dejar fuera del estudio las empresas que no sean de tipo capitalista. Éstas son cooperativas, asociaciones y no definidas como familiares.
4. Utilizando el CNAE 2009, por razones de actividad excluirémos las empresas financieras que tienen los códigos 64,65 y 66 y que requieren de un tratamiento especial.
5. Habitualmente, también conviene evitar las empresas “micro” porque su información es poco precisa, deteriorando la información del conjunto. Por ejemplo, en un estudio en que hayamos introducido una empresa micro, a la hora de aplicar técnicas estadísticas nos puede llevar a que tengamos una gran variabilidad en los resultados, llevándonos a realizar un análisis económico-financiero poco exacto.

El esfuerzo por diferenciar las EFs y las EnFs en SABI, es necesario para luego poder una correcta interpretación de los resultados.

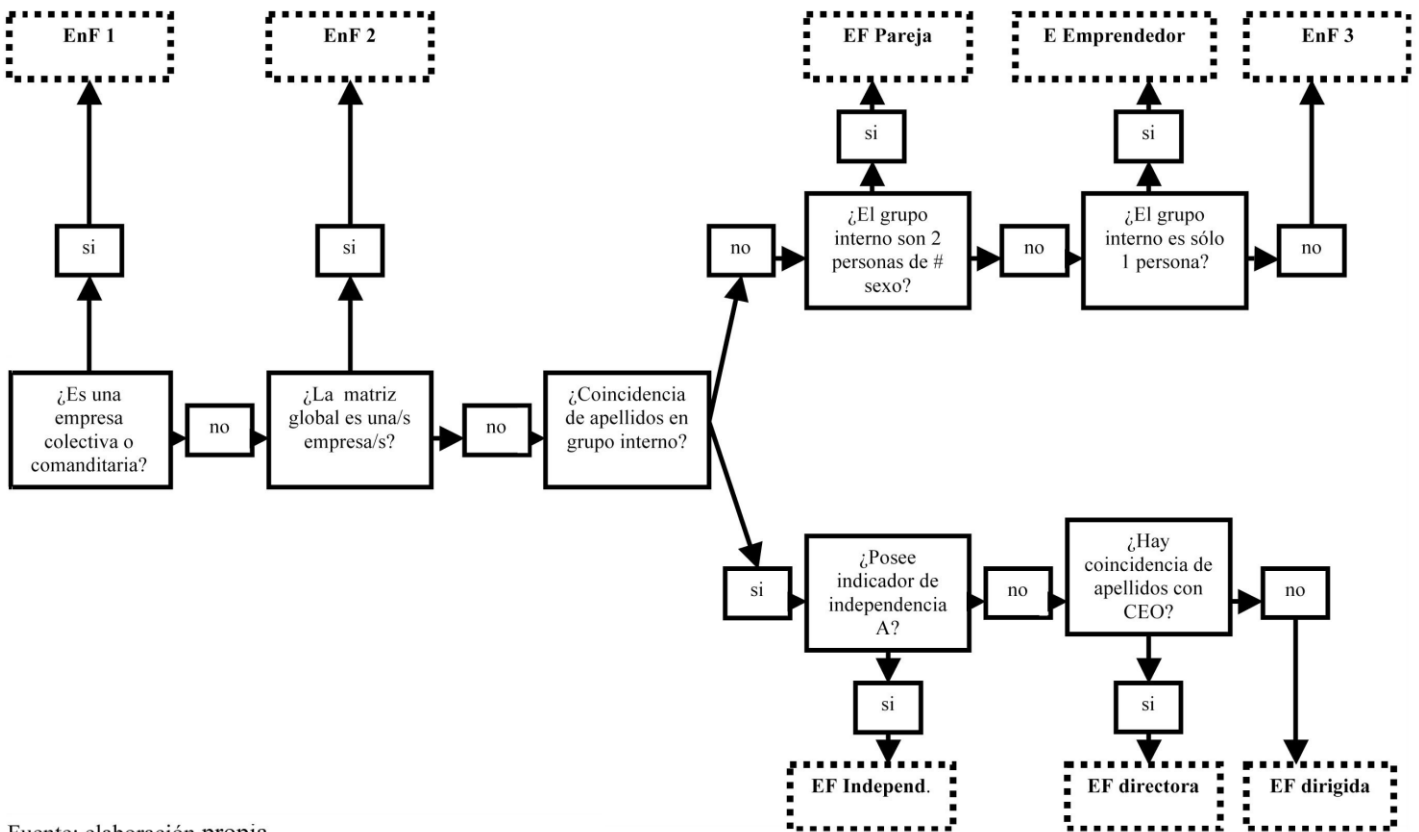
6.1.1. La Muestra: una historia en etapas

