



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE GRADO

Título
La estructura financiera de las empresas familiares y su cambio con la crisis económica
Autor/es
Beatriz Montoya Crespo
Director/es
Juan Carlos Ayala Calvo
Facultad
Facultad de Ciencias Empresariales
Titulación
Grado en Administración y Dirección de Empresas
Departamento
Curso Académico
2014-2015



La estructura financiera de las empresas familiares y su cambio con la crisis económica, trabajo fin de grado

de Beatriz Montoya Crespo, 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

La estructura financiera de las empresas familiares y su cambio con la crisis económica

Autor: D^a Beatriz Montoya Crespo
Tutor: Prof. (Dr.) D. Juan Carlos Ayala Calvo

CURSO ACADÉMICO 2014-2015

ÍNDICE

RESUMEN	3
1. INTRODUCCIÓN	3
2. DESARROLLO	4
2.1. Marco teórico	4
2.1.1. La estructura financiera de las empresas	4
2.1.1.1. Teorías	5
a) Teoría de la irrelevancia de la estructura de capital	5
b) Teoría de los costes de agencia	7
c) Teoría de la jerarquía de preferencias	8
d) Teoría del equilibrio estático	9
2.1.1.2. Factores determinantes	11
a) Sector de actividad empresarial	11
b) Tamaño de la empresa	12
c) Coste de la deuda	15
d) Beneficios fiscales que no están relacionados con la deuda	15
e) Estructura de la propiedad	16
2.1.2. Las empresas familiares y su estructura financiera	17
a) Implicación familiar	18
b) Eficiencia	19
c) Tamaño	19
d) Recursos humanos	20
e) Dificultades financieras	21
2.2. Estudio empírico	22
2.2.1. Introducción	22
2.2.2. Variables del análisis	26
2.2.3. Análisis	29
2.2.3. Resultados	30
3. CONCLUSIONES	37
4. BIBLOGRAFÍA	39

Resumen: El entorno de la empresa o la situación económica del país son variables que pueden influir considerablemente en la composición de la estructura financiera de las empresas. En este estudio se analizará cómo la crisis económica actual ha influido en el nivel de endeudamiento de las empresas familiares que se dedican a la fabricación de vino. El por qué de estas empresas es que poseen unas características propias que son interesantes a la hora de conocer su comportamiento y sus decisiones de endeudamiento. Por ejemplo, generalmente poseen un tamaño reducido y prefieren emplear sus recursos propios que acceder a recursos externos. Se ha realizado un análisis de regresión para conocer los cambios de las principales variables y su relación con el endeudamiento de estas empresas. De esta forma, se ha podido conocer que las oportunidades de crecimiento han sido las que mayor cambio han sufrido, mientras que el coste de la deuda o la edad solo han perdido significación en el análisis.

Abstract: The environments of the company or the economic situation are variables that can significantly influence on the composition of the financial structure companies. Therefore, this study will be discussed about how the current economic crisis has influenced in family businesses engaged in the production of wine and its structure. The reason for choosing these companies is that they have their own characteristics which are interesting for knowing their behavior and borrowing decisions. For example, they usually have a small size and prefer to use their own resources rather than choose external resources. A regression analysis has been made for knowing the changes in key variables and their relationship with the debt of these companies. In this way, it could have been known that the growth opportunities have been the ones which have suffered more change, while the cost of debt or the age have only lost significance in the analysis.

1. INTRODUCCIÓN

La estructura financiera de las empresas es un tema tratado a lo largo de los años por numerosos autores que han intentado explicar cuáles son las variables o factores que influyen en ella mediante razonamientos teóricos o análisis empíricos. El entorno general así como la situación económica que existe en el país pueden influir considerablemente en la estructura de las empresas así como en el coste de su financiación. Por ello, en este trabajo se pretende analizar cómo ha influido la crisis económica de España en sus empresas y en la composición de la estructura de capital. Es interesante conocer qué variables han influido en el endeudamiento, así como la magnitud de su relación. Además, dado que existen algunos estudios que tratan sobre las diferencias entre las empresas no familiares y familiares, en este trabajo se han elegido las empresas familiares para conocer mejor su comportamiento y el cambio que han soportado debido a la recesión. Este tipo de empresas cuentan con características propias que influyen en sus decisiones de financiación, como es la preferencia por el uso de los recursos propios o el hecho de que los propietarios suelen dirigir también la empresa. Por ello, mediante una revisión teórica a sus principales factores influyentes y un análisis empírico se dará respuesta a cuestiones como el cambio en la composición de la estructura o la influencia del coste de deuda en el endeudamiento.

Por otra parte, se han elegido para el estudio las empresas dedicadas a la fabricación de vino, se cree que es un sector interesante para analizar los cambios que hemos comentado anteriormente y conocer cómo se comportan estas empresas familiares dependiendo de sus características propias o la situación del entorno. Además, se trata de un sector que está compuesto principalmente por empresas de reducido tamaño y de carácter familiar lo que supone un punto a favor en el estudio.

De esta manera, en primer lugar, se van a analizar las principales teorías referidas a la estructura de capital de las empresas y su composición. Además se comentarán las variables que influyen en esta estructura así como las diferentes opiniones de autores sobre la relación que poseen con el endeudamiento. Por otro lado, se analizarán en particular las empresas familiares, sus características específicas y las relaciones que se pueden observar entre las variables que influyen en el endeudamiento. Y por último, mediante un análisis de regresión, se podrán obtener las conclusiones sobre cómo ha influido la recesión económica en estas empresas y en su estructura de capital. Se puede señalar que las oportunidades de crecimiento de estas empresas han sido las que mayor cambio han experimentado y que otras variables como la edad o el coste de la deuda han perdido importancia para las decisiones de endeudamiento.

2. DESARROLLO

En el desarrollo de esta memoria se pueden diferenciar dos partes, la primera de ellas hace hincapié en la composición y factores relevantes de la estructura financiera de una empresa a través de diferentes autores. Asimismo, el estudio analizará las empresas familiares que son el objeto de estudio del análisis de la segunda parte. Este análisis se centrará en este tipo de empresas y la evolución que ha sufrido su estructura financiera a consecuencia de la crisis económica.

2.1. Marco teórico

En este apartado se analizará de forma teórica como se entiende la estructura financiera de una empresa según distintos autores y teorías además de los factores que influyen en dicha estructura. Asimismo, en un segundo punto, se centrará el análisis en las empresas familiares y sus diferencias respecto a otras en relación con este estudio.

2.1.1. La estructura financiera de las empresas

Las empresas necesitan financiarse para llevar a cabo sus actividades económicas y las inversiones en los activos que requieren. De ahí la importancia que tiene la composición de la estructura financiera para cualquier empresa. Nos referimos con estructura financiera al conjunto de recursos que la empresa posee o ha originado en término a su actividad. Según el Plan General Contable, esta estructura se compone de pasivo y patrimonio neto, es decir, los recursos propios y los recursos ajenos (obligaciones de deuda) que tiene la empresa.

Damodaran (1999) y Mascareñas (2004) señalan que la estructura financiera de una empresa es el conjunto de sus fuentes financieras, tanto las que tengan un vencimiento a largo plazo como a corto.

Esta combinación de recursos no solo es elegida por cada empresa según sus intereses o conveniencias, sino que existen ciertas limitaciones en cada empresa como pueden ser la capacidad de generar recursos o los objetivos de los accionistas, y también ciertas características que limitan la composición. Entre ellas se puede destacar la localización geográfica o el sector al que pertenece la empresa.

Por ello, si se entiende el valor de mercado de una empresa como la suma de sus valores de mercado de recursos propios y ajenos, y consideramos que una de las funciones financieras es conseguir que la empresa sea lo más valiosa posible, entonces se tendrá que elegir aquella proporción de deudas y recursos propios que consiga el mayor valor de mercado (Ross et al, 2001; Suárez, 2003).

De esta manera, y teniendo en cuenta lo anterior, se puede plantear si existe una combinación de recursos que maximice dicho valor de mercado en una empresa.

Hay que destacar que numerosos académicos se han cuestionado esta idea, pero no se ha llegado todavía a una respuesta concluyente sobre la existencia o no de una estructura de capital óptima, dicho de otra manera, la proporción de recursos propios y ajenos que consiga el menor coste de financiación.

Por otra parte, muchos autores han relacionado esta estructura con factores o características que diferencian a las empresas pero sin conseguir una conclusión satisfactoria o explicación a su comportamiento en términos financieros. Este resultado es lógico dada la dificultad de realizar estudios en los que se consiga discriminar realmente las distintas teorías.

A continuación se van a analizar algunas de las teorías relacionadas con la estructura del capital y los factores que determinan su composición.

2.1.1.1. Teorías

a) Teoría de la irrelevancia de la estructura de capital

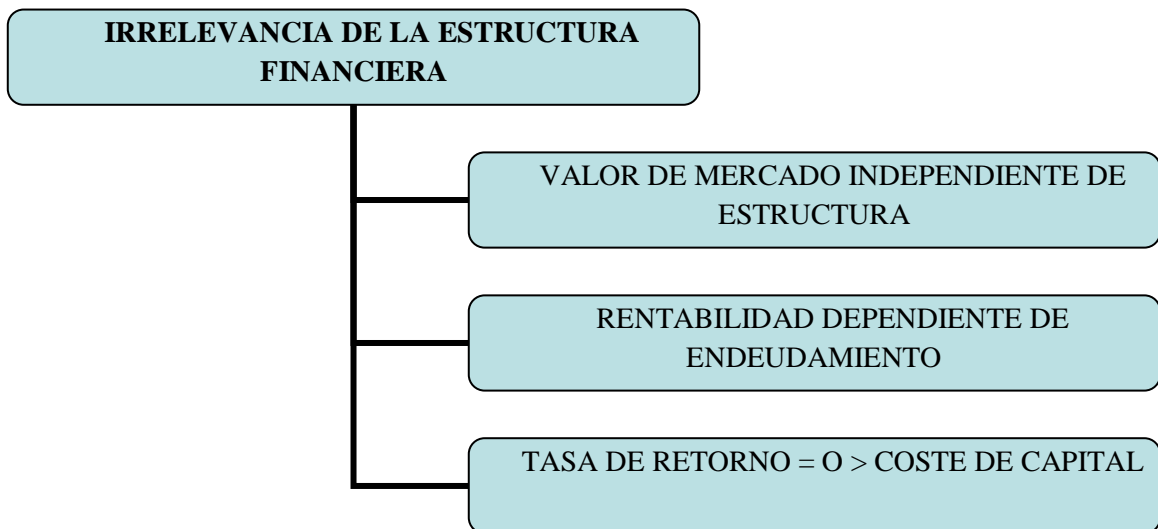
En este trabajo, Modigliani y Miller (1958), defienden que no existe relación entre el valor de mercado de una empresa y su estructura financiera y que los fondos propios y ajenos son perfectos sustitutos si nos encontramos en mercados de competencia perfecta. Por lo tanto, consideran que tampoco existe una estructura financiera óptima.

¿Y qué entienden estos autores por mercados de competencia perfecta? Los mercados financieros son perfectos cuando todos los participantes acceden gratuitamente a la misma información, el único objetivo de los directivos es maximizar el valor de su empresa, no hay tributos ni impuestos. O dicho de otra manera, cuando dos organizaciones con la

misma composición de recursos en cuanto a la estructura financiera, alcanzan la misma cantidad de beneficios.

A partir del siguiente esquema se pueden ver las ideas principales que se extraen de esta teoría:

Figura 1. Ideas principales de la teoría de la irrelevancia de la estructura de capital



Fuente: Elaboración propia.

A continuación se desarrollarán brevemente cada una de estas ideas:

En primer lugar, según esta teoría y como hemos mencionado anteriormente, el valor de mercado de una organización será independiente de cómo esté formada su estructura financiera. Es decir, no existe un valor máximo de empresa que esté relacionado con un nivel mínimo de coste de capital.

La segunda de las ideas se basa en la rentabilidad obtenida por las empresas. Según Modigliani y Miller esta rentabilidad está relacionada de forma lineal con el endeudamiento. Cuanta mayor deuda posea una organización, sus accionistas pedirán una mayor rentabilidad por el riesgo que soportan al invertir en ella. De esta forma, se puede relacionar de forma directa el coste de la deuda con el nivel de endeudamiento de la empresa.

En cuanto a la tercera de las propuestas de estos autores, se hace hincapié en la tasa de retorno de los proyectos de inversión. Si una organización decide llevar a cabo una inversión, su tasa de retorno tendrá que ser igual o mayor que el coste de capital medio. Es lógica esta idea ya que así se consigue aumentar la riqueza de la empresa. Por lo tanto, los directivos tomarán estas decisiones teniendo en cuenta la tasa de retorno y no la forma de financiarlas.

