



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TESIS DOCTORAL

Título
Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares
Autor/es
Ernesto Navarrete Martínez
Director/es
Juan Carlos Ayala Calvo y Miguel Angel Acedo Ramírez
Facultad
Titulación
Departamento
Economía y Empresa
Curso Académico
2011-2012



Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares, tesis doctoral

de Ernesto Navarrete Martínez, dirigida por Juan Carlos Ayala Calvo y Miguel Angel Acedo Ramírez (publicada 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.

UNIVERSIDAD DE LA RIOJA
Departamento de Economía y Empresa



TESIS DOCTORAL

**FACTORES DETERMINANTES DEL
COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS
EMPRESAS FAMILIARES**

Tesis Doctoral presentada por: **Don Ernesto Navarrete Martínez**
Dirigida por los profesores doctores: **Don Juan Carlos Ayala Calvo**
y **Don Miguel Ángel Acedo Ramírez**

Logroño, 2012

Índice

1 Introducción	
1.1 Antecedentes	8
1.2 Objetivos	13
1.3 Estructura y contenidos de la Tesis Doctoral	14

PARTE I | MARCO TEÓRICO

2 Aproximaciones teóricas a la estructura de capital y factores determinantes	
2.1 Introducción	23
2.2 Teoría del Equilibrio Estático o “Static Tradeoff”	28
2.3 Teoría de la Agencia	31
2.3.1 Conflicto de intereses entre directivos y accionistas	33
2.3.2 Conflicto de intereses entre accionistas y obligacionistas	36
2.4 Asimetrías informativas	39

2.4.1 Teoría de Señales	44
2.4.2 Teoría de la Jerarquía de Preferencias o “Pecking Order”	47
2.4.2.1 Adaptación de la teoría de la jerarquía de preferencias a las pymes	49
2.5 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa	51
2.5.1 Oportunidades de inversión y crecimiento	54
2.5.2 Estructura de propiedad	57
2.5.3 Sector de actividad empresarial	60
2.5.4 Tamaño de la empresa	62
2.5.5 Escudos fiscales alternativos a la deuda	66
2.5.6 Los fondos generados internamente por la empresa	69
2.5.7 Coste de la deuda	70
2.5.8 Las garantías colaterales asociadas al activo	73
2.5.9 Edad de la empresa	76
3 La empresa familiar: factores explicativos de su estructura financiera	
3.1 Introducción: la influencia de la propiedad familiar	81
3.2 Concepto de empresa familiar	85
3.2.1 Mantenimiento de la dirección y de la propiedad por parte de la familia	87
3.2.2 La implicación familiar en la empresa	88
3.2.3 Transferencia generacional	91
3.2.4 Integración de la definición de empresa familiar	95
3.3 Características distintivas de la empresa familiar	95
3.3.1 Interacción entre la empresa, la familia y la propiedad	96
3.3.1.1 Teoría general de sistemas	97

Factores Determinantes del Comportamiento Financiero de las Empresas Familiares

3.3.1.2 Modelo de los tres círculos	98
3.3.1.3 Modelo evolutivo tridimensional	100
3.3.2 Eficiencia de la empresa familiar	104
3.3.3 Tamaño de la empresa familiar	106
3.3.4 La planificación estratégica	108
3.3.5 La orientación al largo plazo	112
3.3.6 Los recursos humanos	114
3.3.7 Otros recursos y capacidades	118
3.4 Características financieras de la empresa familiar	121
3.4.1 Consecuencias de la concentración de propiedad y control	123
3.4.1.1 Proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar	124
3.4.1.2 Influencia familiar en la concentración de poderes y responsabilidades	126
3.4.1.3 Concentración de la propiedad y estructura financiera	128
3.4.1.4 Relaciones de agencia específicas	131
3.4.2 Dificultades de acceso de la empresa familiar a los mercados financieros: restricciones financieras	136
3.4.2.1 Propiedad familiar, asimetría informativa y racionamiento del crédito	138
3.4.2.2 Variables que mitigan el racionamiento del crédito	141
3.4.2.2.1 Características familiares que facilitan el acceso a la deuda	141
3.4.2.2.2 Relaciones bancarias y sus efectos sobre las condiciones de financiación	143
3.4.2.2.3 Tamaño de la empresa familiar y acceso a la deuda	146

PARTE II | ESTUDIO EMPÍRICO

4 Diseño de la investigación y estudio empírico	
4.1 Introducción	154
4.2 Formulación de las hipótesis a contrastar	156
4.2.1 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa. Contraste de las teorías explicativas	157
4.2.1.1 Efecto del endeudamiento previo sobre el nivel de deuda	157
4.2.1.2 Efecto de los escudos fiscales alternativos a la deuda sobre el endeudamiento	158
4.2.1.3 Efecto de las oportunidades de inversión y crecimiento sobre el endeudamiento	159
4.2.1.4 Efecto de la garantía de los activos sobre el endeudamiento	161
4.2.1.5 Efecto del coste de la deuda sobre el endeudamiento	162
4.2.1.6 Efecto de la edad de la empresa sobre el endeudamiento	163
4.2.1.7 Efecto de los fondos generados internamente sobre el endeudamiento	164
4.2.1.8 Efecto sector sobre el endeudamiento	166
4.2.1.9 Efecto del tamaño de la empresa sobre el endeudamiento	169
4.2.2 Influencia del carácter familiar de la empresa en su estructura de capital	171
4.2.2.1 Concentración de la propiedad e implicación familiar en la dirección	171
4.2.2.2 Relaciones de agencia específicas	172
4.2.2.3 Asimetrías informativas, aportación de	174

garantías personales y racionamiento del crédito

4.3 Método	177
4.3.1 Base de datos	177
4.3.2 Segmentación de la muestra: empresas familiares y no familiares	179
4.3.3. Definición y medida de las variables	182
4.3.4 Análisis estadísticos	187
4.4 Resultados	193
4.4.1 Análisis descriptivo del endeudamiento y de las variables explicativas	193
4.4.2 Resultados de los análisis unifactoriales de la varianza	194
4.4.2.1 Sector	194
4.4.2.2 Tamaño	198
4.4.2.3 Naturaleza familiar de la empresa	202
4.4.3 Resultados del análisis multivariante	205
4.4.4 Factores determinantes del endeudamiento de las empresas familiares en función del tamaño empresarial	214
5 Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación	
5.1 Principales conclusiones de la investigación	224
5.2 Limitaciones y futuras líneas de investigación	230
6 Bibliografía	233

01

1 | INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes	8
1.2 Objetivos	13
1.3 Estructura y contenidos de la Tesis Doctoral	14

1 | INTRODUCCIÓN

1.1 | Antecedentes

El trabajo de Modigliani y Miller (1958) es considerado el punto de partida de las principales teorías modernas que intentan explicar cómo es la estructura de capital de la empresa. Para estos autores el valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura financiera; así los fondos propios y los ajenos son perfectamente sustitutivos.

Sin embargo, las sucesivas relajaciones de las hipótesis de partida del trabajo de Modigliani y Miller han dado lugar a diferentes teorías que estudian la estructura de capital de la empresa. La introducción de las distintas imperfecciones del mercado provocaron que se desarrollaran cuatro importantes líneas de investigación; así nacieron la teoría de los costes de agencia, la teoría del equilibrio estático, la teoría de la jerarquía de preferencias y la teoría de las señales informativas.

A pesar de los avances realizados por estos planteamientos, ninguno de ellos ha sido capaz de dar una explicación concluyente del comportamiento financiero de las empresas (Myers, 2001), por lo que parece razonable que incluyamos otra serie de factores que condicionan las decisiones financieras de la empresa, como pueden ser factores empresariales, sectoriales, legales, institucionales, factores macroeconómicos y familiares.

El carácter familiar de la empresa determinará estrategias financieras muy conservadoras, con fuerte preferencia por los recursos internos. Por lo tanto la familia como factor que determina el endeudamiento de la empresa cobrará

especial importancia en nuestro trabajo, ya que los objetivos de los propietarios así como sus actitudes financieras influirán en las decisiones financieras que tome la empresa. Si queremos saber cómo se forma la estructura financiera de la empresa familiar deberemos conocer cuáles son las preferencias financieras de los administradores además de analizar las características internas de este tipo de organizaciones. Nuestra investigación se centrará en el estudio de los factores determinantes que condicionan la estructura de capital de las empresas familiares.

La importancia de estudiar las empresas familiares se debe al papel preponderante que tienen este tipo de empresas en el desarrollo de la economía mundial (Anderson y Reeb, 2003; Morck y Yeung, 2004). Siendo todavía más relevantes estos datos en Europa y particularmente en España, donde la mayor parte de las empresas presentan estructuras de propiedad más concentradas que en los países anglosajones (Azofra et al, 2007).

Las empresas familiares son una fuente muy importante de generación de riqueza y empleo. Según un estudio reciente del el Instituto de la Empresa Familiar, en España existen más de dos millones y medio de empresas familiares, su facturación conjunta representa el 70% del Producto Interior Bruto y son responsables de la generación del 75% de los empleos privados del país.

Otros estudios empíricos sobre la materia, muestran que las empresas familiares son una de las formas de organización dominante en todo el mundo (Morck y Yeung, 2004). Según un estudio de la revista Business Week (2003) un tercio de las empresas que conforman el índice americano S&P 500 tienen un miembro de la familia fundadora en su consejo de dirección. Además las empresas familiares de EEUU emplean el 80% de la fuerza laboral del país y producen entre el 40-60% del PIB americano (Neubauer y Lank, 1999). Por otra parte, el 35% de las

mayores 500 empresas cotizadas americanas son empresas familiares (Ward, 2003).

También las empresas familiares son preponderantes en Asia. Claessens et al (2000) encontraron que más del 50% de las empresas estudiadas en Asia Occidental están bajo control familiar. Resultados similares arroja el estudio realizado por Kurashina (2003), para el cual, algo más del 42% de las empresas japonesas son familiares.

A nivel europeo estas estadísticas son similares, en un trabajo de Faccio y Lang (2002) identificaron que algo más del 44% de las empresas tienen el componente familiar. Donckels y Fröhlich (1991) trabajando sobre una muestra de 1.132 empresas en ocho países europeos, concluyeron que las empresas familiares son mayoría en los ocho países de estudio, destacando por su importancia en países como Austria y Alemania.