Para poder diferenciar las empresas familiares de las empresas no familiares debemos seguir unos pasos que se detallan a continuación.

Seguiremos el esquema expuesto por Rojo, Diéguez y López (2011) para la diferenciación de las empresas familiares de las no familiares en SABI.

Gráfico 1

Definición operativa de empresa familiar en SABI.



Fuente: elaboración propia

1. Intentar obtener un conjunto de EF utilizando como variable “accionista una o más personas físicas o familias”, ya que es un factor fácilmente cuantificable. Lo importante es conocer el % de participación de los familiares ya que algunas EF son gestionadas a través de sociedades.
2. Como el criterio anterior no nos permite calificar a una empresa como familiar sin introducir sesgos importantes, podemos utilizar el criterio “matriz global” de SABI.
Este nuevo criterio puede hacer que empresas de las que nadie duda que son familiares, la base de datos no las reconozca como matriz global y quedarían descartadas, quedándose así fuera del estudio demasiadas EFs, y no siendo el estudio fiable.
3. Viendo que el anterior criterio también es insuficiente, podemos filtrar las empresas atendiendo a un nuevo criterio SABI: “indicador de independencia”.
SABI califica las empresas atendiendo a cuatro niveles: A, B, C y D.
A → La empresa es independiente, es decir, no depende de otra.

B,C,D→Es una empresa dependiente de la que alguna persona o empresa tiene mas del 25% de las acciones.

El problema de este criterio radica en considerar a todas las empresas con calificación A como EnF. Es decir, que la calificación A solo nos muestra que o bien se trata de EnF o EF con la propiedad bastante repartida.

4. Visto que los criterios SABI comentados en los tres puntos anteriores son insuficientes para una detección segura, procedemos a una clasificación forzada o manual.

Lo haríamos “analizando en cada empresa los apellidos y otras características de los propietarios y de los órganos de decisión” (Rojo, Diéguez, López 2011).

Habiendo detallado anteriormente aspectos muy importantes y necesarios para este análisis como ha sido la capacidad de distinción de empresa familiar y no familiar, como realizar la búsqueda de este tipo de empresas en SABI y conocer cuáles son los factores que van a determinar la estructura financiera de una empresa familiar, analizaremos la variación de la estructura financiera de las empresas familiares durante la crisis en el sector del mueble.

Consideraremos que el comienzo de la crisis es en el año 2008, por ello, tendremos que obtener datos desde la creación de las empresas familiares hasta 2007 y datos posteriores a 2007 para poder realizar la comparativa. El estudio empírico versará sobre el sector del mueble debido a que es uno de los sectores más importantes de la Comunidad Autónoma de la Rioja.