Aparte de lo anterior, se puede mencionar que de esta teoría parten los principales trabajos modernos que estudian la estructura de capital y que se fueron desarrollando más

adelante. Como se puede intuir, esta teoría no refleja los mercados reales en los que operan las empresas ya que no nos encontramos en mercados perfectos. Por lo tanto muchos autores han continuado con esta investigación teniendo en cuenta las diferentes imperfecciones que se pueden encontrar en dichos mercados para ajustarse mejor al entorno real. De esta forma, se pueden mencionar tres líneas de investigación que atienden las mencionadas imperfecciones. Por un lado se encuentra la teoría de Jensen y Meckling en 1976 que se centra en los costes de agencia. El segundo trabajo es el desarrollado en 1984 por Myres y Majluf donde se destacara la jerarquía de las preferencias que está basada en otros trabajos anteriores. Y por último, se analizará el equilibrio estático defendido por Myres en 1984.

b) Teoría de los costes de agencia

Los costes de agencia se entienden como los problemas que pueden surgir entre las partes de una organización. La empresa se compone de contratos entre sus factores productivos, es decir, una de las partes llamada principal delega a otra de las partes llamada agente, una determinada actividad para que la realice con autoridad y en su nombre. A partir de esta relación pueden surgir conflictos si las dos partes buscan maximizar sus utilidades y no el valor total de la empresa.

La empresa se concibe como un equipo cuyos miembros actúan para satisfacer sus propios intereses, pero siendo conscientes que la supervivencia de la empresa debe ser apoyada por ellos mismos, en competencia con otras empresas del mercado (Fama, 1980).

En cuanto a la estructura financiera, ésta es entendida como un conjunto de contratos pero de carácter financiero. Es decir, las relaciones que se producen con los inversores de la empresa, tanto accionistas como prestamistas. También se incluyen en este apartado los conflictos que aparecen como consecuencia de la separación entre la propiedad y el control de las organizaciones que haría referencia al vínculo principal-agente.

Estos problemas de agencia van a dar lugar a dos tipos de conflictos:

- Conflictos de intereses entre los accionistas y acreedores

Con estos conflictos se hace referencia a que las empresas asumen un mayor riesgo en algunos proyectos de inversión después de emitir deuda, con el objetivo de transmitir las ganancias que posiblemente se obtengan de los prestamistas a los accionistas (Jensen y Meckling, 1976).

Los prestamistas u obligacionistas suelen preferir las inversiones menos arriesgadas ya que reciben generalmente un interés fijo. Sin embargo, los accionistas prefieren que las inversiones tengan un riesgo mayor, ya que su remuneración depende de las ganancias obtenidas por la propia organización cuando ya se han eliminado las obligaciones de deuda. Por ello, Gagnon y Khoury (1982) afirman que, los

proyectos de inversión más arriesgados son los que provocan una mayor probabilidad tanto de pérdida como de beneficio. De esta forma, si la inversión es rentable, el principal beneficiado es el accionista, pero si por el contrario fracasa, las pérdidas que se obtienen perjudican más al acreedor cuanto mayor es su aportación.

Por otra parte, los accionistas solo arriesgan el capital social que aportan a la empresa, mientras que los obligacionistas cuentan con una ventaja en cuanto al cobro de las deudas que adquiere la organización.

- Conflictos de intereses entre los accionistas y directivos

Estos problemas se producen por emplear financiación de capitales propios y el hecho de que los directivos antepongan su utilidad frente a los accionistas.

Surgen también porque el objetivo de los accionistas es maximizar el valor de sus acciones o lo que es lo mismo, el valor de la empresa, mientras que el objetivo de los directivos será la supervivencia de la organización, teniendo en cuenta su crecimiento y rentabilidad.

Según Jensen y Meckling (1976) la separación que existe entre la propiedad y el control de la empresa incentiva este tipo de conflictos. Además, esta situación produce incentivos a los accionistas que son directivos y que se aprovechan de beneficios que se pueden denominar “extras”. Esta muestra de interés personal se puede reducir de forma que aumente la participación del accionista y directivo en el capital social de la organización.

Asimismo se puede mencionar algunos comportamientos por parte de los directivos que reflejan claramente la búsqueda de su interés: apropiación de ciertos beneficios, la sobreinversión y la oposición a liquidar la empresa (Jensen y Meckling, 1986; Harris y Raviv, 1990).

Sin embargo esta idea no tendrá mucha consideración en este estudio debido a que, principalmente, las empresas familiares mantienen un gran vínculo entre la propiedad y el control de la organización.

c) Teoría de la jerarquía de preferencias

Según Myres y Mailuf (1984) esta teoría defiende que los directivos eligen la estructura financiera según valore el mercado las diferentes opciones de financiación en ese momento y por lo tanto, la que sea menos costosa. Es decir, no centran sus decisiones en elegir una estructura óptima de capital, sino que deciden según las oportunidades de inversión y también según sus beneficios obtenidos en el pasado. Ya que, cuanto mayor sean estos, menos recurrirán al endeudamiento.

Por otra parte se diferencian tres formas posibles de financiación: los fondos propios o los que se generan dentro de la empresa, las obligaciones de deuda y las ampliaciones de capital. Los directivos prefieren la financiación interna a la externa, ya que la primera no se ve afectada por asimetrías informativas. Por otro lado, también se prefiere emitir deuda que acciones, utilizando estas como último recurso ya que pierden valor más fácilmente. (Donaldson, 1961).

¿A qué se refieren estos autores con asimetrías informativas? Se refieren al hecho de que los directivos contarán con información privilegiada sobre la evolución de sus empresas, y de esta forma los acreedores pedirán mayores garantías financieras y un mayor precio en cuanto a la financiación.

Además, al poseer información privilegiada, muchos directivos no llevarían a cabo proyectos de inversión aunque fueran rentables, si tienen que recurrir a financiación externa. En cambio, si los llevarían a cabo si pueden emplear financiación interna (Myeres y Majluf, 1984).

Por lo tanto, el comportamiento financiero de las empresas se basará en un orden jerárquico de preferencias y dependerá tanto de las asimetrías informativas como de los costes de cada una de las fuentes financieras.

Por último, se puede mencionar el estudio de Mira y Gracia (2002) donde, centrándose en empresas de menor dimensión, llegan a la conclusión de que el endeudamiento está negativamente relacionado con los beneficios. Lo que se puede interpretar como lo dicho anteriormente, cuanto mayor rentabilidad obtengan las empresas, menos recurrirán a la financiación externa.

d) Teoría del equilibrio estático

También es llamada Static trade-off y en ella se alude a la existencia de una estructura de capital óptima y un endeudamiento óptimo (Myers, 1984). Tanto los costes de quiebra como las ventajas fiscales que se derivan de la deuda tienen una influencia contraria en estos dos conceptos óptimos (Azofra et al, 2007; Frank y Goyal, 2000). Es decir, si una empresa aumenta su rentabilidad tendrá que aumentar también su endeudamiento para mantener así el nivel de endeudamiento óptimo. Asimismo, como hemos mencionado, este aumento de beneficios se verá reflejado en una menor posibilidad de quiebra para la empresa con la probabilidad de una mayor deducción de gastos financieros (Hovakimian et al., 2004).

Sin embargo, en la realidad no existe ninguna fórmula que refleje exactamente este nivel óptimo de endeudamiento. Esto se debe a que es muy difícil cuantificar algunas variables, como los costes de quiebra o de insolvencia financiera. A pesar de ello, algunos estudios teóricos han intentado definir una fórmula que determine ese nivel de endeudamiento. Por ejemplo, la teoría de Modigliani y Miller (1963) utiliza la siguiente expresión para

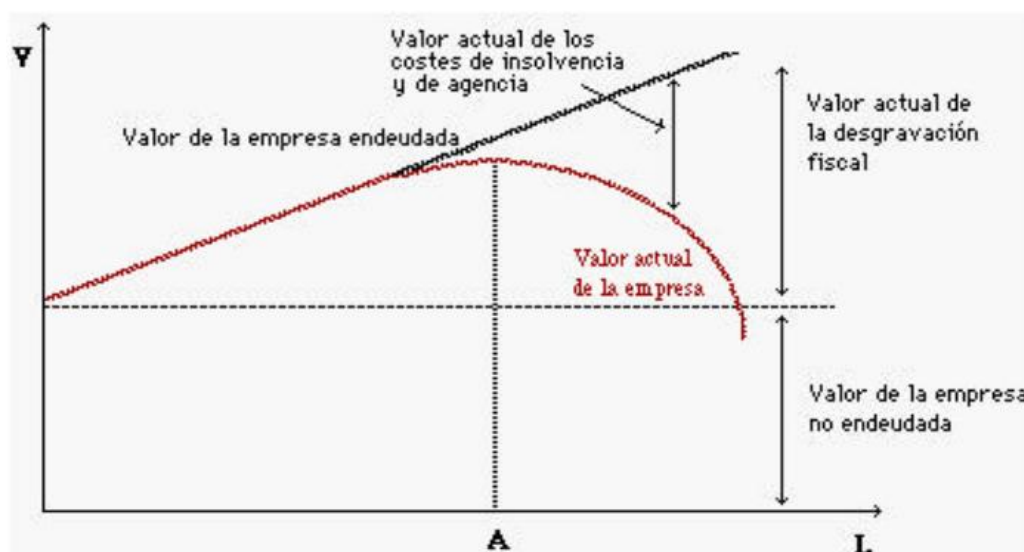
representar el valor de la empresa:

$$V_B^{t,tp,q} = V_A + G - Q$$

En ella se refieren con $V_B^{t,tp,q}$ al valor de la empresa endeudada teniendo en cuenta los impuestos y los costes de quiebra. Con V_A hacen referencia al valor de una empresa sin deudas, mientras que G representa el valor actual del ahorro fiscal por el uso que hace una empresa de la deuda (es mayor cuanto mayor es el endeudamiento). Y por último, utilizan Q para incluir el valor actual de los costes de insolvencia que mantienen una relación directa con el nivel de endeudamiento.

Si la empresa tiene un nivel bajo de endeudamiento, la probabilidad de quiebra es muy pequeña por lo tanto el valor de los costes de quiebra será bajo. Sin embargo, si la empresa va aumentando su endeudamiento, los costes de insolvencia aumentarán de igual forma que su riesgo financiero. De esta forma, llegará un punto en el cual coincidirá el incremento de los costes de quiebra con el incremento del ahorro fiscal. Este punto está representado en la siguiente gráfica (A) y representa el máximo valor de mercado de una empresa o, dicho de otra manera, el nivel de endeudamiento óptimo.

Gráfico. Nivel de endeudamiento óptimo (A).



Fuente: *La estructura de capital óptima*, Juan Mascareñas (Universidad Complutense de Madrid).

Por lo tanto, la empresa decidirá financiar sus posibles inversiones combinando recursos propios con recursos ajenos teniendo en cuenta el nivel de endeudamiento en ese momento. Si está por debajo del óptimo, empleará una mayor proporción de recursos ajenos, mientras que si está por encima del ideal, será al revés, utilizará los recursos propios.

Además, cuando una empresa posea unos niveles elevados de endeudamiento que la aproximen a la insolvencia financiera, tendrá que financiar sus oportunidades rentables de inversión mediante sus recursos propios. Esto se debe a que obtendría unos costes de quiebra muy elevados además de alejarse del ratio objetivo (De Miguel y Pindado, 2001).

2.1.1.2. Factores determinantes

Como se ha mencionado anteriormente, en este apartado se analizarán los factores que determinan la estructura financiera de una organización y que influyen en las empresas a la hora de tomar las decisiones de financiación.

Esta forma de explicar si existe o no una estructura financiera óptima apoya el hecho de que las empresas seleccionan sus fuentes financieras en función de los beneficios o perjuicios que les supone la elección de una u otra (Titman y Wessels, 1988). Es decir, que existen numerosos factores, tanto de la empresa como del entorno, que influyen en las decisiones y con ello, en la estructura de capital y en su valor de mercado.

De esta forma, el nivel de endeudamiento de una empresa dependerá de factores de diferentes tipos como pueden ser empresariales, macroeconómicos, sectoriales y legales (Titman y Wessels, 1988; De Miguel y Pindado, 2001; Vendrell; 2008).

Sin embargo, en este trabajo analizaremos los más importantes y los que tienen mayor relación o peso con la estructura financiera de la empresa.

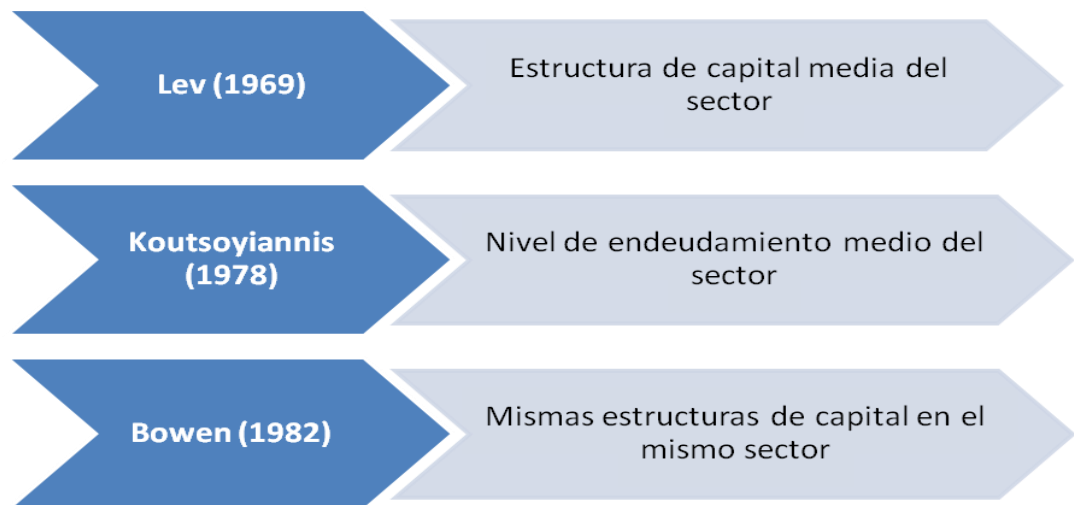
a) Sector de actividad empresarial

La actividad económica de cualquier país se puede dividir en una serie de sectores en función de sus características o comportamientos. Así se pueden distinguir el sector primario (extracción de recursos naturales), secundario (actividades industriales) y terciario (servicios).