Datos económicos tan relevantes como estos, ponen en evidencia la importancia de incrementar el estudio y análisis de las empresas de carácter familiar.

Una parte de los estudios que podemos encontrar en la literatura sobre empresa familiar son meramente descriptivos, y se centran en comparar las características entre empresas familiares y no familiares. No obstante, cada vez son más numerosos los estudios que evalúan las diferencias entre distintos tipos de empresas familiares; lo que conduce a describir las características y comportamientos diferenciados de las empresas familiares, dando un paso más hacia el desarrollo de una teoría de la empresa familiar.

Los resultados que se han obtenido sobre las características distintivas de las empresas familiares no son concluyentes y en ocasiones largamente contradictorios (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2003). Para Dyer (2006)

estos resultados se deben en gran medida a la falta de unanimidad en el concepto de empresa familiar. Aunque no existe unanimidad, si encontramos un amplio consenso en considerar a una empresa como familiar cuando la familia mantenga el control de la propiedad, influya en la dirección y se tenga el deseo de transmitir la empresa a las siguientes generaciones (Ayala y Manzano, 2002).

En la base de la definición de empresa familiar se halla el solapamiento que se produce entre los valores de la familia y los valores de la empresa. De la interrelación de ambos subsistemas emerge un nuevo sistema que es la empresa familiar. Ello conlleva que las decisiones financieras estén influenciadas por la visión que la familia tiene de la empresa, considerándola como patrimonio familiar y generando un fuerte compromiso de la familia hacia la empresa.

La empresa familiar tendrá objetivos diferentes a los de las empresas no familiares debido a la fuerte influencia que ejerce la familia en la empresa. El mantenimiento de la propiedad y el control se convierte en un objetivo principal para este tipo de empresas. En aras de mantener el control los directivos-propietarios preferirán renunciar al crecimiento y por tanto al tamaño (Reder, 1947; Le Breton-Miller y Miller, 2006); limitando la utilización de la deuda para no poner en peligro la transferencia del negocio a la siguiente generación.

Si una meta para la empresa familiar es la orientación al largo plazo, la supervivencia de la organización se convierte en un objetivo prioritario; por lo que las inversiones que realice la empresa tendrán un horizonte a largo plazo buscando la maximización de los resultados (Le Breton-Miller y Miller, 2006).

Además, la interacción entre la familia y la empresa contribuirá a que los problemas de agencia sean diferentes en las empresas familiares que en las no familiares. Las empresas familiares reducirán los potenciales costes de agencia (Schulze et al, 2003; Poza et al, 2004; López y Sánchez, 2007). La separación

mínima que existe entre directivos y propietarios en este tipo de organizaciones conduce a que las empresas familiares tengan un mayor control sobre los directivos, y en consecuencia existirá una reducción de las divergencias entre directivos y propietarios.

Para muchos autores la incidencia familiar en la toma de decisiones es considerada como generadora de desventajas competitivas, debido a que se mezclan problemas familiares con empresariales (La Porta et al, 1999; Gómez-Mejía et al, 2001; Arregle et al, 2007). Para estos autores las empresas familiares sufren mayores problemas de agencia debido a la importante asimetría informativa que se da entre estas empresas y los mercados financieros. Estos problemas de información asimétrica entre la empresa familiar y los mercados financieros son el origen del racionamiento del crédito de este tipo de sociedades con fuerte concentración de la propiedad (Voordeckers y Steijvers, 2006).

Estos hechos que afectan a la empresa familiar de manera específica determinan que la empresa bajo control familiar tenga unas características distintivas que condicionan su estructura financiera.

Mediante nuestro estudio de investigación hemos pretendido conocer cómo es la estructura financiera de la empresa familiar, además de analizar en profundidad cuáles son los factores que determinan este comportamiento financiero diferenciado respecto a sus homólogas no familiares. Para ello, además de realizar una revisión de la literatura teórica y empírica precedente, hemos propuesto y contrastado un modelo econométrico que evalúe el efecto simultáneo de los factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares.

1.2 | Objetivos

Objetivos principales

Los principales objetivos de este trabajo son:

1. Delimitar cuáles son los factores que determinan el comportamiento financiero de las empresas familiares.
2. Observar las deferencias y similitudes de las estructuras financieras de las empresas familiares con sus homólogos no familiares.

En esencia, pretendemos conocer cómo es la influencia que el factor familia ejerce en las decisiones de endeudamiento de la empresa.

Objetivos secundarios

Para alcanzar los anteriores objetivos propuestos, hemos recorrido una serie de etapas, cada una de las cuales puede considerarse como un objetivo intermedio, que pasamos a enumerar.

Comenzamos realizando una revisión del estado actual de las investigaciones en torno a las principales aportaciones de las teorías financieras que se han desarrollado para intentar explicar la estructura financiera de la empresa. El objeto fue identificar cuáles son los factores determinantes en la composición de la estructura de capital de la empresa, cuáles son más importantes y tienen un mayor peso en las decisiones financieras que toma la empresa.

A continuación examinaremos las características distintivas de la empresa familiar en relación a las no familiares, con objeto de comprobar si la interacción que produce la familia en la empresa determina su comportamiento financiero.

Posteriormente, partiendo de la perspectiva de la teoría del equilibrio estático y de la teoría de la jerarquía de preferencias, analizamos mediante un estudio empírico cómo influyen los factores que hemos considerado determinantes en el endeudamiento de la empresa. El objetivo era determinar tanto los signos de las relaciones de las distintas variables consideradas con el nivel de endeudamiento, como si estos factores tienen un comportamiento diferenciado en función del carácter familiar de la empresa.

Para terminar, una vez determinados los factores que juegan un papel más importante en la composición de la estructura de capital de la empresa familiar, nos propusimos averiguar si muestran un comportamiento diferenciado en función del tamaño de la empresa.

1.3 | Estructura y contenidos de la Tesis Doctoral

Para la consecución de los objetivos que nos hemos planteado y que hemos descrito previamente, hemos dividido nuestro trabajo en seis capítulos cada uno de los cuales se corresponde con una parte de la investigación.

Comenzamos la tesis con el desarrollo del marco teórico de la investigación, que comprende los capítulos 2 y 3. Para ello hemos empleado el método analítico-sintético. Método que se basa en la descomposición del fenómeno considerado como un todo, en sus partes constitutivas, con el objeto de analizar cada una de sus partes en su propia identidad e interpretar el todo a través de sus elementos

esenciales, y posteriormente unir estos elementos con el fin de reencontrar la individualidad de la cosa observada.

Así, en el capítulo 2 denominado “Aproximaciones teóricas a la estructura de capital y factores determinantes”, analizamos las principales teorías financieras desarrolladas para explicar el comportamiento financiero de la empresa, como son la teoría del equilibrio estático, la teoría de la agencia, la teoría de las señales informativas y la teoría de la jerarquía de preferencias financieras. Para cada una de ellas hemos examinado sus principales aportaciones teóricas y su implicación en la toma de decisiones financieras por parte de la empresa.

Sin olvidar los postulados de la teoría de la agencia y de la teoría de señales, nuestro trabajo va a centrarse en la teoría del equilibrio estático y en la teoría de la jerarquía de preferencias, intentando arrojar luz sobre cuál de estas dos teorías se adapta mejor a la explicación de la estructura de capital de la empresa.

Además de los fundamentos teóricos aportados por las teorías anteriormente descritas, estudiaremos otra corriente de investigación complementaria a estas teorías, que manifiesta que son muchos los factores de diversa naturaleza que influyen en la estrategia financiera que define la empresa. Nuestro objetivo será identificar cuáles de ellos son los más relevantes, y a su vez determinar cuáles tienen un mayor peso en las decisiones financieras que toma la empresa.

Este capítulo finaliza con el examen de la relación esperada entre los factores que hemos considerado determinantes y el nivel de endeudamiento, a la vista de los postulados de la teoría del equilibrio estático y de la teoría de la jerarquía de preferencias financieras.

El capítulo 3, titulado “La empresa familiar: factores explicativos de su estructura financiera” se centra en el análisis de las características distintivas de la empresa

familiar. Para conocer las características que definen a una empresa como familiar en primer lugar debemos concretar el concepto de empresa familiar, para ello realizaremos una revisión de la literatura habida hasta el momento actual y conceptualizamos nuestra definición.

Una vez fijada la definición de empresa familiar que utilizaremos en esta investigación, analizaremos cuáles son las características distintivas que influyen en la elección de su estructura financiera.

Examinaremos el efecto que tiene en la empresa familiar la unificación de la propiedad y la dirección. Revisando la literatura, encontramos que para muchos investigadores que los propietarios sean a la vez los directivos reduce los conflictos, y por tanto estas empresas presentarán menores costes de agencia. Pero este postulado tradicional está en entredicho, ya que existen numerosos autores que argumentan que las empresas familiares presentan problemas de agencia específicos. Por consiguiente, trataremos de estudiar los diferentes conflictos que se pueden encontrar en la empresa familiar: conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios, altruismo familiar, y conflictos entre la empresa y los acreedores financieros. Particularmente profundizaremos en los problemas de agencia que se dan entre la empresa familiar y los mercados financieros ya que tienen una gran importancia para la obtención del crédito, situación que determinan importantes problemas de racionamiento del crédito. También analizaremos la fuerte asimetría informativa que encontramos en estas empresas, que también penalizará la obtención de financiación.

Por último deberemos observar cuáles son los recursos con que cuenta la empresa familiar para hacer frente al racionamiento del crédito. En consecuencia, examinaremos si la proximidad entre el patrimonio familiar y empresarial, sus características internas y sus relaciones bancarias estables, facilitan el acceso a la financiación.

Concluido el marco teórico pasamos a desarrollar nuestro estudio empírico en el capítulo 4 titulado “Diseño de la investigación y estudio empírico”. Una vez realizada la revisión de la literatura existente sobre estructura financiera y fijado el marco teórico de nuestro análisis, planteamos las diferentes hipótesis que vamos a contrastar.