Basándonos en la base de empresas que proporciona SABI sobre España, aplicaremos una serie de filtros que tienen que cumplir el tipo de empresas que formarán nuestra base de datos, descartando así aquellas que no corresponden a empresas familiares. Para aplicar los siguientes filtros y que sean efectivos a la hora de encontrar empresas familiares tendremos que respetar las indicaciones comentadas anteriormente que nos podrían dar problemas. Los filtros que se han aplicado han sido:

- ✓ Estado de la empresa: Activa
- ✓ Fecha de constitución: 01/01/1930 – 01/01/2007 (No nos valen para este análisis empresas que no hayan sentido el efecto de la crisis, es decir, han tenido que ser creadas antes del periodo de crisis que queremos analizar, en este caso 2008)
- ✓ Directores/ Administradores: Género: Varón, Mujer
- ✓ Último número de empleados: mínimo 10 (Así evitamos empresas micro)
- ✓ CNAE 2009: 31- Fabricación de Muebles
- ✓ Forma jurídica España: Sociedad anónima, Sociedad Limitada, Comunidad de bienes, Sociedad Civil (Así evitamos cooperativas y asociaciones)

Tras estos primeros filtros, encontramos como la muestra de empresas españolas se reduce a 484. Como ya hemos comentado anteriormente, el uso de estos filtros será insuficiente y poco preciso, con lo que tendremos que finalizar la búsqueda de empresas familiares de forma manual.

Este trabajo manual consiste en chequear empresa por empresa y estudiar si hay coincidencia de apellidos entre los grupos de dirección de la empresa. Si hay coincidencia y el índice de independencia es A, consideraremos esa empresa como familiar independiente. Si la coincidencia de apellidos se da entre los administradores y el director ejecutivo consideraremos que es una empresa familiar en la que un miembro de la propia familia es el director de la misma. También consideraremos como familiar a aquella empresa en la que solo existen dos administradores, accionistas o directivos ejecutivos de distinto sexo y con apellidos diferentes, puesto que serán lazos matrimoniales Rojo, Diéguez y López (2011).

Durante el análisis manual, 13 empresas han sido objeto de duda sobre si calificarlas como familiares o no familiares, las cuales han sido eliminadas para evitar conclusiones no ciertas. Un tipo de empresa bastante dudosa de definir como familiar es la empresa emprendedor, ya que no queda claro el interés por transmitir la empresa a la generación siguiente. Autores como Rojo Ramírez et al (2014) son partidarios de no incluir las empresas emprendedor como empresas familiares.

Finalmente, determinamos que existen 110 empresas familiares en el sector del Mueble en España, las cuáles formarán nuestra base de datos sobre la que haremos en análisis. Es decir, de la muestra obtenida tras los filtros 361 no eran empresas familiares.

Total empresas	484	100%
Empresas Dudosas (Eliminadas)	13	2,68%
Empresas familiares	110	22,72%
Empresas no familiares	361	74,60 %

6.2 Variables

A continuación se detallan las variables que utilizaremos en nuestro análisis y la expresión de cada una de ellas.

- ✓ Variable dependiente: Nivel de deuda (D), medida como la relación entre el valor contable de la deuda y el valor contable de los activos totales. (Allouche et al, 2008; Molly et al, 2010),

$$D = \text{Deuda Total} / \text{Activo total}$$

- ✓ Oportunidades de crecimiento (OC), existen diferentes formas de medir esta variable. En nuestro estudio utilizaremos la expresión que relaciona los activos intangibles y el total de activos. (Michaelas et al, 1999).

$$OC = \text{Activos Inmateriales} / \text{Activo total}$$

- ✓ Coste de la deuda (I), se mide mediante el cociente entre gastos financieros y deudas totales (Barry et al. 2008; Acedo et al 2013).

$$I = \text{Gastos financieros} / \text{Deuda}$$

- ✓ Edad (ED), esta variable mide los años de existencia de las empresas. Dividiremos la muestra en dos grupos diferentes, un grupo de empresas menores de 25 años y otro de empresas de mayores de 25 años. (Blanco-Mazagatos et al., 2007).
- ✓ Flujo de caja o cash flow (CF), estará medido como el beneficio antes de intereses e impuestos (BDIT), más las amortizaciones y las provisiones dividido entre los activos totales. (Miguel y Pindado, 2001).