Scott en 1980 destaca la importancia de pertenecer a un sector u otro ya que los beneficios son muy diferentes entre ellos así como el riesgo de quiebra.

Muchos estudios han llevado a cabo un análisis de la importancia de este factor en la determinación de la estructura de capital de una empresa. En la siguiente tabla se recogen las principales conclusiones a las que se ha llegado. Sin embargo, se puede señalar que no todos los estudios concluyen con la misma idea sino que algunos opinan la no relevancia del sector mientras otros justifican que el sector es un factor relevante.

Figura 2. Relación entre la estructura de capital y el sector de actividad.



Fuente: Elaboración propia.

La primera relación descrita por Lev (1969) hace referencia a que las empresas tratan de adaptar su estructura de capital al promedio del sector.

En el caso de Koutsoyiannis (1978) es el nivel de endeudamiento el que se adapta a los niveles medios del sector al que pertenece la empresa.

Y en cuanto a la última relación que defiende la relevancia del sector como un factor determinante, se encuentra Bowen (1982) y la similitud que observa en las empresas del mismo sector de actividad

Sin embargo, estas relaciones pueden ser originadas por las características propias de cada sector, como el tamaño de las empresas que es diferente según nos encontremos, por ejemplo, en el sector industrial o en el sector de la hostelería; o la variabilidad de los beneficios, diferenciando sectores maduros como el automovilístico o sectores en crecimiento como el comercio electrónico.

b) Tamaño de la empresa

Este factor también es importante y tiene relación con el anterior, ya que según el sector en el que nos encontremos, predominarán las empresas de mayor o menor tamaño.

Generalmente se clasifican las empresas en 4 grupos según el tamaño: microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas. Hay varias características que determinan su pertenencia a un grupo y a otro. Si se tienen en cuenta los límites

de la U.E., por ejemplo, en cuanto al volumen de negocio se distinguen las pequeñas empresas si poseen un volumen inferior a 10 millones de euros, a las medianas hasta los 50 millones y las grandes a partir de 50 millones de euros. Otra característica que se tiene en cuenta es el número de asalariados que poseen las empresas. Por lo tanto, consideraríamos pequeñas empresas a las que poseen de 10 a 49 trabajadores, de 50 a 249 serían medianas y más de 250 asalariados correspondería a grandes empresas. Y por último está el volumen de activos, se considera pequeña empresa la que posee un valor de activos inferior a 10 millones, medianas hasta los 43 millones y grandes a partir de 43 millones de euros. Las microempresas se distinguen por el número de empleados, y serían todas aquellas que posean menos de 10 trabajadores teniendo en cuenta también el criterio europeo.

Se pueden encontrar numerosos estudios que relacionan el tamaño de la empresa con el tipo de financiación utilizada. Algunos de estos destacan que las empresas pequeñas tienen una mayor dificultad para acceder a financiación ajena, por lo tanto su nivel de endeudamiento será inferior.

Por ejemplo, Miller (1961) defendía la idea de que las empresas pequeñas economizan sus recursos disponibles debido a las dificultades que encuentran al intentar acceder a los mercados organizados. Además, Gertler y Hubbard destacan en 1988 que el tamaño empresarial puede ser un indicador de la capacidad que tiene la empresa para conseguir fondos con los que llevar a cabo sus inversiones.

Para analizar la relevancia de este factor y su relación con el nivel de endeudamiento de las empresas se emplearán cuatro conceptos:

Figura 3. Variables que influyen en el tamaño de la empresa.



Fuente: Elaboración propia.

- Como vemos en el primer cuadro, se puede relacionar la probabilidad de quiebra y los costes que se asocian a ella con la dimensión de la empresa. La conclusión general a la que han llegado numerosos estudios es la existencia de una relación inversa entre los dos aspectos. Ocaña et al. (1994) midió la probabilidad de quiebra en el sentido

de que la empresa obtuviera pérdidas en una cuantía mayor a sus fondos propios. De esta forma, el endeudamiento aumentará cuanto menores sean las posibilidades de quiebra de una empresa, así como los costes que se derivan de esta posibilidad.

Jovanovic (1982) matiza esta relación inversa incluyendo otra relación entre el tamaño de la empresa y su edad. De esta forma, destaca que las empresas más antiguas poseen mayores probabilidades de supervivencia y de aumentar su tamaño. Estas aprovechan su experiencia para aumentar su eficiencia y crecer en el sector.

- El segundo cuadro hace referencia a la diversificación de la actividad empresarial. La idea defiende que las empresas con mayor tamaño consiguen una mayor diversificación, por lo tanto si estas empresas eligen líneas de productos que no estén relacionadas entre sí, el riesgo de la quiebra será menor. Sin embargo se verá aumentado el nivel de endeudamiento (Lewellen, 1971).
- Por otra parte, con asimetrías informativas se hace referencia a la diferencia de información entre la empresa y el mercado de capitales. Según Banerjee et al. (1999), si las empresas son grandes, estarán más dispuestas a la emisión de acciones porque existe una menor asimetría informativa respecto al mercado. Esto se debe a la publicación de información por parte de la empresa para destacar sus oportunidades de inversión y además atraer a nuevos accionistas. Por ello, se relacionarán de forma indirecta el tamaño de la empresa y su endeudamiento.

Además, las grandes empresas contarán con una mayor facilidad para conseguir financiación externa, sean acciones o préstamos (Sánchez, 2001).

- Por último, hay que mencionar que las empresas pequeñas cuentan con mayores dificultades a la hora de acceder a la financiación externa (Holmes y Kent, 1991). Esto se puede explicar no solo con las asimetrías informativas que se han mencionado anteriormente, sino también por algunos requisitos que se exigen para acceder al mercado, por ejemplo un mínimo capital social o haber acabado el ejercicio con beneficios económicos.

Asimismo, la mayoría de estas empresas con reducido tamaño tienen una escasa formación o experiencia a la hora de planificar sus objetivos financieros (Barreiro y Díez, 1999). Por lo tanto, tendrán que recurrir principalmente a la financiación propia en cuanto a beneficios retenidos o aportaciones de socios (Maroto, 1996).

Consecuentemente, la relación entre el tamaño y el nivel de endeudamiento en este aspecto será directa. Sin embargo, teniendo en cuenta la idea anterior, puede existir una relación indirecta entre los dos factores debido al mayor endeudamiento de las pequeñas empresas a corto plazo, sobre todo en créditos bancarios (Gupta, 1969).

c) Coste de la deuda

El coste de la deuda es un factor que influye en las decisiones que toman las empresas en cuanto a la estructura de capital. Existen diferentes fuentes de financiación para llevar a cabo los proyectos de inversión y cada una con un coste determinado. Por lo tanto se considerará que el coste de la deuda de la empresa es la media de los costes de las diferentes fuentes teniendo en cuenta el volumen de deuda.

Si se hace referencia a los recursos que la empresa obtiene internamente, se puede destacar que afectan de manera positiva a este coste. Una de las razones es que la empresa no tendrá que acudir al mercado externo a por recursos para financiar sus inversiones, por lo tanto el coste de la financiación será menor. Y por otra parte, si tiene la necesidad de solicitar financiación externa, al contar con mayores recursos internos, el tipo de interés será menor (Acedo, 2005).

Sin embargo, algunos estudios apuntan que las empresas decidirán aumentar su nivel de endeudamiento si sube el tipo de interés, ya que se consigue un aumento de las deducciones fiscales (Frank y Goyal, 2009).

Aunque por otro lado, según Barry et al. (2008) las empresas aumentarán su nivel de endeudamiento cuando los tipos de interés sean más bajos que los niveles históricos.

Por lo tanto, las decisiones de financiación dependerán del tipo de interés de la deuda.

d) Beneficios fiscales que no están relacionados con la deuda

Otro de los factores determinantes de la estructura fiscal es el beneficio fiscal que se puede obtener sobre otros aspectos diferentes a los intereses de la deuda, como puede ser acelerar la amortización de algunos bienes, deducciones como incentivo a la inversión, los gastos en I+D o la posibilidad de compensar pérdidas de un ejercicio con los beneficios obtenidos en el siguiente.

Así, según DeAngelo y Masulis (1980), las empresas que posean mayores deducciones fiscales, sin tener en cuenta las que implica la deuda, estarán menos endeudadas. Es decir, no tendrán tanta necesidad de acceder al endeudamiento para conseguir ventajas fiscales si poseen un nivel alto de deducciones fiscales diferentes a los intereses de la deuda.

Sin embargo, se pueden encontrar otros estudios que encuentran una relación positiva entre estas ventajas fiscales y el nivel de endeudamiento como Bradley et al. (1984) o Barclay y Smith (1999). Esto puede deberse a que las deducciones fiscales pueden relacionarse con otras variables que influyen en el endeudamiento. Es decir, las empresas que poseen ventajas fiscales debido a inversiones o

amortizaciones se entiende que se debe porque cuentan con activos tangibles abundantes, y esto es una ventaja para los prestamistas ya que lo relacionan con una garantía adicional a la hora de prestar sus fondos. De esta forma, serán más proclives a dejar sus ahorros (Balakrishnan y Fox, 1993).

Otra de las razones que explican las diferentes conclusiones en cuanto al nivel del endeudamiento y las ventajas fiscales vistas es que no todos los países poseen la misma legislación tributaria. Según Saá-Requejo (1996) en España existen mayores beneficios impositivos si los comparamos con los que posee Estados Unidos. Uno de ellos serían los incentivos a la contratación de personal.

Por lo tanto, a pesar de la disparidad de conclusiones sobre este factor, es relevante su influencia en la estructura de capital, ya que tanto en un sentido como en el otro, influirá en la decisión de endeudamiento de la empresa.

e) Estructura de la propiedad

Este factor es interesante tanto por su influencia en la estructura de capital de la empresa como por su correspondencia con el objeto de estudio de este trabajo, que son las empresas familiares.

Según la estructura de propiedad se pueden diferenciar empresas en las cuales la propiedad del capital está concentrada, o por otra parte, en la que existe una relevante separación entre la propiedad y el control de las decisiones directivas.

Stiglitz (1985) o Jensen (1986) defienden la idea de que la concentración de la propiedad en una empresa implicará un mayor control tanto para los directivos como para el endeudamiento. De esta manera, también se podrán ver reducidos considerablemente los problemas de intereses entre los directivos y propietarios de las empresas (Brick y Palia, 2007).

Sin embargo, la concentración de la propiedad también tiene sus inconvenientes. En algunos casos, y en empresas con altas oportunidades de crecer, esta concentración puede limitar el crecimiento al desaprovechar ciertas ventajas como las economías de escala (Galve y Salas, 1993).

Por otra parte, si se relaciona este factor con el nivel de endeudamiento, diferenciaremos dos situaciones dependiendo de si la propiedad está dispersa o, por el contrario, concentrada. En el caso de que la propiedad de la empresa esté dispersa, los accionistas preferirán un mayor uso del endeudamiento, ya que se entiende como una forma de evitar los diferentes intereses tanto de propietarios como de directivos y, además, comportamientos oportunistas de directivos que puedan surgir (Jensen y Mackling, 1976). En cambio, si la propiedad de la empresa está concentrada, se preferirá la financiación interna al uso del endeudamiento, ya

que no hará falta que se examinen los mercados financieros y se podrá elegir el uso de los fondos de libre disposición (Barton y Gordon, 1988).

Por lo tanto, la participación de los accionistas en la dirección de las empresas implicará que se utilice en mayor medida el endeudamiento a la hora de financiar las posibles inversiones que se quieran realizar (Azofra et al, 2007).

2.1.2. Las empresas familiares y su estructura financiera

Después de analizar de forma general la estructura financiera, este apartado se centrará en las empresas familiares ya que desempeñan un papel decisivo en el crecimiento y desarrollo de la economía mundial (Anderson y Reeb, 2003). Y además son el objetivo principal de este estudio.

En la literatura, podemos encontrar numerosos estudios acerca de la empresa familiar. Sin embargo, estos se centran principalmente en las características o diferencias entre las empresas familiares y las no familiares. Además las conclusiones que se han obtenido son muy variadas y en algunas ocasiones se contradicen (Gómez-Mejía et al, 2001). Una razón que puede explicar esta situación es la falta de un mismo concepto para definir lo que es una empresa familiar. Es decir, cada estudio aplica la definición que considera más acertada (Dyer, 2006).