Para realizar nuestro análisis hemos utilizado la información reflejada en la base de datos SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos) para el periodo que va desde el año 2000 al 2008, resultando una muestra de 2.395 empresas. Una vez definidas las hipótesis, establecemos las variables y describimos el modelo econométrico a estimar.

Primeramente realizaremos un estudio descriptivo tratando de examinar las características básicas de las empresas que forman parte de la muestra. Propondremos diversos análisis para tratar de conocer cómo es la relación entre el sector, el tamaño y el carácter familiar de la empresa con los factores determinantes del endeudamiento.

Efectuado el análisis descriptivo y por tanto, conociendo las relaciones establecidas entre las variables que afectan al endeudamiento; terminaremos contrastando nuestras hipótesis mediante un modelo dinámico de datos panel. Nuestro interés se centra en analizar si el carácter familiar de la empresa determina un comportamiento financiero diferenciado con respecto a las no familiares. Además de analizar si el tamaño de la empresa familiar establece estructuras financieras diferenciadas.

Para finalizar, en el capítulo 5 se exponen las conclusiones, las limitaciones y las futuras líneas de investigación. En este apartado recogemos las principales conclusiones derivadas de la revisión teórica y del análisis empírico realizado

para contrastar las diferentes hipótesis establecidas. Además, identificamos las limitaciones que nos hemos encontrado para realizar el trabajo; concluyendo con el establecimiento de futuras propuestas de investigación.

02

2 | APROXIMACIONES TEÓRICAS A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y FACTORES DETERMINANTES

2.1 Introducción	23
2.2 Teoría del Equilibrio Estático o “Static Tradeoff”	28
2.3 Teoría de la Agencia	31
2.3.1 Conflicto de intereses entre directivos y accionistas	33
2.3.2 Conflicto de intereses entre accionistas y obligacionistas	36
2.4 Asimetrías informativas	39
2.4.1 Teoría de Señales	44
2.4.2 Teoría de la Jerarquía de Preferencias o “Pecking Order”	47
2.4.2.1 Adaptación de la teoría de la jerarquía de preferencias a las pymes	49

2.5 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa	51
2.5.1 Oportunidades de inversión y crecimiento	54
2.5.2 Estructura de propiedad	57
2.5.3 Sector de actividad empresarial	60
2.5.4 Tamaño de la empresa	62
2.5.5 Escudos fiscales alternativos a la deuda	66
2.5.6 Los fondos generados internamente por la empresa	69
2.5.7 Coste de la deuda	70
2.5.8 Las garantías colaterales asociadas al activo	73
2.5.9 Edad de la empresa	76

2 | APROXIMACIONES TEÓRICAS A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y FACTORES DETERMINANTES

2.1 | Introducción

En toda elección financiera existen al menos dos variables relevantes a tener en cuenta, el riesgo y el coste de la financiación. Estas dos variables serán las que establezcan si la empresa se financiará con fondos propios o ajenos, elección que determina su nivel de endeudamiento y la composición de su estructura financiera (Myers, 1984).

Si definimos el valor de mercado de la empresa como la suma del valor de mercado de la deuda y el valor de mercado de los recursos propios, y el objetivo de la función financiera es hacer que la compañía sea lo más valiosa posible para sus dueños, entonces para lograr dicho objetivo bastará con elegir aquella proporción de deudas y capitales propios que maximice el valor de la empresa (Ross et al, 2001; Suárez, 2003).

Desde esta perspectiva, el coste de capital de la empresa y su estructura financiera se encuentran estrechamente relacionados, ya que el uso de una u otra fuente de financiación supone para la empresa un coste y un riesgo diferente, y por tanto, cualquier decisión sobre la origen de los fondos financieros influirá en el coste del capital medio ponderado.

La estructura financiera óptima será aquella relación entre los recursos propios y ajenos que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas, o que equivalentemente minimiza el coste del capital medio ponderado.

Cuando se conoce la relación funcional entre el valor de la empresa y el ratio de endeudamiento o “leverage”, la determinación de la estructura financiera óptima es sencilla, bastará con elegir aquella proporción que maximiza el valor de la empresa o minimiza el coste del capital. Pero, en la práctica, existen muchos problemas para determinar la estructura financiera óptima, sobre todo por la dificultad que supone definir dicha relación. De ahí que el estudio de la estructura óptima haya dado lugar a una gran controversia desarrollándose posiciones contrapuestas que intentan explicar si realmente existe esta relación, y que han supuesto distintas líneas de investigación.

El objetivo de este capítulo es exponer brevemente las distintas teorías que han tratado de explicar el comportamiento financiero de la empresa, analizando brevemente los factores que la literatura acepta como los que influyentes en la determinación de su estructura financiera.

El origen de la teoría financiera se sitúa en los estudios conducentes a demostrar si existe o no una estructura de capital óptima, que como consecuencia maximice el valor de la empresa (Ross et al, 2001; Suárez, 2003).

La tesis tradicional asume que existe una combinación de recursos propios y ajenos, que maximiza el valor de mercado de la empresa y que minimiza el coste de capital medio ponderado (Durand, 1952; Schwatz, 1959; Kim, 1974).

Esta teoría defiende la existencia de una estructura financiera óptima que se alcanza con un nivel óptimo de endeudamiento. Supone que el coste de los recursos propios K_e , es una función creciente del ratio de endeudamiento ($L = D/S$); donde D es el endeudamiento y S representa los recursos propios. Que el coste de la deuda (K_i) se mantiene constante, pero puede crecer cuando el ratio de endeudamiento sobrepasa un determinado límite. Y que el coste de capital medio ponderado (K_o) no decrece continuamente al variar el ratio de

endeudamiento (L), sino que es decreciente hasta un determinado grado de endeudamiento, punto a partir del cual cuanto más grande es el endeudamiento más grande se hace el coste medio ponderado.

La tesis tradicional considera que el ahorro que consigue la empresa con la utilización de recursos ajenos (con un coste menor que los recursos propios), es diluido por el aumento del riesgo financiero, lo que determina un incremento del coste del capital propio (K_e).

Hasta cierto nivel de endeudamiento el coste de capital propio K_e , no se incrementa lo suficiente como para anular el ahorro provocado por la utilización de recursos ajenos. Pero a partir de este nivel de endeudamiento las economías derivadas del uso del endeudamiento son superadas por las deseconomías causadas por el incremento del coste del capital propio. Con otras palabras, el coste de capital no es independiente de la estructura financiera y debe existir una estructura óptima.

La tesis tradicional no está apoyada sobre ninguna base teórica rigurosa, pero en contraposición si ha sido defendida a nivel práctico por gerentes y directores financieros de empresas, ya que consideran que existen unas estructuras financieras mejores que otras; aunque no podrían decir cual es la estructura óptima ni tampoco la manera de alcanzarla. Esta dependerá de diferentes factores como el grado de imperfección del mercado financiero, la actividad económica a la que se dedique la empresa, coyuntura económica del mercado, etc.

En el plano teórico, Duran (1952), entre otros, ha defendido la existencia de una estructura financiera óptima, en base a las imperfecciones del mercado financiero. Por su parte Schwartz (1959) formuló una teoría explicativa de la tesis tradicional bajo el supuesto de que las empresas intentan maximizar el valor de mercado a

largo plazo, manifiesta que existe una estructura óptima de capital para cada empresa individual en función del sector al que pertenece, necesidades específicas de inversión, ratios de beneficios, etc.

Otro estudio realizado por Kim (1974) utilizando el CAMP (Capital Asset Pricing Model) demostró que cuando el mercado de capitales es eficiente, si tenemos en consideración el impuesto de sociedades y los costes de insolvencia, en la empresa existe una estructura financiera óptima.

En el lado opuesto de la teoría tradicional se sitúa la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958), la cual niega la existencia de una estructura financiera óptima. Este trabajo de Modigliani y Miller (MM) constituye el punto de partida de las principales teorías modernas desarrolladas posteriormente para intentar explicar la estructura de capital de la empresa.

El trabajo que realizaron Modigliani y Miller en 1958 está basado en la existencia de mercados de capitales perfectos. Es decir, dos empresas con la misma estructura económica generarán el mismo nivel de beneficios, independientemente de su grado de endeudamiento. Bajo determinados supuestos, el coste de capital (K_0) y el valor de la empresa (V) son independientes de la estructura financiera de la empresa ($L=D/V$).

Para MM no existe un valor máximo de la empresa (V) que se corresponda con un valor mínimo del coste medio ponderado del capital (K_0). El valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura financiera, y los fondos propios y los ajenos son perfectamente sustitutivos en un entorno de mercado de capitales perfecto.

Aunque desde el punto de vista teórico no se puede rechazar las tesis de MM, las críticas que han recibido sus trabajos están originadas por el gran número de supuestos teóricos previos que necesita el modelo para confirmarse.

La tesis tradicional y la tesis de MM no son totalmente diferentes. Si eliminásemos la restricción impuesta por MM sobre mercados perfectos ambas teorías convergerían (Sesto Pedreira, 2000). Los propios Modigliani y Miller consideran que el trabajo de 1958 debe ser mejorado con la incorporación de imperfecciones en el mercado, así introducen como factores que influyen en el valor de la empresa el efecto del impuesto de sociedades, el efecto conjunto del impuesto de sociedades y del impuesto sobre la renta de las personas físicas y los costes de insolvencia. En opinión de Suárez (2003) con la introducción de los efectos anteriormente citados y aún manteniendo el marco hipotético, las diferencias entre las dos posiciones son más aparentes que reales.

Debemos considerar el trabajo de Modigliani y Miller como el factor principal que ha estimulado la investigación de las diferentes imperfecciones existentes en los mercados de capitales (Vendrell, 2008). Las sucesivas relajaciones de las hipótesis de partida del trabajo de MM, han dado lugar a diferentes aproximaciones teóricas para explicar la estructura de capital. Así, de este trabajo originario de MM se establecieron cuatro grandes líneas de investigación para intentar explicar algunas imperfecciones. Por un lado encontramos la defendida por Jensen y Meckling en 1976, desarrollando un modelo que tiene en cuenta los costes de agencia. En 1984 Myers y Majluf presentaron su teoría de la jerarquía de preferencias basado en los trabajos anteriores de Donaldson (1961); mientras que en 1984 Myers defiende la existencia de la teoría del equilibrio estático. Además Ross (1977) estableció su teoría de las señales informativas.