$$CF = (\text{BDIT} + \text{Amortización} + \text{Provisión}) / \text{Activo Total}$$

- ✓ La información asimétrica (AI), podemos medirla como la proporción de activos inmateriales sobre los activos materiales. La presencia de los activos intangibles revela mayores problemas de información asimétrica que la presencia de activos tangibles. Hemos constituido una variable *dummy* que habrá tomado el valor de 1 cuando los activos tangibles eran más altos que los activos intangibles y, por tanto, menos problemas de información asimétrica, y 0 en caso contrario.
- ✓ Tamaño (T), con el fin de utilizar una medida que facilita la comparación de los resultados con otros países de la Unión Europea, utilizaremos los criterios de la Unión Europea para medir el tamaño (recomendación de la Comisión el 6 de mayo de 2003, 2003/361/ CE). Esta recomendación nos permite distinguir entre empresa pequeña y mediana. Empresa pequeña será aquella cuyo número de trabajadores sea menor de 50, y las ventas y activos menores o iguales a 10.000.000 de euros. La empresa de tamaño medio tendrá entre 50 y 250 empleados ambos extremos inclusive, unas ventas mayores de 10.000.000 de euros pero menores o iguales a 50.000.000 y unos activos mayores de 10.000.000 de euros pero menores o iguales a 43.000.000 de euros. Al igual que con la Información Asimétrica, constituimos una variable *dummy* que habrá tomado el valor de 1 para las empresas pequeñas y 0 empresas medianas.
- ✓ Escudos fiscales alternativos a la deuda (EFA), este factor lo calcularemos mediante la diferencia entre los ingresos antes de impuestos (BAT) multiplicados por el tipo impositivo y los impuestos pagados. Las empresas intentarán pagar menos impuestos con los escudos fiscales. (Miguel y Pindado, 2001; González y González, 2008).

$$EFA = (\text{BAT} * \text{Tipo Impositivo} - \text{Impuestos pagados}) / \text{Activo Total}$$

- ✓ Tangibilidad de los activos (TA), medido como el cociente entre los activos tangibles y los activos totales (Aybar et al, 2001; Vendrell, 2008; Frank y Goyal,

2009). Los activos tangibles van a tener gran importancia a la hora de garantizar a la empresa sobre posibles obligaciones. Además su valoración va a ser mucho más sencilla que los activos intangibles.

$$TA = \text{Activos Materiales} / \text{Activos Totales}$$

Una vez definidas todas las variables necesarias para el estudio empírico, hay que indicar que el endeudamiento será nuestra variable dependiente, y que como variables control utilizaremos el Tamaño, los Escudos Fiscales alternativos a la deuda y la Tangibilidad de los Activos. Primero, haremos un análisis de la estructura financiera de las empresas familiares introduciendo solo en estas variables. Posteriormente, en un nuevo análisis añadiremos el resto de variables y veremos el aumento de capacidad explicativa del modelo.

6.2.1. Efecto de la crisis sobre los factores que influyen en la estructura financiera

Antes de presentar los resultados del estudio empírico, nos gustaría presentar algunas reflexiones sobre cómo ha afectado o afecta la crisis económica a las variables analizadas.

- ✓ Nivel de endeudamiento: El nivel de endeudamiento en las empresas familiares por causa de la crisis ha aumentado considerablemente. Las empresas para subsistir a este periodo han tenido que dirigirse a la financiación externa debido a la crítica situación generada por el entorno.
- ✓ Oportunidades de crecimiento: La disminución y apenas existencia de demanda del entorno de las empresas, ha hecho que sean escasas y muy difíciles de aprovechar las oportunidades de crecimiento por parte de las empresas, sobre todo de las empresas de pequeño tamaño, como por norma general son las familiares.
- ✓ Coste de la deuda: El coste de la deuda, es uno de los factores que más afectado se ha visto con la crisis. Este coste ha aumentado considerablemente, la disminución de recursos propios o activos por parte de las empresas familiares hace que la garantía para afrontar la devolución de deuda sea menor y por tanto el riesgo de devolución es mayor, lo que conlleva al aumento de los tipos de interés.
- ✓ Cash Flow: Los Flujos de Caja, debido a la falta de demanda y por consiguiente, a la gran reducción de ingresos también se han visto afectados en gran medida.
- ✓ Edad: Cuanta más edad tenga una empresa, mayor será su garantía como ya hemos explicado anteriormente.