Por lo tanto, lo primero será describir que se entiende por empresa familiar. Se encuentran numerosas definiciones para este concepto y en algunos casos se contradicen, lo que supone una limitación para cualquier estudio (Dyer, 2006). Sin embargo, Cabrera y García (1999) y Ayala y Manzano (2002) coinciden en que una empresa es familiar cuando la propiedad de la misma se encuentre en manos de la familia, esta influya también en su dirección y se desee conservar para futuras generaciones.

Otros autores añaden además la característica del tamaño pequeño, es decir, consideran que las empresas familiares se pueden definir como empresas de pequeño tamaño (Daily y Dollinger, 1992).

Asimismo, las características que diferencian a una empresa familiar de otra empresa que no lo es van a influir en su comportamiento financiero y también en sus resultados. Muchas de sus ventajas competitivas están relacionadas con el comportamiento familiar lo que provoca que las estrategias financieras sean diferentes a las de otras empresas. (Habbershon y Williams, 1999).

Por lo tanto, a continuación se van a distinguir una serie de factores relacionados con estas empresas familiares y que influyen en sus estructuras de capital.

a) Implicación familiar

Como se ha visto anteriormente la propiedad en manos de la familia es el factor principal que define a este tipo de empresas. Sin embargo, si se profundiza en el asunto se pueden obtener conclusiones como las de Dyer (1986) en las que diferencia dos tipos de empresas familiares. La primera es llamada “empresa de propiedad ausente” y se caracteriza porque la dirección de la misma está en manos de profesionales no familiares aunque la propiedad de la empresa sí que resida en la familia. Y la segunda, denominada “empresa familiar latente”, defiende la idea de que un familiar es el que dirige la organización y el resto de familiares no tienen relación con ella.

Por ello, hay autores que incluyen en su definición también la implicación de la familia en la dirección de la empresa. Davis y Tagiuri (1982) consideran que una empresa familiar es aquella “organización donde dos o más miembros de la familia influyen en la marcha de la empresa a través de lazos de parentesco, puestos de dirección o derechos de propiedad”.

De esta manera, la implicación de la familia y su interacción en la empresa, influirá en la estructura de capital. Según Churchill y Hatten (1987) el principal deseo que poseen los gestores de las empresas familiares es la transmisión de la misma a las siguientes generaciones. Es por esta razón, que las decisiones de endeudamiento se verán más influenciadas por el mantenimiento del control familiar que por conseguir una estructura de capital óptima (McMahon y Stanger, 1995). Si se continúa con esta idea, estas empresas preferirán los recursos propios a los externos, lo que provocará que algunas oportunidades de crecimiento no se puedan llevar a cabo o fuercen el empleo de otras alternativas financieras. Asimismo, esta idea reforzará la teoría comentada anteriormente que defendía el uso de un orden de preferencia a la hora de emplear las diferentes fuentes de financiación. Como es lógico, dichas empresas preferirán los beneficios retenidos (Poutziouris, 2001). Sin embargo, si tuvieran la necesidad de recurrir a financiación externa, será preferible la emisión de deuda a la ampliación de capital. Solo emplearán la emisión de capital propio como último recurso (Mahéroult, 2000).

Por otra parte Astrachan et al (2002) diferencia tres dimensiones de la familia que tienen efectos para la empresa y las reúne bajo el nombre de índice F-PEC. Estas dimensiones son: poder, experiencia y cultura. En cuanto al poder, se refiere a la participación o influencia de la familia en los órganos de gobierno. La experiencia hace hincapié en el nivel generacional en el que se encuentra la empresa y la cultura a las creencias o valores o comportamientos que comparten sus miembros.

Asimismo, si se tiene en cuenta la evolución tanto de la empresa como de las generaciones de la familia, se puede analizar cómo influyen en la estructura de capital. El orden de preferencia de las fuentes financieras que hemos comentado anteriormente, se mantendrá a lo largo de los cambios generacionales. Sin embargo, como va a ir disminuyendo la intensidad de los lazos afectivos entre los miembros de la familia,

también disminuirá su sacrificio para que los siguientes miembros disfruten de los beneficios de la empresa. De esta manera disminuirá la proporción de financiación interna con lo que tendrá que aumentar el uso de la deuda. Es decir, con los cambios generacionales irá aumentando la necesidad de uso de deuda externa (Blanco, Quevedo y Delgado, 2009).

b) Eficiencia

En primer lugar, ¿qué se entiende por eficiencia?, se refiere a que una empresa logre los resultados deseados con la menor cantidad posible de recursos, es decir, tanto de tiempo como de dinero. O, dicho de otra manera, con los mismos recursos que se emplean, conseguir resultados superiores.

Según Lemmon y Lins (2003) las empresas familiares son más eficientes que las empresas que no lo son, ya que sus costes de agencia son considerablemente inferiores debido al hecho de que no existe casi separación entre la propiedad, el control y la gestión. Al estar separados el control y la propiedad en las empresas que no son familiares, no pueden aprovecharse de la ventaja competitiva que esto supone (Allouche et al, 2008). Los costes de agencia se reducirán principalmente por la alineación de los objetivos de los directivos y de los propietarios (Schulze et al, 2001).

Sin embargo, como hemos comentado anteriormente, aunque en las empresas familiares se puedan encontrar directivos no familiares, en estos casos existirá también mayor relación en los objetivos, confianza y valores compartidos si se comparan con empresas no familiares (Ensley y Pearson, 2005).

En contraposición a estos autores se pueden encontrar otras opiniones que defienden la mayor eficiencia de las empresas no familiares. Por ejemplo, Arregle et al. (2007) opina que los costes de agencia no se reducen sino que se incrementan para el caso de las empresas familiares.

Por lo tanto, no existe una opinión generalizada acerca de este factor y su relación con las empresas familiares. Aunque si se debe destacar su importancia y su influencia tanto en la composición de las empresas como en sus resultados. Puede generar mayor o menor valor de empresa (Dorta y Pérez, 2001).

c) Tamaño

Este factor también es importante ya que se puede relacionar con la implicación familiar que hemos visto anteriormente. Para Poza (2007) las empresas familiares aprovecharán sus ventajas competitivas dependiendo de la importancia de la relación que hay entre la empresa y la familia. Cuanto mayor sea el tamaño de las mismas, peor será la conexión entre ambas partes.

Por ello, se pueden encontrar muchos estudios que defiende la idea de que las empresas familiares poseen un tamaño más reducido que las demás empresas (Casado, 1996; Alcalde et al, 2000 y Santana y Cabrera, 2001). Lo que significaría un mejor aprovechamiento de las ventajas competitivas que puede incentivar a la empresa.

Además si se tienen también en cuenta los costes de agencia, las empresas familiares que tengan menor tamaño contarán de la misma manera con menores costes de agencia, lo que supone un mayor rendimiento (Dyer, 2006). Es decir, se manifestarán más ventajas competitivas en las empresas familiares pymes que en el resto de empresas familiares (Chu, 2009).

Sin embargo, el hecho de que estas empresas tengan un menor tamaño también se debe al mantenimiento del control, principalmente por la relación negativa que existe entre el control de la empresa por la familia y la ampliación de la misma (Daily y Dollinger, 1992). O dicho de otra manera, si las empresas quieren crecer en el sector es muy probable que tengan que recurrir a financiación ajena lo que provocará una disminución del control familiar a medida que va creciendo la empresa (Abella, 2000).

d) Recursos humanos

Los recursos humanos de una empresa son una parte muy importante de la misma. Son los que poseen la experiencia, los conocimientos y la información sobre la actividad empresarial, los modelos que se llevan a cabo para un mayor aprendizaje y las claves para realizar proyectos manteniendo las ventajas competitivas de la empresa (Dyer, 2006).

Sin embargo, estos recursos mantienen una especial importancia dentro de las empresas familiares ya que se puede apreciar un “espíritu familiar” que afecta a todas las relaciones personales dentro de la empresa y consigue que los empleados se sientan parte de la familia (Gélinier, 1996). Además, se puede observar que hay un mayor compromiso en este tipo de empresas por parte de todos los empleados, tanto si son de la familia como si no. Ya que todos se consideran un mismo grupo “familiar” implicándose de mayor forma en la consecución de los objetivos y metas (Allouche y Amann, 2000).

También se puede mencionar la confianza y lealtad que poseen los empleados en estas empresas familiares que consiguen que se conviertan en recursos únicos e inimitables (Sirmon y Hitt, 2003). Asimismo, cuanto más comprometidos estén con la empresa, los costes de agencia se verán reducidos como consecuencia del altruismo familiar (Steier, 2003). Estos últimos también se verán reducidos gracias a la supervisión por parte de la familia a los que no son miembros de esta al aumentar el rendimiento general (McConaughy, 2000).

Sin embargo, se pueden encontrar otros autores que no defienden esta reducción de

costes de agencia. Para Arosa (2009) los costes de agencia se verán incrementados debido a la supervisión necesaria de las decisiones que se toman, ya que al ser empresas familiares es frecuente que los miembros de la familia se incorporen a la misma sin tener en cuenta sus habilidades y conocimientos para el desempeño de los puestos de trabajo.

Las empresas familiares generalmente opinan que los empleados competentes pueden ser una amenaza para el control de la empresa por parte de la familia, por lo que estos empleados suelen ser escasos (Harris et al, 2004). Y esto puede suponer un problema a largo plazo ya que la competitividad de la empresa se puede ver reducida al colocar en puestos importantes a familiares que no están capacitados (Fernández y Nieto, 2005).

Por otra parte, se puede destacar que, aunque los miembros de la familia se encuentran en puestos de toma de decisiones y esto puede suponer rivalidades entre ellos y los demás empleados, generalmente su retribución es inferior si se compara con otros ejecutivos no familiares (Donckels y Frohlich, 1991). Esta diferencia se debe principalmente al hecho de ayudar a la empresa.

e) Dificultades financieras

Como se ha visto anteriormente, la mayoría de las empresas familiares están menos dispuestas al endeudamiento, ya que lo relacionan con una pérdida de control empresarial. Este objetivo de mantener el control se traduce en una necesidad de recurrir a los fondos propios, es decir retener en una mayor proporción los beneficios para llevar a cabo sus inversiones (Poutziouris, 2001). Sin embargo, esta opción muchas veces no será suficiente por lo que las empresas tendrán que recurrir a fondos externos. De esta forma, preferirán primero el endeudamiento a las ampliaciones de capital (Chen y Zhao, 2004).

Desde el punto de vista del mercado financiero, según Voordeckers y Steijvers (2006) las empresas familiares tienen mayor dificultad para acceder a créditos externos ya que se encuentran con unas condiciones más duras para contratar esta financiación, como pueden ser una mayor tasa de interés o mayores garantías reales.

Aunque también se pueden encontrar otros autores como López y Sánchez (2007) que opinan lo contrario. Las empresas familiares al contar con menores costes de agencia podrían acceder a la financiación en mejores condiciones que el resto.

Los mayores requisitos que se exigen a las empresas familiares a la hora de obtener financiación externa tendrá como consecuencia un menor nivel de endeudamiento, por lo que las empresas no familiares se endeudarán en mayor medida que las familiares (Han et al, 2009).

Además cuanto menor tamaño posea la empresa familiar, las condiciones para acceder

al endeudamiento serán más estrictas. Estas empresas no tienen tanta capacidad para generar información fiable, ni tampoco tantas garantías reales debido al tamaño, la reputación es inferior y por lo tanto la capacidad para negociar con las entidades financieras también se ve reducida (Vendrell, 2005).

Una de las medidas que se puede llevar a cabo para reducir el coste de la deuda es el establecimiento de relaciones a largo plazo con las entidades financieras, así se puede reducir tanto el interés de deuda como las garantías necesarias. Ya que, de esta forma, el intermediario financiero tiene la posibilidad de conocer mejor la empresa y reducir las asimetrías de información (Berger y Udell, 2002). Asimismo, una buena reputación es una característica muy positiva para los mercados financieros lo que provoca que las empresas seleccionen un proyecto de menor riesgo para que sean menores las probabilidades de impago y con ello no se vea perjudicada su reputación (Diamond, 1989).

2.2. Estudio empírico

2.2.1. Introducción

Anteriormente se han explicado las distintas teorías y estudios que están relacionados con la estructura financiera de la empresa y su composición. Por ello, en este apartado se llevará a cabo un análisis centrado en las empresas familiares y como ha variado dicha estructura a consecuencia de la crisis económica.

De esta manera, el estudio se centrará en variables o características que sean más acordes a las empresas familiares, que tengan relación con la estructura financiera y que se hayan visto afectadas por la recesión económica que ha sufrido España.

La base de datos que se ha utilizado es SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos), la cual recoge toda la información pública, como el Balance y la cuenta de resultados que es obligatorio presentar en el Registro Mercantil, de las empresas domiciliadas en España y Portugal.