Por su gran importancia, en los capítulos siguientes vamos a ir presentando estas teorías que acabamos de enumerar. Aunque son sobradamente conocidas por el

mundo académico, nuestro objetivo al repasarlas es por un lado, mostrar evidencias empíricas a favor o en contra de su cumplimiento. Y en segundo lugar, teniendo en cuenta los argumentos sobre los que se sustentan, reflexionar si sus conclusiones nos pueden servir para validar el comportamiento financiero de la empresa familiar; que es el objetivo principal de esta investigación.

Ninguna de estas teorías puede dar una explicación general de la estrategia de financiación de la empresa (Myers, 2001; Acedo, 2005; Frank y Goyal, 2009), por ello incluimos en nuestro estudio otra corriente de investigación que enfatiza la existencia de factores que influyen en las decisiones financieras de las empresas. Esta corriente de investigación defiende que la empresa selecciona su estructura financiera en función de los beneficios y perjuicios que le ocasiona el capital propio y el endeudamiento (Titman y Wessels, 1988). Esto es, el nivel de deuda adoptado por la empresa es el resultado de la interacción de factores de diversa índole como son empresariales, sectoriales, legales o institucionales y factores macroeconómicos (Menéndez Alonso, 2001; Vendrell, 2008).

En nuestro caso investigaremos cómo estos factores influyen en el nivel de endeudamiento de la empresa. Para ello, analizaremos cómo afectan los cambios en estas variables al nivel de endeudamiento, a la luz de los postulados de la teoría del “pecking order” y de la teoría del “static tradeoff”.

2.2 | Teoría del Equilibrio Estático o “*Static Tradeoff*”

Tomando como punto de partida la tesis tradicional, que propugna un equilibrio óptimo entre las ventajas fiscales de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la probabilidad de quiebra, la teoría del equilibrio estático o “*static tradeoff*” defiende la existencia de una estructura de capital óptima y un ratio de endeudamiento óptimo (Myers, 1984). Así pues, la estructura de capital de la

empresa tiende hacia un ratio óptimo determinado por dos efectos de signo contrario que subyacen de los contratos de endeudamiento: el efecto del ahorro fiscal y el efecto de los costes de quiebra (Baxter, 1967; Stiglitz, 1969; Kim, 1978; Jensen, 1986; Azofra et al, 2007; Frank y Goyal, 2009).

En el momento en que la empresa está endeudada corre el riesgo de no poder hacer frente a las obligaciones financieras derivadas de la deuda, por tanto tendrá riesgo de quiebra. Cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de la empresa, mayor serán sus probabilidades de quiebra. Diversos autores han estudiado los costes de quiebra, determinando que cuanto mayor sea la probabilidad de quiebra menor debe ser la utilización del endeudamiento por parte de las empresas (De Angelo y Masulis, 1980; Bradley et al, 1984; Mackie-Mason, 1990; Chirinko y Singha, 2000).

Por lo tanto, al analizar la estructura de capital de la empresa deberemos tener en cuenta la relación existente entre los beneficios fiscales que produce la deuda con los costes de insolvencia derivados del mayor endeudamiento. Estos costes pueden ser directos e indirectos:

a) Los costes directos, entre los que encontramos los gastos administrativos, honorarios de abogados, tasas judiciales, etc; son costes de tipo legal.

b) Mientras que los costes indirectos, se manifiestan en el deterioro de la imagen de la empresa por la falta de confianza del mercado en su buena gestión. Provocarán la pérdida de confianza de los clientes, disminuyendo el nivel de ventas por el miedo al incumplimiento, los proveedores exigirán mayores precios y condiciones, se producirá la pérdida de trabajadores clave, etc.

Según la empresa vaya incrementando sus deudas aumentarán sus deducciones fiscales, pero también crecerán sus obligaciones de devolución de los préstamos,

incrementándose por tanto los riesgos de quiebra (Kraus y Litzenberger, 1979; Baron, 1974; Scott, 1976).

En el momento en que las empresas alcanzan la combinación óptima de recursos propios y ajenos, se maximiza el valor de la empresa y no tendrán incentivos para incrementar el endeudamiento, ya que una unidad monetaria adicional de deuda supondrá una pérdida marginal neta en dicho valor (Aybar et al, 2004; Vendrell, 2008).

Sin embargo, cuando la empresa incrementa sus beneficios, y por tanto sus recursos propios, estará incentivada a aumentar su endeudamiento con el fin de mantener el nivel de endeudamiento óptimo (Titman y Wessels, 1988; Gilson, 1997; Fama y French, 2002). Según esta teoría cuando las empresas se alejan de su nivel óptimo emprenden el camino para alcanzarlo de nuevo.

La financiación de las oportunidades de inversión y crecimiento se realizarán mediante una combinación de recursos propios y ajenos que permita a la empresa ajustarse a su ratio objetivo. Si la empresa se encuentra por debajo de su ratio de endeudamiento objetivo, encontraremos una relación positiva entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento, mientras que si el ratio de endeudamiento se encuentra por encima del objetivo la relación será negativa.

Siempre que la empresa tenga altos niveles de endeudamiento, aproximándola a la insolvencia financiera, sus oportunidades de inversión rentables deberán ser financiadas con fondos propios ya que los costes de quiebra serán muy altos, lo que nos alejará del ratio objetivo y se manifestarán los problemas de subinversión por selección adversa (De Miguel y Pindado, 2001).

La empresa maximizará su valor en el momento en que logre la combinación óptima de recursos propios y ajenos, siendo también el momento en que se

minimiza el coste del capital (Jalivland y Harris, 1984; Fama y French, 2002; Hackbarth et al, 2004). Si asumimos esta hipótesis como cierta, todas las empresas deberían poseer un ratio de endeudamiento que coincidiese con su óptimo. Pero no es así, debido a que en la realidad se producen situaciones financieras no controlables por las empresas, que las desvían de su ratio óptimo de endeudamiento. El ajuste al ratio óptimo deseado no es inmediato, si no que existen retardos que se conocen como costes de ajuste, que son los costes de transacción en los que incurre la empresa para variar su nivel de endeudamiento (Marsh, 1982; De Miguel y Pindado, 2001; Gaud et al, 2005; González y González, 2007; López y Sánchez, 2007).

Los costes de ajuste podrían ser la explicación de por qué empresas que deberían presentar ratios óptimos de endeudamiento similares, presentan coeficientes de endeudamiento dispares.

2.3 | Teoría de la Agencia

La empresa se considera un “conjunto de contratos” entre factores productivos, cada uno de ellos volcado en la satisfacción de sus propios intereses. La teoría de la agencia considera a la empresa como una “ficción legal” que sirve como nexo de unión de un proceso complejo, en el que los diferentes objetivos de los agentes económicos, alcanzan un punto de equilibrio en el marco de las relaciones contractuales (Jensen y Mecking, 1976). 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).

La relación de agencia se define como “un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal) contratan a otra persona (el agente) la realización de

un servicio en su nombre, lo que implica delegar alguna autoridad al agente” (Jensen y Meckling, 1976). Si ambos contratantes son maximizadores de su función de utilidad, existen razones obvias para pensar que el agente no actuará siempre buscando el mayor beneficio para el principal (Moore, 1971).

La capacidad discrecional de decisión que le confiere al agente la delegación de autoridad por parte del principal, producirá la aparición de los llamados costes de agencia. Fundamentalmente estos problemas de agencia darán lugar a dos tipos de conflictos (Jensen y Meckling, 1976):

- Conflicto de intereses entre directivos y accionistas, problema originado por la financiación en forma de capitales propios, derivado del hecho de que la dirección pueda anteponer su función de utilidad a la de los accionistas.

- Conflicto de accionistas y acreedores, problema de agencia originado por el uso de la financiación ajena, los accionistas pueden realizar inversiones subóptimas, o bien, no aprovechar las oportunidades de inversión rentables, perjudicando los intereses de los acreedores.

El principal puede limitar que las decisiones del agente sean contrarias a sus intereses, mediante incentivos adecuados, incurriendo en los denominados costes de control, que mitigan las desviaciones del agente (Jensen y Meckling, 1976).

Por el contrario, para el agente también será provechoso negociar acuerdos de fidelidad, estipulando que el agente no tomará decisiones que puedan perjudicar al principal o asegurándose que el principal será compensado en caso de que se tomen tales decisiones. La mayor parte de los contratos principal-agente llevan aparejados costes de control y garantía de fidelidad, sin significar esto que se eliminen totalmente las divergencias entre las decisiones que toma el agente y lo que favorece al principal. La reducción del beneficio del principal por estas

divergencias, también se traduce en un coste de agencia denominado pérdida residual.

Cómo los intereses de los dos grupos no coinciden, aquel grupo que tiene más poder maximizará su función de utilidad perjudicando al otro grupo al disminuir sus beneficios personales (Marris, 1963). Además, la delegación de autoridad en el agente producirá divergencias en el nivel de información entre el agente y el principal, afectando a las decisiones financieras que toma la empresa produciéndose lo que se denominan costes de información asimétrica.

En consecuencia, la función de los coste de agencia se puede expresar como la suma de los costes de control por parte del principal, los costes de garantía de fidelidad del agente y la pérdida residual, entendida como la discrepancia que existirá inevitablemente entre las decisiones tomadas por el agente y las que hubiese deseado el principal.

2.3.1 | Conflicto de intereses entre directivos y accionistas

El problema de agencia entre accionistas y directivos, radica en la separación que se da entre la propiedad y el control (Jensen y Meckling, 1976; Azofra, 1987).

Los conflictos entre los grupos surgen porque los accionistas tendrán como objetivo la maximización de sus acciones, es decir, la maximización del valor de la empresa; mientras que los directivos tendrán como objetivo la supervivencia de la empresa, garantizándose el crecimiento y el mantenimiento de la sociedad.