- ✓ Información asimétrica: La crisis económica ha generado un entorno bastante turbulento y poco estable, en el que la información asimétrica ha tomado gran protagonismo, pasando a ser un factor clave en muchas situaciones.
- ✓ Tamaño: Los apuros a los que ha sometido la crisis a las empresas ha hecho que éstas lejos de aumentar su tamaño, en muchos casos, se han visto obligadas a reducir.
El tamaño se vuelve más importante en épocas de crisis. Ante la difícil situación en la que se ven envueltas las empresas, tendrán más opciones de supervivencia las de mayor tamaño. Esto es así, debido a que la información asimétrica es menor y les va a permitir acceder a financiación externa con un coste menor.
- ✓ Escudos fiscales alternativos a la deuda: Debido a la crisis, resulta más interesante para las empresas buscar beneficios alternativos a la deuda. Esto es así, porque endeudarse tiene grandes costes y por tanto los beneficios fiscales son menos incentivantes.
- ✓ Tangibilidad de los activos: Las empresas han reducido considerablemente sus volúmenes de producción, lo que ha generado que la compra de maquinaria se haya estancado prácticamente. La maquinaria de las empresas es la que forman en gran medida el activo tangible. Cuanto mayor es la tangibilidad de los activos más posibilidades de obtener financiación, sobre todo en un sistema financiero tan bancarizado como el español. Por tanto, cabe esperar que la tangibilidad de los activos se vuelva más importante en las épocas de crisis, en las que los bancos piden más garantías.

Algunas de las consecuencias de esta crisis, tal y cómo expone Navarrete (2003), en 2013, el 23,3% de las PYMES habrían reducido su financiación, mientras que el 81% de las empresas habrían visto encarecidos sus tipos de interés. Además respecto a las garantías, el 85% de las empresas han visto aumentadas las exigencias y a un 53% se les han exigido garantías personales.

6.3 Análisis estadístico

Antes de presentar los resultados del análisis empírico, a modo de recordatorio, en la tabla 1 se refleja el resultado de la identificación de las empresas familiares que se ha realizado:

Tabla 1. Empresas de la muestra.

Total empresas	484	100%
Empresas Dudosas (Eliminadas)	13	2,68%
Empresas familiares	110	22,72%
Empresas no familiares	361	74,60 %

En la tabla 2 puede observarse el nivel de endeudamiento medio de las empresas de la muestra tanto en 2007 como en 2013. El endeudamiento medio tanto en 2007 como en 2013 es menor del 25%, bastante habitual en las empresas familiares habitualmente preocupadas por el riesgo que esta fuente de financiación supone. Destaca, sin embargo, la significativa disminución del endeudamiento medio en 2013 respecto a 2007 (5%). Este hecho puede deberse, por una parte, a las reducidas oportunidades de inversión que han encontrado las empresas durante el periodo de crisis; y por otra a que, cuando las han encontrado, no han acudido a la financiación externa debido a los altos costes que hubieran tenido que soportar, y por tanto, habrán utilizado sus fondos autogenerados cuando les haya sido necesario.

Tabla 2. Endeudamiento de las empresas de la muestra.