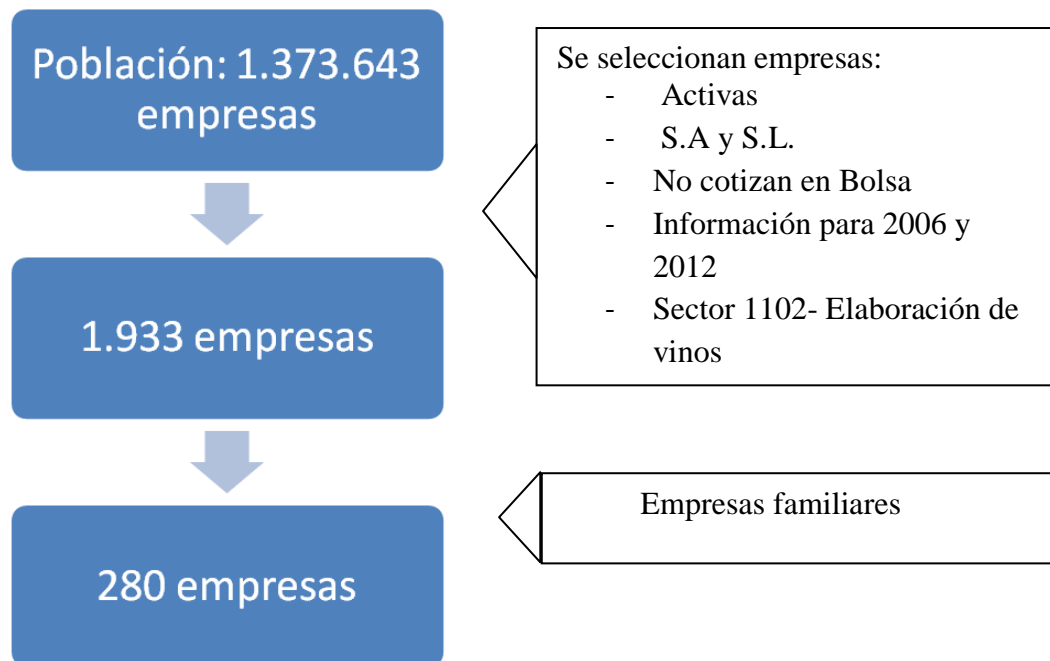
En este estudio se ha partido de las empresas españolas seleccionando dos años de referencia, 2006 en representación al periodo anterior a la crisis económica y 2012 para hacer referencia a la situación empresarial posterior a la recesión. Además se ha reducido la base de datos estableciendo algunas particularidades, como la elección de solo dos formas jurídicas: Sociedades Anónimas y Sociedades Limitadas, ya que son las más utilizadas y sirven para representar la muestra. También se han seleccionado exclusivamente las empresas activas, dejando fuera de la muestra aquellas sin actividad o en situaciones especiales como puede ser el concurso de acreedores. Por otra parte, se han eliminado las empresas que cotizan en bolsa debido a que como dice Arosa (2009), las que no cotizan en bolsa muestran unas características comunes que las diferencian del resto de empresas que sí que lo hacen. Por

último, para simplificar la base de datos y hacer un estudio diferente e interesante a nuestro juicio, se han seleccionado las empresas que se dedican a la elaboración de vinos, es decir, que se incluyen en el grupo 1102 según la clasificación de CNAE 2009. La elección de este sector se debe principalmente a dos razones, el vino no está considerado un producto de primera necesidad por lo que la crisis económica habrá influido notablemente en él ya que una gran parte de la demanda la realiza el sector de hostelería que también se ha visto afectado considerablemente. Y la segunda de las razones es su carácter familiar, estas empresas generalmente son de pequeño tamaño y se encuentran en manos de la familia (Peris Martínez, 2013). Y como es lógico, también se ha tenido en cuenta que contengan información para los dos años que se han mencionado anteriormente.

Con las características que se han señalado se ha obtenido una muestra de 1.933 empresas. Sin embargo, esta muestra se ha visto reducida nuevamente ya que se han seleccionado de ella solamente las empresas familiares. Llevar a cabo este paso no ha sido fácil debido a que no existe un modelo general para medir las claves o características que identifican a las empresas familiares. Por eso, uno de los pasos que se ha seguido en este caso es, por ejemplo, que coincidiese la denominación de la empresa con el apellido de la familia o los poseedores de sus acciones. En una gran cantidad de casos, las familias eligen su apellido como denominación de la empresa y así mostrar el orgullo que sienten de pertenecer a la familia (Kets de Vries, 1993). También se ha tenido en cuenta el nombre y apellidos de los accionistas, ya que esta base de datos nos permite conocer sus nombres y dos apellidos, lo que facilita el reconocimiento de las empresas familiares. Igualmente hay que mencionar que se han excluido de la muestra aquellas empresas en las cuales el capital estaba dividido entre dos personas, generalmente un hombre y una mujer, con diferentes apellidos. Se puede suponer que se trate de empresas formadas por un matrimonio, pero para evitar confusiones se ha decidido no incluirlas en la muestra.

Asimismo se han descartado aquellas empresas que daban lugar a dudas o confusiones sobre su carácter familiar o no familiar. Es decir, aquellas que no tenían información suficiente para asegurar el carácter de empresa familiar. Por lo tanto, la base de datos finalmente ha quedado integrada por 280 empresas.

Figura 4. Proceso de selección de la muestra.



Fuente: elaboración propia.

A continuación se analizará como se distribuye la muestra en función de la forma jurídica que poseen las empresas de la misma.

Cuadro 1. Distribución de la muestra según su forma jurídica.

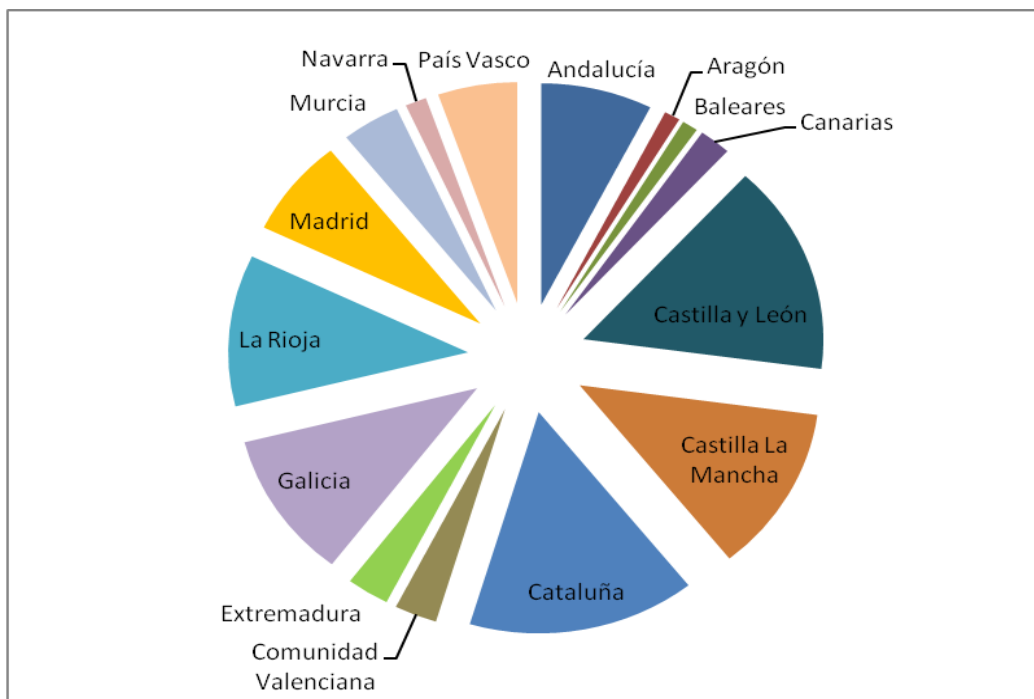
FORMA JURÍDICA	NÚMERO DE EMPRESAS	%
Sociedades Anónimas	77	27.5%
Sociedades Limitadas	203	72.5%
TOTAL	280	100%

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla, la forma jurídica que predomina es la de sociedad limitada, un 72,5% de la muestra está constituida bajo esta forma. Una razón que puede explicar este hecho es el carácter de ambas formas jurídicas. Las sociedades limitadas son más adecuadas para empresas que tengan previsto la participación de pocos socios, como serían estas empresas familiares. Asimismo importa también quienes son los socios, cosa que en las sociedades anónimas no tiene mucha importancia ya que el número de estos es muy elevado.

Por otra parte, también se puede estudiar cómo se distribuye la muestra dependiendo de su localización geográfica, es decir, por Comunidades Autónomas. En el siguiente gráfico se muestra esta distribución:

Gráfico 2. Distribución de la muestra según su localización geográfica.



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en él, las comunidades que poseen más empresas que se adaptan a los criterios que se han establecido para el estudio son Cataluña y Castilla y León con 43 empresas, en tercer lugar Castilla La Mancha con 34 y en cuarto La Rioja con 31. Esta clasificación puede deberse tanto por el tamaño de la comunidad como la zona geográfica, ya que La Rioja a pesar de ser una comunidad autónoma pequeña, el número de empresas dedicadas a este sector es muy numeroso. Además, según el Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente, en 2013, Castilla y León fue la comunidad que tuvo más producción de vino (2.45 millones de hectolitros), seguida de Cataluña (2.41) y de La Rioja (1.74). Por lo tanto, es lógico que la muestra obtenida se reparta de esta manera geográficamente.

En cuanto a la diferenciación del tamaño de las empresas, se ha fundado en torno a tres variables, el volumen de negocio, el número de asalariados de la empresa o el volumen de activos. Como se ha comentado anteriormente, la clasificación está basada en los límites impuestos por la Unión Europea, en su recomendación de 6 de mayo 2003, 2003/361/CE. Se pueden observar en el siguiente cuadro.

Cuadro 2. Distribución por tamaños de las empresas según los límites de U.E.

Variables	Pequeñas empresas	Medianas empresas	Grandes empresas
Volumen de negocio	$X \leq 10.000$	$10.000 < X \leq 50.000$	$X > 50.000$
Número de asalariados	$10 \leq X < 50$	$50 \leq X < 250$	$X \geq 250$
Volumen de activos	$X \leq 10.000$	$10.000 < X \leq 43.000$	$X > 43.000$

*En miles de euros

Fuente: Unión Europea, recomendación 2003/361/CE.

Las microempresas se distinguen mediante el criterio de número de asalariados y son aquellas con un número de trabajadores inferior a 10.

2.2.2. Variables del análisis

A continuación, se van a analizar cada una de las variables que se utilizarán en el modelo empírico. En primer lugar hay que destacar que se ha seleccionado como variable dependiente el nivel de endeudamiento (representado con la letra E), que es el principal concepto que recoge la composición de la estructura financiera de una empresa. En cuanto a las variables independientes se destacan: los beneficios fiscales alternativos, el coste de la deuda, la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, la información asimétrica, el cash flow, las oportunidades de crecimiento e inversión, la edad y el tamaño. Seguidamente se van a analizar estos conceptos de forma individual:

- Endeudamiento (E): mide la proporción que posee la empresa de fondos ajenos por unidad monetaria de fondos propios (Calvo y Lorenzo, 1993; Lucas y González, 1993; Maroto, 1993; González Pascual, 1995; Pisón, 2001; Suárez, 2003).

$$E = \frac{\text{Total deudas}}{\text{Patrimonio neto}}$$

- Beneficios fiscales alternativos (BF): como se ha visto antes, se definen como los beneficios fiscales que obtienen las empresas y que tienen un origen diferente de las deudas (por ejemplo, incentivos para una inversión). Aunque muchos estudios han utilizado la suma de los gastos de amortización y las provisiones sobre el total de los activos para medir esta variable (Titman y Wessels, 1988; López y Sánchez, 2007), en este estudio emplearemos otra diferente. Según De Miguel y Pindado (2001), y

González y González (2007), se calcularían por la diferencia entre los impuesto a pagar y los impuestos realmente pagados en relación con el activo total.

$$BF = \frac{(BAT * 0.35) - \text{Impuestos pagados}}{\text{Activo total}}$$

- Coste de la deuda (i): se obtiene mediante la relación entre los gastos financieros que se pueden encontrar en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa y las deudas que dan origen a estos gastos. Proceden tanto de las deudas financieras a largo plazo como también de las de corto plazo (Calvo y Lorenzo, 1993; Lucas y González, 1993; Maroto, 1993; González Pascual, 1995; Pisón, 2001).

$$i = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deudas con coste explícito}}$$

- Rentabilidad económica (Re): porcentaje que mide la eficiencia del sistema productivo de la empresa. Es decir, la tasa con la que la empresa remunera sus inversiones y están representadas por el activo total neto (ATN) que no tiene en cuenta la forma en que se financian. Se obtiene mediante el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) y el activo total neto (Martínez García, 1996; Pérez-Carballo y Veiga, 1996; Pisón, 2001; Jiménez et al. 2002; Suárez, 2003).

$$Re = \frac{BAIT}{ATN} \times 100$$

- Rentabilidad financiera (Rf): porcentaje que mide la eficiencia, en este caso, de los capitales propios de la empresa sin tener en cuenta la forma en que se distribuye el resultado. Esta variable es una medida de rentabilidad más acorde a los accionistas o propietarios. Se calcula mediante el cociente entre el Beneficio neto y el patrimonio neto de la empresa.

$$Rf = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Patrimonio neto}} \times 100$$

- Información Asimétrica (IA): se puede definir como la proporción de activos intangibles sobre los activos materiales. Si la empresa posee una mayor cantidad de activos intangibles, esto se puede traducir en mayores problemas de información asimétrica en comparación con los activos materiales (Frank y Goyal, 2009;

Sánchez-Vidal, 2009). Es decir, cuanto mayor sea este cociente, mayor es la información asimétrica de la empresa.

$$IA = \frac{\textit{Activos intangibles}}{\textit{Activos materiales}}$$

- Cash flow (CF): hace referencia a los flujos de caja que genera la empresa en el desarrollo de su actividad económica. Se puede medir como el cociente de la suma del beneficio después de intereses e impuestos, las amortizaciones y las provisiones, entre los activos totales (De Miguel y Pindado, 2001; López y Sánchez, 2007).

$$CF = \frac{\textit{BDIT + Amortización + Provisiones}}{\textit{Activo total}}$$

- Oportunidades de crecimiento e inversión (C): esta variable no es fácil medirla. A lo largo de los años nos encontramos que se han usado diferentes formas para intentar aproximar su valor. Una de ellas la define como el cociente entre, la diferencia de los valores de mercado y contable, y el total de activos (Adam y Goyal, 2008; Frank y Goyal, 2009). Sin embargo, al haber descartado en la muestra a las empresas que cotizan en bolsa, es difícil conocer sus valores de mercado. Por otra parte, también se ha usado como indicador de estas oportunidades de crecimiento, los gastos en I+D ya que, cuanto mayores sean estos, mayores son las probabilidades de desarrollo de la empresa (Aybar et al, 2001; Correa, 2007).