Los comportamientos oportunistas en que incurren los directivos perjudicando a los accionistas en la toma de decisiones financieras son fundamentalmente de tres tipos: apropiación de ciertos privilegios o beneficios no pecuniarios (Jensen y

Meckling, 1976), el problema de la sobreinversión o “free cash flow” (Jensen, 1986; Stulz, 1990) y el problema de la negativa a liquidar la empresa (Harris y Raviv, 1990).

Como indican Jensen y Meckling (1976) cuando los directivos no tienen capacidad para poder aumentar su remuneración, tenderán a apropiarse de ciertos privilegios con cargo a los recursos de la empresa para su satisfacción personal. Para estos autores esta actuación oportunista de la dirección se puede aminorar iniciando o aumentando su participación en el capital social de la empresa (Daily y Dollinger, 1992; Aronoff y Ward, 1995; García-Borbolla et al, 2009).

El aumento de la remuneración no pecuniaria provoca una disminución del valor de la empresa, con lo que el principal debería ser capaz de introducir controles y penalizaciones para que esto no ocurra. En relaciones de agencia a largo plazo, la reputación de la dirección puede ser suficiente para resolver el problema, ya que la valoración que haga el mercado del desempeño de la empresa les provocará perjuicios o beneficios (Fama, 1980; Demsetz, 1983).

Además, el nivel de apalancamiento puede actuar como mecanismo de supervisión de la dirección (Ang et al, 2001). El incremento del endeudamiento provoca dos efectos, por un lado consigue que la dirección se esfuerce en la búsqueda de proyectos rentables sin menoscabar riqueza a los accionistas (Grossman y Hart, 1982), y por otro lado la financiación externa insta a los intermediarios financieros para que ejerzan supervisión a la dirección (Díaz, 2000; Suriñach et al, 2005). La deuda mitiga los comportamientos oportunistas de la dirección.

El problema de la sobreinversión o “free cash flow”, es debido a la discrecionalidad directiva en la toma de decisiones. Una vez financiados todos los proyectos rentables con valor positivo, el exceso de recursos puede ser utilizado

por la dirección para realizar inversiones que maximicen su función de utilidad menoscabando la riqueza de los accionistas (San Martín-Reyna, 2010). Mientras que los accionistas preferirán que este exceso de tesorería sea distribuido mediante dividendos, los directivos elegirán destinar estos flujos de caja para realizar inversiones, destinándolos a un crecimiento excesivo ya que esta situación favorece sus objetivos de incremento de prestigio, reconocimiento y remuneración; consumiéndolos a través de aumentos de salario o disfrutando de bienes y servicios innecesarios (Jensen, 1986; Stulz, 1990; De Andrés et al, 2000).

En este contexto en el que no hay oportunidades rentables de crecimiento, la deuda minorará los costes de agencia del *"free cash flow"* al limitar la libre actuación de los directivos (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Las obligaciones de pago que se derivan de la deuda ayudan a desincentivar a los directivos a realizar inversiones ineficientes (Hart y Moore, 1995; Zweibel, 1996; De Andrés et al, 2000).

El tercer problema de agencia se manifiesta en la negativa de la dirección a liquidar la empresa. Los directivos intentarán por todos los medios continuar con la actividad de la empresa, aún cuando el valor de la liquidación fuera mayor que el valor de sus activos, o cuando existiera un uso alternativo más rentable para ellos (Gul et al, 2002). Para Harris y Raviv (1990) los directivos se niegan a liquidar la empresa aún cuando sea la opción más rentable y la deseada por los accionistas.

El empleo de la deuda por parte de la empresa ayuda a mitigar el problema de la agencia, puesto que permite a los acreedores liquidar la empresa si no generan suficientes recursos y no atienden a sus obligaciones financieras.

2.3.2 | Conflicto de intereses entre accionistas y obligacionistas

Tanto los accionistas como los acreedores financieros tienen intereses creados dentro de la empresa. Así, los accionistas tienen su riesgo limitado a las aportaciones que han hecho al capital social de la empresa, mientras que los acreedores financieros tienen prioridad por delante de los accionistas para el cobro de las deudas adquiridas por la empresa.

Los problemas de agencia entre los accionistas y los acreedores financieros surgen de la existencia de oportunidades de crecimiento e inversión (Arosa, 2009). Los directivos estarán especialmente incentivados para traspasar riqueza desde los acreedores a los accionistas mediante las políticas de inversión. La responsabilidad limitada de los accionistas y la asimetría informativa respecto de los acreedores, favorecen comportamientos oportunistas de los accionistas en las empresas endeudadas, perjudicando los intereses de los acreedores (Sogorb, 2002).

La posibilidad de que la empresa pase por dificultades financieras acrecienta todavía más la divergencia de intereses entre los accionistas y los proveedores financieros; puesto que la dirección en nombre de los accionistas, puede tomar decisiones financieras ineficientes que resten valor a la empresa y por tanto disminuyen las garantías de los acreedores. Estas decisiones por parte de los accionistas son las siguientes: la realización de proyectos de inversión arriesgados o problema de sustitución de activos (Jensen y Meckling, 1976); la no inversión en proyectos rentables o problemas de subinversión (Myers, 1977) y el problema de la negativa a liquidar la empresa (Titman, 1984).

Los costes de agencia relacionados con la financiación de la empresa surgen como consecuencia de los esfuerzos que realizan los acreedores para asegurarse

que la empresa cumple con sus compromisos (Haley y Schall, 1979; Suriñach et al, 2005).

La inversión en proyectos muy arriesgados, amparándose en la responsabilidad limitada hará que se transfiera riqueza de los obligacionistas a los accionistas. Para los directivos que actúan en nombre de los accionistas, supone un fuerte incentivo transferir riqueza de los acreedores a los accionistas, aunque estas decisiones signifiquen pérdida de valor para la empresa, puesto que si las inversiones salen exitosas los accionistas se beneficiarán de una alta rentabilidad, mientras que si los resultados son negativos su responsabilidad esta limitada a los capitales aportados, y quienes asumirán las pérdidas serán los proveedores de la deuda. Las inversiones subóptimas se darán especialmente en empresas fuertemente endeudadas, con fuertes problemas de información asimétrica y en las que se invertirá en proyectos sumamente arriesgados (Gagnon y Khoury, 1982).

La distribución asimétrica de beneficios y pérdidas entre accionistas y acreedores, hace que se incentive a los accionistas a invertir en proyectos excesivamente arriesgados que aumenten la variabilidad de los resultados (Jensen y Meckling, 1976). Los accionistas elegirán proyectos arriesgados que les proporcionen mayor rentabilidad aunque tengan una menor probabilidad de éxito, ya que este tipo de proyectos les supondrá una mayor obtención de beneficios (Arosa, 2009). Por ello, ante problemas de insolvencia el incremento en el nivel de endeudamiento no hará sino aumentar los problemas de agencia y disminuir el valor de la empresa.

Otro problema que encontramos entre los acreedores y accionistas es el problema de subinversión expuesto por Myers (1977). Cuando la empresa presente altos niveles de endeudamiento, los accionistas no estarán dispuestos a emprender proyectos de inversión rentables, puesto que en el orden de prioridad

en una hipotética liquidación los acreedores están por encima de los accionistas. Si el alto endeudamiento de la empresa indica que los mayores beneficiarios de que los proyectos se cumplan son los acreedores, los directivos rechazarán los proyectos rentables para salvaguardar la riqueza de los accionistas (De Andrés et al, 2000).

Ante dificultades de insolvencia el incremento del endeudamiento es rechazado por los accionistas, los propietarios no estarán interesados en seguir invirtiendo en la empresa aunque los proyectos sean rentables, puesto que el incremento del valor de la empresa solamente beneficia a los acreedores (Myers, 1977; Smith y Warner, 1979). Así, los accionistas sólo invertirán nuevos recursos en un proyecto de inversión si la rentabilidad esperada da para cubrir la deuda existente y queda un margen importante para los accionistas (Myers, 1977; Vendrell, 2008).

Otro problema de agencia que se origina entre accionistas y acreedores financieros es la negación por parte de los accionistas de la liquidación de la empresa ante problemas de insolvencia financiera (Jensen y Meckling, 1976). Existirán divergencias entre los accionistas y los acreedores en cuanto al criterio para realizar el proceso de quiebra o la reestructuración financiera, que derivará en mayores costes de agencia para la empresa. Los accionistas no estarán incentivados para liquidar la sociedad ya que estos se sitúan en una posición de desventaja con respecto a los acreedores en un proceso de liquidación de la empresa. Por su parte los directivos, tampoco estarán motivados para facilitar la liquidación de la empresa puesto que tienen dentro de sus objetivos garantizarse la continuidad en la sociedad y mantener su reputación (Acedo, 2005). Mientras que en el extremo contrario se situarán los acreedores que tienen una situación de predominio en el cobro de los activos (Vendrell, 2008).

Como hemos observado existen planteamientos divergentes en cuanto a la liquidación de la sociedad entre directivos y acreedores. Los directivos para evitar

la liquidación de la sociedad pueden emprender comportamiento ineficientes para generar liquidez con el objetivo de atender los pagos (Vendrell, 2008), cómo pueden ser recortar calidad del producto, no realizar inversiones, reducir costes de recursos humanos, etc. Todos estos recortes menoscabarán la calidad y la imagen de la empresa en aras de obtener el mayor flujo de caja posible y atender los compromisos financieros.

Tanto los comportamientos egoístas como los procesos de reestructuración restan competitividad a largo plazo a la empresa, debido a que se pierden clientes potenciales por la alta probabilidad de incumplimiento, así como los acreedores financieros exigirán mayores precios y mayores garantías por el aumento de los riesgos en que incurren (Acedo, 2005).

Con relación a la estructura de capital de la empresa, la teoría de agencia afirma que existe una estructura de capital óptima, y es aquella que minimiza los costes de agencia relacionados tanto con el conflicto entre propiedad y dirección como con el conflicto entre accionistas y obligacionistas. Por lo tanto, existirá un nivel de endeudamiento que minimizará el valor de los costes de agencia y que por lo tanto maximizará el valor de la empresa.

2.4 | Asimetrías informativas

La separación entre propiedad y control origina la existencia de información asimétrica entre los aportantes de fondos y los responsables de su uso (Gordon, 1989; Fama y French, 2002). La existencia de información asimétrica entre el principal y el agente, es la base sobre la que se sustenta todo el desarrollo teórico de la teoría de la agencia (Bebczuk, 2000).