Endeudamiento	2007	2013
Mínimo	0,17%	0,06%
Máximo	77,01%	77,66%
Valor Medio	24,02%	19,38%

Con el fin de analizar cómo ha afectado la crisis económica de 2008 a las variables que determinan la estructura financiera de las empresas familiares, realizaremos un análisis de regresión lineal jerárquica con datos de 2007 (antes de la crisis) y 2013 (después de la crisis), para luego poder realizar una comparación. Para que los resultados que obtengamos sean correctos, las variables independientes no pueden ser combinación lineal de otras, es decir, no puede existir colinealidad entre las variables. Para comprobar si hay multicolinealidad, usaremos el índice de inflación de la varianza y el índice t de colinealidad. Los valores del factor de inflación de la varianza (FIV) no deberán superar el valor máximo que se encuentra en torno a 5, y el índice t de colinealidad deberá mantenerse por encima de 0,1 (kleinbaum, Kupper y Muller, 1988).

Anteriormente, ya hemos indicado que papel desempeñará cada variable en el análisis. Primero, hacemos el análisis incluyendo en el modelo solo las variables control y posteriormente volvemos a realizar el análisis con todas las variables. De esta forma, el valor del R^2 nos mostrará la capacidad explicativa del modelo.

En la Tabla 3, se muestran las estadísticas descriptivas para las variables estudiadas.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos.

Variable	2007		2013	
	Media	Desviación Típ.	Media	Desviación Típ.
Endeudamiento	0,2402	0,1936	0,1939	0,1835
Oportunidad de crecimiento	0,0808	0,1158	0,0154	0,0284
Coste de la deuda	0,2160	0,3973	0,2738	0,8657
Edad	9,7500	4,4040	14,7500	4,4040
Cash flow	0,0774	0,0866	0,0011	0,0947
Tamaño	0,3000	0,4600	0,2500	0,4320
Información asimétrica	0,5300	0,5020	0,4800	0,5020
Escudos fiscales	0,0010	0,0075	-0,0003	0,0086
Tangibilidad	0,2976	0,2156	0,3322	0,2214

Para descartar el problema de colinealidad mencionado anteriormente, realizamos un análisis de correlación de Pearson. En la tabla 4, podemos observar como las correlaciones estadísticas significativas ($p < 0,01$) son bajas (la más alta es -0,284) lo que demuestra que no existe problema alguno de colinealidad entre estas variables (Hair et al, 1998).

Tabla 4. Correlaciones

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. ENDEUDAMIENTO	1								
2. OPORTUNIDAD DE CREC	0,181	1							
3. COSTE DEUDA	-,426**	-0,081	1						
4. EDAD	-0,125	-0,143	0,096	1					
5. CASH FLOW	0,172	-0,154	-0,21	-0,151	1				
6. TAMAÑO	-,284**	-0,229	,238*	-0,04	0,026	1			
7. INFORMACIÓN ASIMÉTRICA	0,04	-,643**	0,081	0,105	0,153	-0,056	1		
8. ESCUDOS FISCALES	-0,11	-0,023	-0,146	-0,085	-,338**	-0,036	0,159	1	
9. TANGIBILIDAD	-0,005	-,343**	0,086	0,07	0,018	-0,088	,316**	-0,063	1

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

* . La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

En la Tabla 5 se muestran los coeficientes Beta y t de los análisis de regresión. También se muestra el estadístico Durbin Watson, cuyos valores deben estar entre 1,5 y 2,5. Como podemos observar, en nuestro caso los valores obtenidos se mantienen dentro del intervalo de referencia, por tanto podemos afirmar que no hay problemas de autocorrelación en los datos.

Tabla 5. Significación de las variables

Modelo 2007	Variables Control			Todas las variables		
	Beta	T	Sig.	Beta	t	Sig.
TAMAÑO	-0,275	-2,482	0,015	-0,248	-1,961	0,048
ESCUDOS FISCALES	-0,111	-1,004	0,319	-0,31	-2,298	0,026
TANGIBILIDAD	-0,001	-0,009	0,993	0,01	0,068	0,946
OPORTUNIDAD DE CREC				0,114	0,624	0,536
COSTE DEUDA				-0,332	-2,499	0,016
EDAD				0,09	0,697	0,489
CASH FLOW				0,288	2,15	0,037
INFORMACIÓN ASIMÉTRICA				-0,05	-0,242	0,81
R²	0,086			0,391		
Durbin-Watson	1,613			2,086		