Sin embargo, en este estudio se va a utilizar el ratio de activos intangibles sobre el activo total para representar estas oportunidades de crecimiento que poseen las empresas (Titman y Wessels, 1988; Acedo, 2005).

$$C = \frac{\textit{Activo intangible}}{\textit{Activo total}}$$

- Edad (Ed): con esta variable se mide la antigüedad de la empresa mediante los años que han pasado desde que se constituyó la misma hasta la fecha en que se recogieron los datos de la muestra de estudio. La edad de las empresas nos permite conocer su estabilidad así como una aproximación de la generación familiar que la dirige.
- Tamaño de la empresa (T): como se ha visto anteriormente, se distinguirá entre microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas. Utilizaremos también la clasificación de la Unión Europea para distinguirlas: número de asalariados,

volumen de negocio y volumen de activo. Se clasificarán en un grupo u otro siempre que cumplan dos de las tres características mencionadas. El primer criterio que marcará el tamaño será el número de asalariados, y después se tendrá que cumplir uno de los otros dos, el volumen de negocio o de activo.

Posteriormente, para llevar a cabo el análisis, vamos a dar un valor, desde uno a cuatro, a cada tipo de empresa con el fin de poder calcular después su media y su desviación típica así como otros análisis.

Cuadro 3. Valores de las empresas según su tamaño para realizar el análisis.

TIPO DE EMPRESA	VALOR
MICROEMPRESA	1
PEQUEÑA EMPRESA	2
MEDIANA EMPRESA	3
GRAN EMPRESA	4

Fuente: Elaboración propia.

2.2.3. Análisis

A continuación se analizarán las variables vistas anteriormente y el efecto que ha tenido la crisis económica tanto en ellas como en la estructura financiera de las empresas familiares a las que pertenecen. Para ello hemos utilizado el año 2006 haciendo referencia a la situación anterior a la crisis, y el año 2012 para representar la situación posterior a dicha crisis económica. Para analizar los efectos producidos en dichas variables utilizaremos un análisis de regresión lineal.

En primer lugar, se ha simplificado la base de datos de forma que se han eliminado aquellas empresas que no poseían información suficiente sobre las variables que se van a estudiar. De esta forma se evita que los resultados del análisis no reflejen correctamente la realidad que se quiere explicar. Por lo tanto, la base de datos ha quedado compuesta por 225 empresas familiares.

En segundo lugar, también hay que mencionar un problema que nos podemos encontrar en un análisis de este tipo, la colinealidad. Este problema aparece cuando están muy correlacionadas las variables del modelo entre sí. En sentido matemático, surge cuando hay dificultades para invertir la matriz $X'X$. Es decir, cuando alguna variable independiente de nuestro modelo es combinación lineal de otras, están relacionadas entre sí. Además provoca

que el modelo no tenga solución porque la matriz no se puede invertir, como hemos dicho antes, y su determinante alcanza un valor 0. Para comprobar si existe colinealidad o no, se utilizarán los coeficientes de determinación de cada variable independiente con todas las demás, y el factor de inflación de la varianza (FIV) y la tolerancia (T). Según Kleinbaum, Kupper y Muller (1988) existen problemas de colinealidad si algún FIV es superior a 10 y $T < 0,1$.

En este análisis se va a utilizar la variable endeudamiento como variable dependiente y el resto como variables independientes que son, los beneficios fiscales alternativos a la deuda, el coste de deuda, la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, la información asimétrica, el cash flow, las oportunidades de crecimiento e inversión de la empresa, la edad y el tamaño. De todas estas variables independientes algunas de ellas van a formar parte de un grupo llamado variables de control, que son variables para las que ya se ha demostrado previamente que el endeudamiento se comporta de diferente forma en función de la muestra. Estas variables son: el tamaño, la edad y el coste de la deuda. Por una parte, las empresas familiares se caracterizan por poseer un tamaño más reducido, lo que implica que tengan mayores dificultades para acceder a financiación externa, tanto por un mayor coste del endeudamiento como por necesitar mayores garantías. Además estas empresas también pueden traducir la financiación externa con una pérdida de control familiar a medida que la empresa vaya creciendo. En cuanto a la edad, las empresas más antiguas estarán mejor posicionadas en el sector lo que se traduce en mayores facilidades para acceder a la financiación. Asimismo, la implicación familiar es menor a medida que van pasando las generaciones así como la aversión a la financiación externa (Blanco et al, 2009). El coste de la deuda también está relacionado con el endeudamiento y con las anteriores variables. Cuanto mayor sea el coste, más dificultades tendrán las empresas para acceder a la financiación (Voordeckers y Steijvers (2006).

2.2.4. Resultados

En primer lugar, se han calculado los estadísticos descriptivos para cada una de las variables, es decir, la media y la desviación típica. Los resultados se exponen en la siguiente tabla.

Tabla 1. Media y desviación típica de las variables estudiadas.

VARIABLES	2006		2012	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
ENDEUDAMIENTO	63,7175	28,3635	57,3045	28,4275
BENEFICIOS FISCALES	-0,0024	0,0186	0,0017	0,0074
COSTE DEUDA	4,0487	8,4191	3,4339	17,5977

RENTABILIDAD ECONÓMICA	1,5595	8,9076	0,7133	6,9433
RENTABILIDAD FINANCIERA	11,0928	80,8875	-2,3792	80,6452
INF. ASIMÉTRICA	0,1079	0,2691	0,0678	0,3611
CASH FLOW	626,0313	2.449,1572	546,0321	2.022,7993
OP. CRECIMIENTO	0,0208	0,0400	0,0076	0,0135
EDAD	18,4900	14,7620	24,4900	14,7620
TAMAÑO	1,5200	0,7080	1,5200	0,7320

Por otra parte, se van a analizar las matrices de correlación, tanto para 2006 como para 2012, con el fin de encontrar si existe algún problema de colinealidad, es decir, si hay variables muy relacionadas entre sí. Serán sospechosas aquellas correlaciones por encima del valor 0,45. Por lo tanto, como se muestra en las siguientes tablas, destacamos tres correlaciones tanto en 2006 como en 2012: rentabilidad económica y beneficios fiscales, información asimétrica y oportunidades de crecimiento, y por último, tamaño y cash flow.

Tabla 2. Matriz de correlaciones (año 2006).

2006	E	BF	i	Re	Rf	IA	CF	C	Ed	T
ENDEUDAMIENTO	1									
BENEFICIOS FISCALES	-,162	1								
COSTE DEUDA	-,097	,012	1							
R. ECONÓMICA	-,336	,502	-,006	1						
R. FINANCIERA	,108	,041	-,005	,159	1					
INF. ASIMETRICA	,001	,059	-,036	,050	-,027	1				
CASH FLOW	-,135	,038	-,022	,145	,005	,061	1			
OP. CRECIMIENTO	,021	,054	-,038	,050	-,021	,848	,069	1		
EDAD	-,255	-,153	-,092	-,014	-,104	,100	,206	,048	1	
TAMAÑO	-,218	,016	-,058	,153	-,039	,115	,598	,094	,338	1

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

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

Tabla 3. Matriz de correlaciones (año 2012).

2012	E	BF	i	Re	Rf	IA	CF	C	Ed	T
ENDEUDAMIENTO	1									
BENEFICIOS FISCALES	-,220	1								
COSTE DEUDA	-,063	-,013	1							
R. ECONÓMICA	-,302	,719	-,040	1						
R. FINANCIERA	-,080	,164	-,005	,256	1					
INF. ASIMETRICA	,013	-,012	-,021	-,002	,001	1				
CASH FLOW	-,123	,163	-,052	,191	,044	,101	1			
OP. CRECIMIENTO	-,074	,144	-,025	-,006	,006	,661	,054	1		
EDAD	-,194	,093	,060	,072	-,028	,046	,211	-,050	1	
TAMAÑO	-,143	,118	-,061	,186	,076	,083	,634	,054	,286	1

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

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

De esta forma, vamos a elegir una de las variables para realizar la regresión lineal. Se elegirá una u otra teniendo en cuenta cuál de ellas es más acorde para el análisis. Para ello, se han realizado los convenientes análisis de regresión para obtener las siguientes conclusiones: se eliminarán del análisis las variables Beneficios Fiscales, Información Asimétrica y Cash flow.

Por lo tanto, después de estos cambios, se lleva a cabo el modelo de regresión lineal. En la siguiente tabla se muestran los coeficientes Beta del análisis y sus correspondientes errores estándar. Tanto en 2006 como en 2012, el estadístico Durbin-Watson se aproxima al valor 2, lo que significa que los residuos están incorrelacionados. Es decir, que los datos de la muestra no están correlacionados entre sí.

Por otra parte, atendiendo al estadístico R^2 , podemos destacar que las variables control en 2006 explican un 10,1% de la variable endeudamiento mientras que en 2012, solamente un 5%. Sin embargo, si introducimos todas las demás variables, se puede observar como en 2006 se explica un 22,4% y en 2012 un 23,4%.

Tabla 4. Coeficientes Beta y errores estándar del modelo de regresión.

VARIABLES	AÑO 2006				AÑO 2012			
	variables control		todas las variables		variables control		todas las variables	
	B	Error típ.	B	Error típ.	B	Error típ.	B	Error típ.
EDAD	-,413	,131	-,438	,123	-,312	,132	-,311	,128
TAMAÑO	-6,127	2,718	-3,792	2,586	-3,883	2,666	-1,658	2,609
COSTE DEUDA	-,424	,216	-,414	,202	-,096	,106	-,113	,102
RENTABILIDAD ECONÓMICA			-1,114	,195			-1,161	,271
RENTABILIDAD FINANCIERA			,048	,021			-,003	,023
OP. CRECIMIENTO			39,998	42,593			-175,604	133,668
R2	0,101		0,224		0,05		0,234	
R2 Corregida	0,088		0,203		0,037		0,211	
F	8,238		10,506		3,837		5,644	

Aunque el valor de R^2 es bajo, vamos a seguir con el análisis utilizando los Betas de las variables para conocer los cambios producidos en ellas entre los años estudiados.

En cuanto al valor F, nos permite conocer la similitud entre las medias de las variables que se están utilizando. Cuanto más diferentes son estas medias, mayor será el valor de F. Para saber si las medias son similares o no, nos fijaremos en su nivel de significación y si está por debajo de 0,5 rechazaremos la igualdad de medias. En estos casos ocurre que los valores son inferiores a 0,5, por lo que las medias que se comparan no son iguales (Blanco, 2012).

Asimismo, también vamos a estudiar los resultados del factor de inflación de la varianza (FIV), para descartar cualquier problema de multicolinealidad en los modelos de regresión que hemos realizado, tanto en 2006 y en 2012 como con todas las variables o solo las variables de control. En la siguiente tabla se muestra este valor:

Tabla 5. Valores FIV (Factor de inflación de la varianza) en los modelos estudiados.

VARIABLES	AÑO 2006				AÑO 2012			
	Variables control		todas las variables		Variables control		todas las variables	
	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV	Tolerancia	FIV
EDAD	,881	1,136	,869	1,150	,912	1,097	,904	1,106
TAMAÑO	,885	1,130	,855	1,170	,912	1,097	,879	1,138
COSTE DEUDA	,991	1,009	,990	1,011	,990	1,010	,988	1,012
RENTABILIDAD ECONÓMICA			,945	1,059			,904	1,106
RENTABILIDAD FINANCIERA			,963	1,039			,930	1,075
OP. CRECIMIENTO			,988	1,012			,992	1,008

Como se puede ver en la tabla, en los dos años, los valores FIV se mantienen entre los valores 1 y 1,2. Por ello, no existe ningún problema de multicolinealidad ya que estos factores de inflación se encuentran muy por debajo de 10 (Kleinbaum, Kupper y Muller, 1988).