Debemos entender la información asimétrica como la situación en la cual los accionistas poseen información privilegiada sobre la situación financiera de la empresa o los proyectos de inversión que van a acometer, respecto a los inversores externos o acreedores financieros. Los diferentes grupos de individuos que tienen interés en la empresa no tienen acceso a los mismos niveles de información sobre un determinado hecho y la empresa suele tener dificultades para transmitir al mercado la verdadera situación financiera de la empresa.

Estos problemas de información asimétrica se manifiestan cuando la empresa acude a los mercados financieros para financiar un proyecto de inversión, ya que el mercado de capitales desconoce el verdadero empleo de los recursos financieros y espera que se produzcan acciones oportunistas (Barnea et al, 1985; Acedo, 2005).

Los comportamientos oportunistas provocados por existencia de asimetrías informativas producen dos efectos negativos que inciden en la estructura de capital de la empresa, estos son: la selección adversa o “adverse selection” y el riesgo moral o “moral hazard”.

❖ Selección adversa

Un efecto de la asimetría de información es el denominado por Akerlof (1970) como selección adversa, y se da cuando dos partes comienzan o mantienen una relación contractual. La selección adversa es aquella situación en la que normalmente el principal es capaz de observar la actuación del agente, pero no tiene suficiente información para saber si esta forma de actuar es la más adecuada o no. Lo más probable será que el agente ofrezca las alternativas que más le beneficien, siendo por extensión las que más perjudiquen al principal.

Sin embargo, la información que maneja el agente puede ser descubierta a través de señales informativas, esto es posible cuando el agente obtenga un mayor beneficio por la emisión de la información que por su ocultación y le resulte muy costoso emitir señales falsas (Milgrom y Roberts, 1993; Lehmann y Neuberger, 2001; Jiménez et al, 2006).

La diferencia de información entre el mercado de capitales y la dirección de la empresa ocasiona por un lado el racionamiento del crédito y por otro lado un efecto todavía más negativo, como es la no disponibilidad de crédito (Azofra y López, 1997; Selva y Giner, 1999; Brick y Palia, 2007). El racionamiento del crédito se origina por la falta de información entre los directivos y los acreedores financieros en el momento que solicitan aumentos de financiación (Petersen y Rajan, 1994; Fazzari et al, 1988; Steijvers y Voordeckers, 2009). En estos casos al aumentar el riesgo por falta de información fidedigna, los acreedores demandarán incrementos en el tipo de interés o aumentos en las garantías exigidas, desincentivando a las empresas para solicitar la financiación (Stiglitz y Weiss, 1981; Steijvers y Voordeckers, 2009). Además, los acreedores negarán la financiación a aquellas empresas que sean insolventes y aquellas otras, cuya asimetría informativa sea tal que sea imposible evaluar su probabilidad de insolvencia. Debido a la selección adversa las empresas preferirán financiar sus inversiones utilizando recursos propios, y si no son suficientes acudirán al endeudamiento (Frank y Goyal, 2003).

La selección adversa se verá reducida por el aumento de la calidad informativa de la empresa, como puede ser la capacidad de autofinanciación, un mayor poder en el mercado, mayor tamaño, empresas que ya sean clientes del acreedor, pertenencia a sectores regulados y empresas con calificación por agencias especializadas (Menéndez, 2001).

❖ **Riesgo moral**

Mientras que la selección adversa se origina con asimetrías informativas “ex ante”, una vez comenzada la relación entre las partes, la información asimétrica “ex post” da lugar al riesgo moral. Los problemas de riesgo moral en la empresa surgen del incentivo que tienen los directivos para tomar decisiones en beneficio propio, dadas las dificultades de los accionistas para controlar sus decisiones una vez obtenida la financiación; así, como de la dificultad que tienen los acreedores para controlar el comportamiento financiero de los accionistas. La discrecionalidad directiva supondrán en algunas ocasiones que una vez conseguida la financiación se empleen los fondos en otros proyectos con un mayor riesgo, diferentes de aquellos para los que se había obtenido la financiación, fomentando su beneficio personal (Bryant, 1980).

Dado que en presencia de información asimétrica los directivos manifiestan comportamientos oportunistas, los accionistas aplicarán controles para vigilar sus decisiones (Ross, 1973; Harris y Raviv, 1976). Estos controles incentivarán a los directivos a alinear sus objetivos con los de los accionistas, propósito que busca la emisión de deuda en la medida que facilita la supervisión de la empresa por los mercados financieros y reduce los fondos de libre disposición (Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986; Ang et al, 2000; Suriñach et al, 2005; Steijvers y Voordeckers, 2009).

El endeudamiento aumenta la probabilidad de quiebra con las consiguientes consecuencias para los directivos de pérdida de reputación, incentivos, etc; así podemos decir, que cuando la dirección toma la decisión de endeudarse modifica su esquema de intereses alineándolos con los de los accionistas. El efecto incentivo no surge por la modificación de la estructura financiera sino por el deseo de la dirección de evitar la quiebra (Azofra y De Miguel, 1990; Menéndez, 2001; Brick y Palia, 2007).

El aumento de la deuda, además de someter a la empresa a la supervisión de los mercados financieros reduce el riesgo moral al estrechar los márgenes de discrecionalidad directiva, permitiendo aminorar los costes de agencia de los flujos de caja de libre disposición (Jensen, 1986). La deuda reduce los incentivos de la dirección para proceder a una asignación ineficiente de los recursos debido a que la empresa se compromete a retornar parte de los fondos generados al mercado de capitales.

En la medida que sea mayor la participación de la dirección en la propiedad del capital de la empresa, conseguiremos que la dirección vincule sus objetivos con los del resto de accionistas, minimizando los conflictos de intereses (Azofra et al, 2007). También la concentración del capital facilita un mayor control accionarial de la dirección (Friend y Lang, 1988; Agrawal y Nagarajan, 1990; De Andrés et al, 2000; Ergungor, 2004).

Asimismo, la relación entre directivos y acreedores también origina problemas de riesgo moral, ya que una vez concedida la deuda es muy difícil controlar el uso del dinero por parte de los acreedores financieros. Se originaran situaciones oportunistas como la distribución inesperada de dividendos, endeudamientos posteriores y la realización de inversiones subóptimas (Smith y Warner, 1979). Cuanto más claro este el comportamiento oportunista de la dirección, los acreedores impondrán mayores costes a la financiación, así como la exigencia de mayores garantías. Como consecuencia se producirán racionamientos en el crédito, ya que los proyectos deberán ser más rentables para compensar el incremento en el tipo de interés, y los acreedores no estarán incentivados para financiar proyectos arriesgados si no es con garantías adicionales que respondan del cobro (Friend y Lang, 1988; Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006; Menkhoff et al, 2006).

La influencia que la información asimétrica tiene en la estructura financiera de la empresa ha dado lugar al desarrollo de dos teorías relacionadas (Harris y Raviv, 1991): la teoría de señales, para la cual la estructura financiera de la empresa es utilizada por los mercados financieros como fuente de transmisión de información (Leland y Pyle, 1977; Ross, 1977); y la teoría de la jerarquía de preferencias, en la cual la estructura financiera nos da información de cómo se han financiado los proyectos de inversión en un entorno de información asimétrica (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

2.4.1 | Teoría de Señales

La presencia de información asimétrica condiciona que los accionistas y acreedores se encuentren con dificultades para evaluar la información suministrada por los directivos, que son quienes disponen de la información real sobre la marcha de la empresa y de las expectativas de los nuevos proyectos (Marris, 1963). Situación que se podrá solucionar mediante la introducción de mecanismos de control que transmitan información, de tal manera que solamente se financien aquellos proyectos con rentabilidades positivas (Akerlof, 1970).

Sin embargo, la existencia de riesgo moral impide que podamos validar la fiabilidad de la información que obtenemos del mercado, obligándonos a considerar las decisiones que toman los directivos como señales informativas de la evolución positiva o negativa de la empresa. La teoría de señales considera que los cambios en la estructura financiera de la empresa así como las modificaciones de la política de dividendos, deben ser considerados como señales que emite la empresa al mercado para valorar la salud financiera de la empresa y la evolución futura (Harris y Raviv, 1991; Ayala, 2002; Acedo, 2005).

Los primeros que expusieron la teoría de señales fueron Ross (1977) y Leland y Pyle (1977). La teoría de señales analiza los beneficios y los costes que suponen los anuncios en los cambios de la estructura de capital, el reparto de dividendos, el anuncio de beneficios, la decisión de inversión, la recompra de acciones, la ampliación de capital, el rescate de obligaciones convertibles, así como la negociación de acciones por los agentes internos, tomados como señales informativas (Menéndez Requejo, 1995).

Las dificultades de los inversores para evaluar la información suministrada por los directivos, así como el interés de los directivos de comunicar lo que les favorece, provocará situaciones de selección adversa o antiselección; en las que los inversores valorarán la información que reciben suponiendo la posibilidad más desfavorable para cubrirse del riesgo de que realmente lo sea (Stiglitz y Weiss, 1981; Myers y Majluf, 1984; Vendrell, 2008). Este hecho provoca que la empresa esté infravalorada, ya que los accionistas y acreedores no disponen de la información suficiente para valorar los proyectos de la empresa.

La infravaloración no perjudica solamente a los propietarios de las acciones sino también a los directivos, lo que lleva a estos a buscar fórmulas para comunicar al mercado de la manera más creíble y menos costosa, la información positiva de la empresa. Si los directivos que son los que tienen la información relevante no la pueden comunicar directamente al mercado por su importancia estratégica o por no ser creíble por su posible manipulación, entonces las decisiones directivas actuarán como señales informativas, de forma que a través de ellas los mercados tendrán información sobre las expectativas de los directivos sobre la empresa.