Modelo 2013	Variables Control			Todas las variables		
	Beta	T	Sig.	Beta	t	Sig.
TAMAÑO	-0,135	-1,165	0,248	-0,19	-2,289	0,029
ESCUDOS FISCALES	0,045	0,388	0,699	0,049	0,243	0,81
TANGIBILIDAD	0,091	0,777	0,44	0,277	1,974	0,045
OPORTUNIDAD DE CREC				-0,101	-0,551	0,586
COSTE DEUDA				-0,153	-2,22	0,032
EDAD				0,062	0,352	0,727
CASH FLOW				-0,057	-0,3	0,766
INFORMACIÓN ASIMÉTRICA						
R²	0,029			0,263		
Durbin-Watson	2,08			1,884		

En la tabla 6, se muestra el análisis del índice de la varianza. Con este análisis comprobamos que no existe multi-colinealidad en los modelos de regresión utilizados. Los valores del FIV, no deben superar el valor máximo recomendado, que se encuentra en torno a 5. En ninguno de nuestros análisis el valor del FIV es superior a 5.

Tabla 6. Factor de índice de la Varianza (FIV)

Variables	2007				2013			
	Variables Control		Todas las variables		Variables Control		Todas las variables	
	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV
TAMAÑO	0,996	1,004	0,72	1,388	0,999	1,001	0,866	1,154
ESCUDOS FISCALES	0,992	1,008	0,76	1,316	0,989	1,012	0,692	1,446
TANGIBILIDAD	0,99	1,01	0,659	1,518	0,989	1,011	0,914	1,094
OPORTUNIDAD DE CRECO			0,418	2,394			0,85	1,176
COSTE DEUDA			0,783	1,278			0,796	1,257
EDAD			0,838	1,193			0,928	1,077
CASH FLOW			0,772	1,295			0,782	1,279
INFORMACIÓN ASIMÉTRICA			0,326	3,07				

6.3.1 Interpretación de resultados

En 2007 tienen significatividad estadística y relación directa con el nivel de endeudamiento las siguientes variables (ordenadas de mayor a menor relevancia).

- ✓ Cash flow

Con relación indirecta:

- ✓ Coste de la deuda
- ✓ Escudos fiscales
- ✓ Tamaño

No tienen significatividad las variables “tangibilidad de los activos”, “oportunidades de crecimiento”, “edad” e “información asimétrica”.

Para el modelo del año 2013, tienen significatividad estadística y relación directa (ordenadas de mayor a menor relevancia):

- ✓ Tagibilidad de los activos

Con relación indirecta:

- ✓ Tamaño
- ✓ Coste de la deuda

No tienen significatividad las variables “escudos fiscales”, “oportunidades de crecimiento”, “edad”, “cash flow”. La variable “información asimétrica” fue eliminada del análisis.

En cuanto a las diferencias entre ambos momentos destacan:

En 2013 dejan de ser significativas respecto a 2007 las siguientes variables:

- ✓ Cash flow: Su pérdida de relevancia, puede ser debido a la falta de demanda por parte de los clientes y por consiguiente, una gran reducción de ingresos.
- ✓ Escudos fiscales: Antes de la crisis, era mucho más fácil conseguir financiación externa. Los escudos fiscales alternativos a la deuda tomaban importancia para conseguir deducciones fiscales. Tras la crisis, ante la dificultad de acudir a fuentes financieras externas, los escudos fiscales pierden gran importancia.