Por lo tanto, teniendo en cuenta todo lo anterior, a continuación se van a analizar los cambios producidos en las variables estudiadas y su relación con el endeudamiento en los años seleccionados. Para ello nos fijaremos en los valores Betas.

En cuanto a 2006, las oportunidades de crecimiento y el tamaño son las variables más significativas. La primera de ellas establece una relación directa con el endeudamiento, sin embargo el tamaño se relaciona inversamente. Si nos fijamos en los valores de 2012 las relaciones son diferentes. Las variables más significativas también son las oportunidades de crecimiento y el tamaño, pero las dos se relacionan de forma indirecta. En 2012 todas las variables influyen de esta forma en el endeudamiento. Además hay que mencionar que la rentabilidad financiera tanto en 2006 como en 2012 no es significativa ya que su valor es mínimo. En el siguiente cuadro se muestran las relaciones para ambos años así como su valor.

Cuadro 4. Relaciones entre las variables estudiadas (2006 y 2012).

	2006	2012
RELACIÓN DIRECTA	<p>Op. Crecimiento (39,99) Rentabilidad financiera (0,04)</p>	
RELACIÓN INDIRECTA	<p>Tamaño (-3,79) Rentabilidad económica (-1,11) Edad (-0,43) Coste de la deuda (-0,41)</p>	<p>Op. Crecimiento (-175,60) Tamaño (-1,65) Rentabilidad económica (-1,16) Edad (-0,31) Coste de la deuda (-0,11) Rentabilidad financiera (-0,003)</p>

Asimismo, teniendo en cuenta los dos años estudiados, podemos señalar que, aunque las oportunidades de crecimiento ha sido la variable más significativa en los dos modelos, hay una clara diferencia. En 2006 esta variable posee un valor muy inferior, 40 frente a 175 aproximadamente, y con diferente relación comparada a la de 2012. Esta diferencia puede deberse a los cambios producidos por la crisis económica. Antes de la crisis, las oportunidades de crecimiento de una empresa se relacionan con un mayor endeudamiento, es decir, si se quiere llevar a cabo proyectos rentables que mejoren los beneficios, esto se traduce en un mayor endeudamiento por parte de las empresas para afrontar la inversión. Sin embargo, con la crisis económica, la producción y las ventas han descendido considerablemente, por lo que las empresas con un mayor endeudamiento poseen mayores dificultades para afrontar los pagos, así como posibilidades para crecer en el sector.

Por otra parte, si nos fijamos en el tamaño, a pesar de que la relación es inversa tanto en 2006 como en 2012, ha perdido peso a lo largo de estos años. Se ha reducido el valor Beta más de la mitad, de 3,79 a 1,65. Antes de la crisis, el tamaño era una característica más influyente en el endeudamiento. Aunque sigue siendo la segunda variable más significativa del modelo en 2012, se da menos importancia, por ejemplo, a las garantías reales que poseen estas empresas.

En cuanto a la rentabilidad económica, tercera variable que más influye en el endeudamiento en los dos modelos, se puede observar que se ha mantenido prácticamente con el mismo valor. La crisis económica no ha influido en esta variable con respecto al endeudamiento. Sin embargo, como posee una relación inversa, a mayor rentabilidad económica que obtenga una empresa, menor será su endeudamiento. Esto refuerza la idea de la teoría de la jerarquía de preferencias, ya que las empresas preferirán unas fuentes de

financiación que otras, y al tratarse de empresas familiares donde coinciden los directivos con los propietarios de la empresa, preferirán la financiación interna a la externa y solo recurrirán a esta última en caso de necesidad. Además se obtiene la misma conclusión que llegaron Mira y Gracia en 2002, cuanto mayor rentabilidad obtengan las empresas, menos recurrirán al endeudamiento externo.

En cambio, si nos fijamos en la edad, ha perdido significación de 2006 a 2012. El valor Beta pasa de 0,43 a 0,31. El cambio no es muy relevante, sin embargo al poseer una relación inversa con el endeudamiento, se puede señalar que las empresas más antiguas se endeudan menos que las empresas más jóvenes. Esto es lógico, ya que las que cuentan con una mayor trayectoria en el sector tienen la posibilidad de retener más beneficios o no necesitan realizar tantas inversiones como las empresas que están comenzando. Además puede que el descenso del valor Beta en 2012 se deba al cierre de muchas empresas del sector a consecuencia de la crisis económica, lo que supone que las mejor implantadas y con mayor experiencia o edad hayan conseguido mantenerse en el sector.

Por otra parte, se puede señalar que el coste de la deuda ha tenido una situación parecida a la de la edad. En ambos años encontramos una relación inversa entre el endeudamiento y su coste, sin embargo, en 2012 su influencia se ha visto reducida. El coeficiente Beta alcanza en 2012 un valor de 0,41 y en 2006 es mucho inferior, 0,11. Por un lado, hay que destacar que cuanto mayor sea el coste de la deuda, menos se endeudarán las empresas. Esto es lógico, ya que muchas de ellas no podrán hacer frente al alto coste que supone esta decisión. Pero, por otro lado, es interesante ver como a lo largo de estos años esta variable ha perdido importancia en relación con el endeudamiento. Una de las razones que puede explicar esta situación es que en época de recesión es menos frecuente endeudarse, por miedo o porque algunas empresas no pueden hacer frente a más deudas, lo que supondría dar menor importancia al coste de esta deuda. Además, la muestra está formada por empresas constituidas antes de la crisis, lo que significa que al tener mayor edad, hayan establecido relaciones con alguna entidad de crédito, lo que supondría una menor preocupación por este coste.

Y, en cuanto a la rentabilidad financiera, como hemos comentado anteriormente, no tiene ninguna significación en los modelos. El coeficiente Beta tiene un valor muy bajo y desciende de 2006 a 2012 pasando de 0,048 a 0,003. Una razón que puede explicar esta situación es que al estar formada la muestra por empresas familiares, y como ya se ha comentado anteriormente que los propietarios de las mismas dan preferencia al uso del capital propio que a la financiación externa, esta rentabilidad de los capitales propios no influya en las decisiones de endeudamiento de la empresa.

3. CONCLUSIONES

El comportamiento de las empresas depende de numerosos factores. A lo largo de los años se han realizado muchos estudios sobre la estructura de capital de las empresas y las variables que pueden influir en ella. Asimismo se han repasado algunas teorías que intentan explicar esta estructura y el diferente comportamiento de las empresas según pertenezcan a un sector, tengan un determinado tamaño, estén consolidadas en el sector, etc.

Por ello, a continuación, se van a analizar aquellas conclusiones que tienen su fundamento en el marco teórico de la memoria.

- a) En primer lugar, se debe mencionar que al basarse la teoría de Modigliani y Miller en un mercado perfecto, no se pueden traspasar sus conclusiones a la realidad que se ha estudiado. Sin embargo, ha sido un trabajo muy importante para las posteriores teorías que se han expuesto en los siguientes años.
- b) En cuanto a la teoría de los costes de agencia, hemos visto que se pueden dar dos tipos de conflictos de intereses en las empresas. En este caso, al tratarse de empresas familiares, los conflictos entre accionistas y directivos son mínimos. El objetivo de los directivos es la supervivencia de la organización, que coincide con el de los propietarios familiares cuyo deseo es mantener la empresa a lo largo de las generaciones. Los costes de agencia irán aumentando a medida que aumente la edad de la empresa y el paso de las generaciones, ya que se irá reduciendo la capacidad de sacrificio de los miembros familiares por la continuidad de la empresa. Por ello, el uso de la deuda aumentará también (Blanco et al, 2009).
- c) Por otra parte, se puede señalar que la teoría del equilibrio estático y la teoría de la jerarquía de preferencias defienden ideas opuestas. La primera de ellas niega la existencia de una estructura de capital óptimo, mientras que la segunda la defiende así como también la existencia del endeudamiento óptimo. Sin embargo, si nos fijamos en los modelos estudiados se puede observar como las variables y su influencia varían de un año a otro. Esto puede ser causa de las circunstancias económicas o de algunas características del sector o de la empresa. Además, la teoría del equilibrio estático defiende que cuanto mayor rentabilidad obtengan las empresas, el endeudamiento también debe aumentar para mantener la estructura de capital óptima. No obstante, los resultados de los modelos de regresión nos muestran una situación diferente, ya que la rentabilidad influye negativamente en el endeudamiento.
- d) Si seguimos con la teoría de la jerarquía de preferencias, se puede señalar como las empresas familiares siguen también un orden de preferencias para elegir las fuentes de financiación. Esta teoría defiende la idea de que las empresas seleccionarán una fuente u otra dependiendo de cómo las valore el mercado en ese momento. En el caso de las empresas familiares, preferirán el uso de la financiación interna a la externa y usarán como último recurso las ampliaciones de capital.

Y por otra parte, se describen aquellas ideas principales que se han podido obtener gracias al análisis de regresión utilizado y a su relación con la base teórica analizada.

- a) Como se ha visto anteriormente, el sector de actividad ha sido considerado un factor determinante en el endeudamiento. Por ello, la muestra que se ha elegido para realizar el análisis de regresión pertenece al sector de empresas fabricantes de vino. Como ya se ha explicado, las empresas que pertenecen a un mismo sector comparten características comunes así como variables que influyen de mayor forma. De esta manera, los resultados del análisis están menos influidos por factores que no se relacionan con el endeudamiento.
- b) Modigliani y Miller defendían que el coste de la deuda y el endeudamiento mantenían una relación directa, ya que cuanto más deuda poseyera una empresa, mayores rentabilidades tendrían que ofrecer a sus accionistas. Como vemos, el resultado es todo lo contrario, la relación es inversa en los dos años estudiados. También es cierto que no nos encontramos en un mercado perfecto como ellos consideraban, sino imperfecto.
- c) Si nos fijamos en la variable tamaño, algunas conclusiones teóricas hacen referencia a una relación directa entre esta variable y el endeudamiento. Sin embargo, los resultados del modelo de regresión son diferentes. La relación para las empresas de nuestra base de datos es inversa, cuanto mayor tamaño posea la empresa, menos necesitará endeudarse. Por lo tanto, esta idea coincide con Banerjee et al. (1999), las empresas con mayor tamaño están más dispuestas a financiarse mediante la emisión de acciones ya que existen menos asimetrías informativas en el mercado. Por lo tanto, su endeudamiento será menor.
- d) En cuanto a la relación entre el endeudamiento y el coste de la deuda, el modelo nos indica que poseen una relación inversa. Cuanto mayor sea el coste de la deuda, las empresas de nuestra base de datos se endeudarán menos. No obstante, hemos visto anteriormente que dos autores tenían ideas contrarias. Frank y Goyal (2009) afirman que las empresas elegirán un mayor endeudamiento si el coste de la deuda aumenta con el objetivo de conseguir un mayor ahorro fiscal. En nuestro caso y en el de las empresas familiares de la base de datos ocurre lo contrario, tal y como señalaban Barry et al. (2008), estas decidirán endeudarse cuando los tipos de interés se reduzcan.
- e) Las ventajas fiscales alternativas a la deuda también presentan discrepancias sobre su relación con el endeudamiento. Algunos autores defienden una relación positiva mientras que otros opinan lo contrario. En el caso de las empresas de nuestro modelo no podemos saber cuál es su relación debido a que fueron eliminadas del análisis por estar correlacionadas con otra variable.
- f) Por último, hay que señalar que el valor R^2 del análisis es bajo, por lo que sería interesante introducir nuevas variables relacionadas con el endeudamiento y así conocer su relación o cambio a lo largo de los años.

Haciendo referencia a las limitaciones del estudio, por una parte se puede señalar la no existencia de un concepto único de empresa familiar. En los estudios que se han realizado a lo largo del tiempo, cada autor ha utilizado la definición que consideraba más oportuna. Además también hay que destacar que algunos de los conceptos se contradecían, por lo que es una limitación importante a la hora de comparar estudios y resultados. Por otra parte se encuentra la dificultad de identificar a las empresas familiares de las que no lo son dentro de la base de datos SABI. Para evitar posibles confusiones se han descartado aquellas en las que eran propietarios un hombre y una mujer con diferentes apellidos. Y como es difícil saber si se corresponden a matrimonios o amigos, es mejor eliminarlas del análisis. También se puede destacar como limitación las correlaciones que se han encontrado al hacer el análisis. Este hecho ha supuesto eliminar de la regresión tres variables, lo que influye en el análisis y en el intento de explicar la variable dependiente.

4. BIBLIOGRAFÍA

ABELLA, S. (2000): “El Tamaño de la Empresa Familiar: Modelos y Evidencia Empírica”, I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar, 65-76.

ACEDO, M.A. (2005): “Estructura financiera y rentabilidades de las empresas riojanas”. Tesis doctoral, Universidad de La Rioja.

ADAM, T.R.; GOYAL, V.K. (2008): “The investment opportunity set and its proxy variables”, *Journal of Financial Research*, 31, 41-63.

ALCALDE, N.; GALVE, C.; SALAS, V. (2000): “Análisis económico y financiero de la gran empresa familiar”, I Congreso Nacional de Investigaciones sobre la Empresa Familiar, OPVI Valencia.