Los aumentos en el endeudamiento son interpretados por los mercados como una señal de oportunidades positivas de inversión, así como de escasas posibilidades de quiebra (Ross, 1977). Si los directivos valorasen la existencia de una alta probabilidad de quiebra no estarían interesados en incrementar el

endeudamiento, puesto que la insolvencia de la empresa repercutiría gravemente en su prestigio profesional y perjudicaría su situación dentro de la empresa (Ross, 1977; Harris y Raviv, 1991). Los directivos estarán incentivados en recurrir a la deuda como señal informativa puesto que el valor de las acciones se incrementa como consecuencia de la valoración positiva que hace el mercado de los aumentos de la deuda. Con esta decisión dado el interés de los directivos por evitar la quiebra, indicará que el riesgo de insolvencia no es relevante (Masulis, 1983; Copeland y Lee, 1991; Barclay y Smith, 1999).

De forma contraria, las ampliaciones de capital se manifiestan como señales informativas negativas y ante su anuncio desciende el valor de las acciones de la empresa (Masulis, 1983; Myers y Majluf, 1984). El hecho de que los directivos dispongan de una información más completa que los accionistas sobre la situación en la que se encuentra la empresa y sean ellos mismos quienes deciden las ampliaciones de capital, hace que los inversores piensen que las ampliaciones de capital se llevan a cabo en periodos en que las acciones están sobrevaloradas, evitando ampliar capital si las acciones están infravaloradas.

Los directivos no están interesados en emitir títulos a no ser que las acciones estén sobrevaloradas, ya que si las acciones están infravaloradas los nuevos accionistas pagarían un precio inferior a su valor, provocando una reducción del valor de la empresa que perjudica tanto los intereses de los accionistas como los de los directivos.

De acuerdo con lo anterior, el anuncio de una ampliación de capital provoca un efecto de selección adversa, puesto que la falta de información hace que los accionistas se sitúen en la peor opción suponiendo que las acciones están sobrevaloradas. Así, dado que los directivos poseen mayor información sobre el valor real de las acciones y teniendo en cuenta el incentivo que tienen para emitir acciones cuando están sobrevaloradas, cabe esperar que los accionistas valoren

el anuncio de una ampliación de capital como una señal negativa que disminuye el valor de la empresa (Asquith y Mullins, 1986; Jung et al, 1996).

Las asimetrías informativas que encontramos entre los oferentes y los demandantes de fondos ponen de manifiesto la utilidad de las decisiones financieras como señales informativas de la salud financiera de la empresa. Las decisiones financieras adoptadas por la empresa afectarán al valor de mercado de la sociedad y por lo tanto, los inversores no serán indiferentes a la estructura de capital adoptada por la empresa.

2.4.2 | Teoría de la Jerarquía de Preferencias o “*Pecking Order*”

La teoría de la jerarquía de preferencias fue desarrollada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), basada en los argumentos expuestos anteriormente por Donaldson (1961). Esta teoría se desarrolla en entornos con existencia de información asimétrica, por lo que los directivos poseerán información privilegiada sobre la evolución de la empresa que condicionará que los acreedores financieros soliciten mayor aportación de garantías e incrementos en el precio de la financiación.

Esta teoría no reconoce que exista una estructura financiera óptima, como indica la teoría del equilibrio estático o “*trade-off*”, sino que es el resultado de los procesos de financiación de las inversiones teniendo en cuenta la retención de los beneficios. Así, cuanto mayores sean los resultados menor necesidad de utilizar el endeudamiento (Fama y French, 2002). La estructura financiera de la empresa es consecuencia de las decisiones financieras tomadas en el pasado (Acedo, 2005; Azofra et al, 2007).

La teoría de la jerarquía de preferencias establece que el comportamiento financiero de la empresa está basado en un orden jerárquico, consecuencia de la existencia de información asimétrica y de los costes asociados a cada una de las fuentes financieras (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). En presencia de información asimétrica el coste de los recursos ajenos es mayor que el coste de los recursos propios. Por este motivo las empresas prefieren primeramente financiarse mediante fondos generados internamente, si estos recursos no son suficientes para realizar las inversiones necesarias recurrirán a la financiación externa: en primer lugar emitirán deuda y en último lugar, acudirán a la emisión de acciones (Frank y Goyal, 2009). A medida que avanzamos en la escala jerárquica aumentan los costes para la obtención de fondos.

Myers y Majluf (1984) formulan su teoría basándose en los costes de información asimétrica, resultado de la información privada que manejan los directivos de la empresa acerca de los rendimientos esperados de los proyectos que se van a realizar, y en que la dirección actúa defendiendo los intereses de los antiguos accionistas. Si la empresa cuenta con fondos generados internamente, financiará todos aquellos proyectos que tengan valor actual neto positivo. Pero si pretende financiar algún proyecto mediante ampliaciones de capital, la ampliación de capital tendrá un efecto negativo para el accionista ya que en situaciones de información asimétrica los mercados financieros interpretan que las acciones están sobrevaloradas descendiendo su precio.

Para evitar los efectos negativos de las ampliaciones de capital, los directivos acudirán a las fuentes de financiación no afectadas por los costes de información asimétrica, como son los recursos generados internamente (Azofra et al, 2007). Si no son suficientes, la empresa recurrirá a la siguiente fuente financiera menos afectada por los costes de información, la deuda; y en último lugar a las ampliaciones de capital (Myers, 1984).

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

Según se desprende de esta teoría, las empresas tenderán a estar más endeudadas cuanto menor sea su capacidad para generar fondos internamente y tengan mayores oportunidades de crecimiento. Es decir, existirá una relación inversa entre el ratio de endeudamiento y la rentabilidad de la empresa (Titman y Wessel, 1988; Rajan y Zingales, 1995; Fama y French, 2002; Frank y Goyal, 2003; Aybar et al, 2004; Azofra et al, 2007; Frank y Goyal, 2009).

No obstante, debemos señalar que el modelo expuesto por Myers y Majluf (1984) tiene dos limitaciones importantes, la primera es que está pensado en el mercado norteamericano donde los aumentos de capital se realizan mediante ventas en firme y no mediante derechos de suscripción preferente, como en el resto del mundo. Y en segundo lugar, es que está basado en empresas cotizadas en bolsa, por lo que dejan fuera a la mayor parte de las empresas (Sánchez-Vidal y Martín-Ugendo, 2004).

2.4.2.1 | Adaptación de la teoría de la jerarquía de preferencias a las pymes

Diversas aportaciones teóricas han intentado adaptar la teoría de la jerarquía financiera a las pequeñas y medianas empresas, intentado explicar como la información asimétrica afecta a este tipo de sociedades. La existencia de asimetrías informativas es mayor en las empresas de menor dimensión (Fama y French, 2002; Frank y Goyal, 2003; Acedo, 2005), por lo que esta teoría se ha aplicado en el entorno de las pymes tratando de explicar su comportamiento financiero

La mayor parte de los estudios empíricos han demostrado que las pymes siguen los dictados de la teoría del “pecking order” y recurrirán mayoritariamente a la deuda cuando necesitan financiación externa (Sogorb, 2002). Uno de los primeros trabajos que establecieron esta relación es el realizado por Holmes y Kent (1991), para quienes las pymes tienen mayor dificultad para acceder a los mercados de capitales, así que su financiación se reduce a los beneficios retenidos y a la deuda. Como consecuencia, la principal fuente de financiación a largo plazo de las pymes es la autofinanciación.

En las pymes los directivos son frecuentemente los propietarios, por lo que no querrán perder la propiedad y el control de la empresa con ampliaciones de capital (Hamilton y Fox, 1998). Las ampliaciones de capital harán que los actuales propietarios reduzcan su participación en la empresa y por tanto verán reducido su nivel de control sobre la sociedad, con lo cual los accionistas-propietarios serán contrarios a la emisión de acciones, recurriendo como fuente privilegiada a la autofinanciación (Frank y Goyal, 2009).

El mantenimiento del control se convierte en un objetivo prioritario para las empresas de reducida dimensión que añadido a sus fuertes asimetrías informativas, provoca que los acreedores financieros exijan mayores garantías e incrementos en el precio de la financiación, por la mayor probabilidad de desplazamiento del comportamiento financiero acordado (Lubatkin et al, 2005; Steijvers y Voordeckers, 2009). Las pymes soportarán mayores restricciones financieras que las empresas de mayor tamaño y sufrirán un mayor racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1981; Steijvers y Voordeckers, 2009; Larrán et al, 2010).

Son numerosos los trabajos empíricos realizados para intentar comprobar si la teoría de la jerarquía financiera se cumple. Así, Watson y Wilson (2002) observan que para el mercado británico, las empresas que tienen mayor concentración

accionarial y menor separación entre accionistas y directivos siguen en mayor medida una jerarquía financiera de preferencias.

De forma contraria, Frank y Goyal (2003) encuentran para un grupo de empresas americanas que las pymes con alto crecimiento no siguen generalmente el orden de jerarquía, mientras que existe un mayor seguimiento de la jerarquización financiera según aumenta el tamaño de las empresas.

Así, las empresas más rentables que mantengan niveles de inversión constantes, recurrirán en menor medida a la deuda ya que financiarán los nuevos proyectos con fondos generados internamente. Existen numerosos estudios que ratifican una relación inversa entre la rentabilidad económica y el nivel de endeudamiento (De Miguel y Pindado, 2001; Mira y García, 2002; Sogorb, 2002; Aybar et al, 2004; Boedo y Calvo, 2004; Sánchez Andujar, 2004; Acedo, 2005; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011).

2.5 | Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa

Como hemos expuesto anteriormente, para tratar de responder al interrogante sobre si existe o no una estructura financiera óptima se han desarrollado varias teorías, siendo las más destacadas, la teoría del equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias. Pero ni estas, ni ninguna otra teoría, puede dar una explicación general de la estrategia de financiación de la empresa (Myers, 2001).

Aún aceptando la validez de los modelos teóricos expuestos, que intentan explicar la realidad financiera de las empresas, tenemos que tener en cuenta que existe otra corriente de investigación complementaria que destaca la existencia de una serie de factores que influyen en las decisiones financieras que toman las empresas. Esta corriente de investigación aboga por que la empresa selecciona

su estructura financiera en función de los beneficios y los perjuicios que le ocasiona la elección entre el capital propio y la financiación ajena (Titman y Wessels, 1988). Sus seguidores defienden que existen numerosos factores financieros, características de la empresa y del entorno, que determinan sus decisiones financieras, influyen en su estructura de capital y por tanto, en su valor de mercado.