También cabe destacar:

- De 2007 a 2013 el tamaño adquiere importancia. Esto es así porque este factor tiene más importancia en épocas de crisis. Tendrán más opciones de supervivencia las empresas de mayor tamaño. Esto es así, debido a que la información asimétrica es menor y les va a permitir acceder a financiación externa con un coste menor.
- ✓ De 2007 a 2013 el coste de la deuda disminuye su relevancia respecto al endeudamiento. Esto puede ser motivado por el encarecimiento de los préstamos. El aumento de las barreras a conseguir financiación externa y la exigencia de mayores garantías hace que pierda importancia en las decisiones de endeudamiento. La Teoría del Pecking Order, explica la relación negativa que tiene con el endeudamiento y su coste.
- ✓ Por su parte, la tangibilidad de los activos no era significativa en 2007 y sí en 2013. Puede ser motivo de ello, su importancia a la hora de acceder al crédito con las condiciones tan duras que se requieren en 2013, ya que los activos tangibles ofrecen mejores garantías que los intangibles. La Teoría del Equilibrio Estático explica la relación positiva.

7. Conclusiones

Las principales conclusiones que pueden extraerse del análisis de la bibliografía sobre la estructura financiera en las empresas familiares y de los resultados de nuestro estudio empírico son:

- ❖ La Teoría del Equilibrio estático defiende la existencia de una estructura óptima, sin embargo, la Teoría de la Jerarquía de Preferencias afirma lo contrario. Mediante el estudio empírico realizado se ha comprobado la influencia de diversos factores en el endeudamiento de las empresas familiares. De esta forma, queda demostrado como el cash flow y los escudos fiscales pasan de ser significativos en 2007 a dejar de serlo en 2013. Al contrario sucede con la tangibilidad de los activos, adquiriendo significatividad en 2013, que no tenía en 2007. El tamaño por su parte, adquiere relevancia tras este periodo y el coste de la deuda disminuye.
- ❖ Las características propias de las empresas familiares provocan que tengan una estructura financiera diferente. La visión a largo plazo, el objetivo de transmisión de generacional y el aval de bienes personales por parte de los propietarios, conlleva a que a la hora de buscar financiación, primero, se financiarán mediante recursos autogenerados, de no ser posible, al endeudamiento y como última opción, a la emisión de acciones. Además, van a intentar mantener el control de la empresa, de esta forma, rechazarán proyectos rentables y oportunidades de crecimiento.
- ❖ El nivel de endeudamiento de las empresas familiares disminuye en las épocas de crisis. Este hecho puede deberse, por una parte, a las reducidas oportunidades de inversión que han encontrado las empresas durante el periodo de crisis; y por otra a que, cuando las han encontrado, no han acudido a la financiación externa debido a los altos costes que hubieran tenido que soportar, y por tanto, habrán utilizado sus fondos autogenerados cuando les haya sido necesario
- ❖ Los factores que influyen en la estructura financiera de las empresas familiares no son los mismos, ni tienen la misma importancia, en la época de crisis o en la época expansiva del ciclo económico. Esto parece indicar que el entorno económico y sus circunstancias es una variable más a tener en consideración a la hora de explicar el nivel de endeudamiento.

8. Bibliografía

BARÓMETRO EUROPEO EMPRESA FAMILIAR “Cifras empresa familiar” <https://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documents/barometro-europeo-empresa-familiar-2015.pdf>. [Consultado en abril de 2015].

“LA EMPRESA FAMILIAR EN CIFRAS”. ASOCIACIÓN POR EL DESARROLLO DE LA EMPRESA FAMILIAR DE MADRID: <HTTP://WWW.ADEFAM.COM/EMPRESA/CIFRAS.HTML> [Consultado en Mayo de 2015].

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-valorde-mercado-valor-de-empresa-valor-teorico-y-valor-intrinseco/>> [Consultado en Mayo de 2015].

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 signaling 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.

SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK: "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure" < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=243138> [Consultado en Mayo de 2015]

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 Multivariables Methods”. PWS-KENT Publishing Company. 1988.

HAIR, J.; ANDERSON, R.E; TATHAN R.L; BLACK, W.: (1998) "Multivariate data analysis" Prentice Hall.