ALLOUCHE, J.; AMANN, B. (2000): “L’entreprise familiale: un état de l’art”, *Finance, Contrôle, Stratégie*, 3 (1), 33-79.

ALLOUCHE, J.; AMANN, B.; JAUSSAUD, J.; KURASHINA, T. (2008): “The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily business in Japan: a matched-pair investigation”, *Family Business Review*, 21 (4), 315-329.

ANDERSON, R.C.; REEB, D.M. (2003): “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1329.

AROSA, B. (2009): “Mecanismos internos de control en las empresas españolas no cotizadas: evidencias empíricas”, Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco.

ARREGLE, J.L.; HITT, M.A.; SIRMON, D.G.; VERY, P. (2007): “The development of organizational social capital: attributes of family firms”, *Journal of Management Studies*, 44(1), 73-95.

ASTRACHAN, J.H.; KLEIN, S.; SMYRNIOS, K. (2002): “The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem”, *Family Business Review*, 15 (1), 45-58.

AYALA, J.C.; MANZANO, G. (2002): “Sucesión en la empresa familiar: algunas claves de éxito”, *Boletín de Estudios Económicos*, 57 (177), diciembre.

AYBAR, C.; CASINO, A.; LÓPEZ-GARCÍA, J. (2001): “Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la pyme: un enfoque de datos de panel”, Documento de Trabajo WP-EC 2001-06, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

AZOFRA, V.; SAONA HOFFMANN, P.; VALLELADO GONZALEZ, 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.

BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. (1993): “Asset specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, vol. 14, 3-16.

BANERJEE, S.; HESHMATI, A.; WIHLBORG, C. (1999): “The Dynamics of Capital Structure”, *Working Paper in Economics and Finance*, nº 333, 1-20.

BARCLAY, M.J.; SMITH, C.W. (1999): “The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, nº 1, 8-20.

BARREIRO FERNÁNDEZ, J.M.; DÍEZ DE CASTRO, J.A. (1999): *Dirección de pymes*. Tórculo Ediciones, Madrid.

BARRY, C.B.; MANN, S.C.; MIHOV, V.T.; RODRIGUEZ, M. (2008): “Corporate debt issuance and the historical level of interest rates”, *Financial Management*, 37, 413-430.

BARTON, S.L.; GORDON, P.J. (1988): “Corporate Strategy and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, vol. 9, 623-632.

BERGER, A.N.; UDELL, G.F. (2002): “Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure”, *The Economic Journal*, 112 (477), 32-53.

BLANCO MORENO, FRANCISCA (2012): “Introducción al análisis de datos”, Universidad Complutense de Madrid, Departamento Sociología, 14.

BLANCO, V.; QUEVEDO, E.; DELGADO, J.B. (2009): “La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38 (141), 57-85.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.A.; KIM, E.H. (1984): “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, vol. 34, nº3, 857-880.

BRICK, I.E.; PALIA, D. (2007): “Evidence on the jointness in the terms of relationship lending”, *Journal of Financial Intermediation*, 16 (3), 452-476.

CABRERA, M.K.; GARCÍA, J.M. (1999): “La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8 (1), 7-30.

CALVO, J.L.; LORENZO, M.J. (1993): “La estructura financiera de la pyme manufacturera española”, *Economía Industrial*, nº 293, 37-44.

CASADO, F. (1996): “Estrategia y resultados de la empresa familiar en España. De la pyme a la gran empresa familiar”, *Economía Industrial*, 310, 91-98.

CHEN, L.; ZHAO, S. (2004): “The modified pecking order theory: new empirical evidence from corporate financing decisions”, Working Paper, Michigan State University.

CHU, W. (2009): "Family ownership and firm performance: influence of family management, family control, and firm size", *The Asia Pacific Journal of Management*.

CHURCHILL, N.C.; HATTEN, K.J. (1987): "Non-market-based transfer of wealth and power: a research framework for family business", *American Journal of Small Business*, 12, 53-66.

CORREA, M. (2007): "Estructura de capital de empresa. Teorías explicativas y estudio empírico internacional aplicado a grandes empresas", Tesis Doctoral, Universidad Ramón Llull.

DAILY, C.M.; DOLLINGER, M.J. (1992): "An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms", *Family Business Review*, 5, 117-136.

DAMODARAN, A. (1998): *Applied Corporate Finance*. John Wiley. Nueva York.

DAVIS, J.A.; TAGIURI, R. (1982): *Bivalent attributes of the family firm*. Santa Barbara, CA: Owner Managed Business Institute.

DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001): "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. (1980): "Optical Capital Structures under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

DIAMOND, D. (1989): "Reputation acquisition in debt markets", *Journal of Political Economy*, 7 (4), 828-862.

DONALDSON, G. (1961): *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston, MA: Harvard Business School Division of Research.

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

DORTA, J.A.; PÉREZ, J. (2001): "Análisis financiero de la empresa familiar", *Actualidad Financiera*, septiembre, 3-16.

DYER, W.G.Jr. (1986): *Cultural change in family firms: anticipating and managing business and family transitions*. San Francisco: Jossey-Bass Publishers.

DYER, W.G.Jr. (2006): "Examining the family effect on firm performance", *Family Business Review*, 19 (4), 253-273.

ENSLEY, M.D.; PEARSON, A.W. (2005): "An exploratory comparison of the behavioral dynamics of top management teams in family and nonfamily new ventures: cohesion, conflict, potency, and consensus", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), 267-284.

FAMA, E.F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm" *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.

FERNÁNDEZ, Z.; NIETO, M.J. (2005): "Internationalization strategy of small and medium-sized family business: some influential factors", *Family Business Review*, 18 (1), 77-89.

FRANK, M.; GOYAL, V. (2000): "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 67, nº 2, 217-248.

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

GAGNON, J.M.; KHOURY, N.: *Traité de gestion financier*. Québec. Gaetan Morin Editeur.

GALVE, C.; SALAS, V. (1993): “Propiedad y resultados de la gran empresa española”, *Investigaciones Económicas*, 17 (mayo), 207-238.

GELINIER, O. (1996): *La réussite des entreprises familiales. Les moyennes entreprises familiales, un atout pour l'avenir*. Maxima.

GERTLER, M.; HUBBARD, G. (1988): “Financial Factors in Business Fluctuations”, NBER Working Paper, n° 2758.

GONZÁLEZ, V.M.; GONZÁLEZ, F. (2007): “Firm size and capital structure: evidence using dynamic panel data” Fundación de las Cajas de Ahorro, Documento de Trabajo n°340/2007.

GONZÁLEZ PASCUAL, J. (1995): *Análisis de la empresa a través de su información económica-financiera*. Pirámide, 2ª edición, Madrid.

GÓMEZ-MEJÍA, L.; NÚÑEZ-NICKEL, M.; GUTIERREZ, I. (2001): “The role of family ties in agency contracts”, *Academy of Management Journal*, 44 (1), 81-95.

GUPTA, M.C. (1969): “The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Sector”, *Journal of Industrial Economics*, vol. 35, n° 4, 583-606.

HABBERSHON, T.G.; WILLIAMS, M.L. (1999): “A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms”, *Family Business Review*, 12 (1), 1-22.

HAN, L.; FRASER, S.; STOREY, D.J. (2009): “Are good or bad borrowers discouraged from applying for loans? evidence from US small business credit markets”, *Journal of Banking and Finance*, 33, 415-424.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1990): “Capital Structure and the Information Role of Debt”, *Journal of Finance*, vol. 45, 321-349.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (2004): “A theory of board control and size”, CRSP Working Paper n°559.

HOLMES, S.; KENT, P. (1991): “An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises”, *Journal of Small Business Finance*, n° 1, 2, 141-154.

HOVAKIMIAN, A.; HOVAKIMIAN, G.; TEHRANIAN, H. (2004): “Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues”, *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 3, 517-540.

JENSEN, M. (1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.

JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

JIMÉNEZ CARDOSO, S.M; GARCÍA-AYUSO COVARSI, M.; SIERRA MOLINA, G.J. (2002): *Análisis financiero*. Pirámide, Madrid.

JOVANOVIC, B. (1982): “Selection and the Evolution of Industry”, *Econometrica*, vol. 50, 3, 649-670.

KETS DE VRIES, M. (1993): “Lo bueno y lo malo de las empresas de titularidad familiar”, *Harvard-Deusto Business Review*, 4, 32-44.

KOUTSOYIANNIS, A. (1978): "Managerial Job Security and the Capital Structure of Firms", *Manchester School of Economic and Social Studies*, nº 56, 51-75.

LEMMON, M.L.; LINS, K.V. (2003): "Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from the East Asian financial crisis", *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.

LEV, B. (1969): "Industry Averages as Targets for Financial Ratios", *Journal of Accounting Research*, vol. 7, 290-299.

LEWELLEN, W.G. (1971): "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, vol. 26, 521-537.

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.

LUCAS MUELAS, P.; GONZÁLEZ ROMERO, A. (1993): "Rentabilidad de la inversión y recursos propios en la empresa industrial", *Economía Industrial*, nº 293, 19-36.

MAHÉRAULT, L. (2000): "The influence of going public on investment policy: an empirical study of French family-owned business", *Family Business Review*, 13 (1), 71-79.

MAROTO ACÍN, J.A. (1993): "La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las PYMES", *Economía Industrial*, nº 291, 89-106.

MAROTO ACÍN, J.A. (1996): "Estructura financiera y crecimiento de las pymes", *Economía Industrial*, nº 310, 29-40.

MARTÍNEZ GARCÍA, F.J. (1996): *Análisis de estados contables. Comentarios y ejercicios*. Pirámide, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2001): "La estructura de capital óptima", Universidad Complutense de Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2004): "Análisis de Apalancamiento", Universidad Complutense de Madrid.

McCONAUGHY, D.L. (2000): "Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family controlled firm: an examination of the level and sensitivity of pay to performance", *Family Business Review*, 13 (2), 121-131.

McMAHON, R.G.P.; STANGER, A.M.J. (1995): "Understanding the small enterprise financial objective function", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19 (4), 21-39.

MILLER, G.R. (1961): "Long Term Small Business Financing", *Journal of Finance*, 16, 280-291.

MIRA, F.S.; GRACIA, J.L. (2002): "La teoría de jerarquización financiera versus la teoría de trade-off: Un enfoque empírico para la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas", Universidad Cardenal Herrera, Universidad de Valencia, 1-35.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 261-297.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. (1963): "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, vol. 53, 433-443.

MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not have", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 39-51.

OCAÑA, C.; SALAS, V.; VALLÉS, J. (1994): "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989", *Moneda y Crédito*, 199, 57-96.

PÉREZ-CARBALLO, J.F.; VEIGA, J.F. (1996): *Estrategias financieras. Curso de finanzas para no financieros*. Edición especial Cinco días, 307-332.

PERIS MARTÍNEZ, M.B. (2013): "Análisis del sector del vino en España", *Ojeando la agenda*, Revista digital, 3336.

PISÓN FERNÁNDEZ, I. (2001): *Dirección y gestión financiera de la empresa*. Pirámide, Madrid.

POUTZIOURIS, P.Z. (2001): "The views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy", *Family Business Review*, 14 (3), 277-291.

POZA, E.J. (2007): *Family Business*. New York: Thomson South-Western.

SAÁ-REQUEJO, J. (1996): "Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience", *Financial Management*, vol. 25, 44-56.

SÁNCHEZ BALLESTA, J.P. (2001): "Análisis contable de la rentabilidad empresarial. Un estudio empírico en la industria manufacturera española", Tesis Doctoral, Universidad de Murcia.

SÁNCHEZ-VIDAL, J. (2009): "No linealidad de la relación entre la estructura de capital y sus determinantes", *Economics Analysis Working Papers*, vol.8 (6).

SANTANA, D.J.; CABRERA, M.K. (2001): "Comportamiento y resultados de las empresas cotizadas familiares versus no familiares", XI Congreso Nacional de ACEDE.

SCHULZE, W.; LUBATKIN, M.; DINO, R.; BUCHHOLTZ, A. (2001): "Agency relationships in family firms: theory and evidence", *Organization Science*, 12 (2), 99-116.

SCOTT, J. (1980): "Corporate Finance and Market Structure", en Caves, R.; Porter, M.; Spence, M. y Scott, J., *Competition in the Open Economy*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 325-359.

SIRMON, D.; HITT, M. (2003): "Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4), 339-358.

STEIER, L. (2003): "Variants of agency contrasts in family-financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities", *Journal of Business Venturing*, 18, 597-618.

STIGLITZ, J.E (1985): "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money Credit and Banking*, 17, 133-152.

SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (2003): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Edición Pirámide, 20ª edición, Madrid.

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

VENDRELL, A. (2005): “Una nota sobre las características de las pymes que padecen racionamiento del crédito bancario”, *Cuadernos Aragoneses de Economía*, 15 (1), 49-160.

VENDRELL, A. (2008): “La Dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la pequeña empresa española”. Tesis doctoral, Universidad de Lérida.

VOORDECKERS, W.; STEIJVERS, T. (2006): “Business collateral and personal commitments in SME lending”, *Journal of Banking and Finance*, 30, 3067-3086.