Así, el nivel de deuda de la empresa es el resultado de la interacción de factores de diversa índole como son empresariales, sectoriales, legales o institucionales y factores macroeconómicos (Titman y Wessels, 1988; De Miguel y Pindado, 2001; Lemmon y Zender, 2001; Vendrell, 2008). Por tanto, el valor de la empresa depende de múltiples factores, algunos internos y otros externos a la empresa.

Aunque la literatura manifiesta que son muchos los factores que influyen en el endeudamiento empresarial, el objetivo de nuestro trabajo es determinar cuáles de ellos son los más importantes y tienen un mayor peso en las decisiones financieras que toma la empresa.

Existen numerosos trabajos que identifican diversos factores que influyen en el nivel de endeudamiento, pero sus resultados no son concluyentes. Así, para Harris y Raviv (1991) el nivel de endeudamiento estará influenciado positivamente por los activos fijos, los escudos fiscales alternativos a la deuda, el nivel de inversión y el tamaño de la empresa; mientras que tendrán una influencia negativa la volatilidad de los beneficios, las oportunidades de inversión, los gastos de publicidad, la probabilidad de quiebra y la rentabilidad.

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

flujos de caja, la intensidad de la inversión en activos fijos y la existencia de oportunidades de inversión.

En una investigación reciente realizada por Frank y Goyal (2009), a partir de un amplio conjunto de factores que se habían utilizado en investigaciones anteriores, encuentran que solamente seis factores tienen influencia en la estructura de endeudamiento de la empresa: el sector en que compete la empresa, las garantías colaterales aportadas por los activos fijos, la relación entre el valor de mercado y el valor en libros, la generación de flujos de caja, el tamaño y la inflación.

Aunque muchos autores (Bradley et al, 1984; Titman y Wessels, 1988; Harris y Raviv, 1991; Wijst y Thurick, 1993) coinciden la mayor parte de las veces en la identificación de cuáles son los factores que influyen en mayor medida en la estructura financiera, los estudios empíricos demuestran que no se han identificado todos los factores relevantes en el diseño de la estructura de capital, puesto que los estudios no son concluyentes (Menéndez Alonso, 2001). Tampoco son coincidentes las investigaciones en el signo de la relación de cada uno de los factores y la deuda.

A continuación, pasamos a describir los factores que han sido considerados con mayor frecuencia en la literatura por su importancia, no despreciando por ello al resto de factores que también tienen influencia en la composición de la estructura de capital. Además, analizaremos como es la relación esperada entre los factores que hemos considerado como determinantes y el nivel de endeudamiento, a la vista de los postulados de la teoría del equilibrio estático y de la teoría de la jerarquía de preferencias.

2.5.1 | Oportunidades de inversión y crecimiento

La importancia que la variable oportunidades de inversión y crecimiento tiene sobre la tasa de endeudamiento radica en el impacto que dicha variable puede tener en la creación de valor para la empresa. Las oportunidades de crecimiento representan expectativas futuras de beneficios.

La teoría del equilibrio estático defiende que cuanto mayor sean las oportunidades de inversión y crecimiento menor será la tasa de endeudamiento de la empresa (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977).

Las oportunidades de inversión y crecimiento se relacionan normalmente con la inversión en activos intangibles. Teniendo en cuenta los costes de insolvencia, la presencia de activos intangibles dificulta la obtención de financiación, puesto que el valor de estos activos en caso de liquidación es prácticamente nulo. Esto supone que para la empresa será muy costoso endeudarse, por lo que recurrirán principalmente a los recursos propios para financiar las oportunidades de crecimiento (Rajan y Zingales, 1995; Frank y Goyal, 2003).

Pero esta opinión no es unívoca, otros autores esperan una relación positiva entre la inversión en intangibles y el nivel de endeudamiento, puesto que la capacidad para generar ventajas competitivas supondrán mayores garantías para los acreedores (Capon et al, 1990; Menéndez Alonso, 2001; González y González, 2007).

Las oportunidades de crecimiento o inversión en activos intangibles representan, además de mayores dificultades en cuanto a acceso y precio de la deuda, un incremento sustancial en los costes de agencia. Los costes de agencia que encontramos entre accionistas y directivos están totalmente influenciados por esta variable.

Desde el punto de vista de los costes de agencia, la utilización excesiva de deuda conduce a abandonar ciertos proyectos de inversión con valor actual neto positivo, dándose el problema de la subinversión (Myers, 1984; Harris y Raviv, 1991). Las empresas muy endeudadas con altas oportunidades de crecimiento dejarán pasar oportunidades de inversión rentables ya que todo el riesgo financiero lo asumen los accionistas mientras que solamente reciben una pequeña parte del beneficio (Arosa, 2009) Por ello las empresas con altas oportunidades de crecimiento preferirán emitir menos deuda y presentarán bajos niveles de deuda (Correa, 2007).

Ante ausencia de oportunidades de crecimiento la deuda puede jugar un papel disciplinante en el uso de los recursos (Myers, 1984; Stulz, 1990; Jung et al, 1996). Basándonos en las bondades de la utilización de la deuda, podemos decir, que las empresas con ausencia de oportunidades de crecimiento y altos flujos libres de caja presentarán altos niveles de endeudamiento. En el caso contrario, las empresas con importantes oportunidades de crecimiento presentarán bajos niveles de deuda, puesto que no será necesaria la emisión de deuda como efecto disciplinante.

Otro problema que podemos encontrar entre accionistas y acreedores hace referencia a la inversión en proyectos excesivamente arriesgados. Los accionistas serán partidarios de invertir en proyectos arriesgados que les puedan reportar grandes beneficios, mientras que los obligacionistas serán partidarios de lo contrario ya que querrán invertir en proyectos con un menor riesgo que les permita recuperar con mayor seguridad sus aportaciones.

Una manera de controlar este tipo de problemas consiste en financiar las oportunidades de crecimiento mediante la utilización de recursos propios en vez de deuda. Cuanto mayor sean las oportunidades de crecimiento de la empresa,

menor será su ratio de endeudamiento (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Bradley et al, 1984; Jensen, 1986; Smith y Watts, 1992; Rajan y Zingales, 1995; Jung et al, 1996; De Andrés et al, 2000; Fama y French, 2000; Antoniou et al, 2002; Fattouh et al, 2002; Acedo, 2005; Gaud et al, 2005; Huang y Song, 2006; Kayo y Kimura, 2011).

Desde el punto de vista de la jerarquía de preferencias, se espera que el nivel de deuda de la empresa se incremente cuando las necesidades de inversión demanden más recursos que los generados internamente. De modo que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento, necesitarán recurrir a la deuda externa puesto que la empresa no generará suficientes recursos internos para financiar ese crecimiento. Por lo tanto existirá una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento de la empresa y su nivel de deuda (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984; De Andrés et al, 2000; Azofra et al, 2007). Cuando la empresa no genere los fondos suficientes, recurrirá a la deuda, que es la segunda fuente financiera en el orden de preferencias, siguiendo la teoría de la jerarquía en las fuentes financieras (Wijst, 1989; De Miguel y Pindado, 2001; Harris y Raviv, 1991; Lasfer, 1996; Goyal et al, 2002; Azofra et al, 2004; Boedo y Calvo, 2004; González y González, 2007; Adam y Goyal, 2008).

La variable oportunidades de crecimiento se ha medido de muy diferentes formas, una de ellas es mediante el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable de la empresa o valor según libros (Harris y Raviv, 1991). Se relacionan las oportunidades de crecimiento con el valor de mercado de la empresa, ya que se entiende que en un mercado eficiente el precio de las acciones reflejarán los futuros "cash flow" que recogen las expectativas de crecimiento. Los valores contables no recogen las expectativas de beneficios, por tanto el ratio indicará las veces que puede crecer la empresa. Utilizando los mismos factores Correa (2007) mide la variable por la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable, dividido por el total de activos.

Para Fama y French (2002) el ratio de crecimiento de los activos sirve como indicador de la capacidad de inversión de la empresa. También se ha utilizado como medida para valorar las oportunidades de crecimiento la variación del activo total (Titman y Wessels, 1988). Otras variables utilizadas para medir las oportunidades de crecimiento, han sido los gastos en marketing; en investigación, desarrollo e innovación; y los gastos en inversión (Vendrell, 2005).

2.5.2 | Estructura de propiedad

La estructura de propiedad con la que cuenta la empresa es otro factor que afecta a su estructura de capital (Azofra et al, 2007). La separación que se produce entre la propiedad de la empresa y el control de las decisiones gerenciales, como consecuencia de la dispersión del accionariado de las empresas producirá consecuencias económicas para cada accionista, ya que tendrá pocos incentivos personales para incurrir en la supervisión de la labor de la gerencia (De Andrés et al, 2000). La dispersión de la propiedad favorece la discrecionalidad directiva para conseguir objetivos contrarios a los intereses de los accionistas.

La concentración de la propiedad se considera como un mecanismo efectivo de control de los directivos y del nivel de endeudamiento (Stiglitz, 1985; Jensen, 1986; McConnell y Servaes, 1990; Ergungor, 2004). La concentración accionarial facilita una mayor supervisión de las decisiones de la empresa, reduciendo los conflictos de intereses entre accionistas y directivos (Jensen, 1986; Brick y Palia, 2007; Steijvers y Voordeckers, 2009).

Pero también la concentración de la propiedad puede tener consecuencias negativas en empresas con altas oportunidades de crecimiento, la propiedad en pocas manos puede conducir a limitar el crecimiento de la empresa,

desaprovechando importantes ventajas como las economías de escala (Galve y Salas, 1993; De Andrés et al, 2000). Para Burkart et al (1997), la presencia de oportunidades de crecimiento en empresas con alta concentración de la propiedad producirá el rechazo de proyectos rentables que requieren importantes inversiones.

El papel que desempeña la deuda en la alineación de los intereses entre accionistas y directivos, es de signo contrario en función de lo dispersa o concentrada que esté la propiedad. En caso de que la propiedad este muy dispersa, los accionistas estarán a favor de la utilización del endeudamiento, ya que es un mecanismo de control que facilita el alineamiento de los objetivos de la dirección con los de los accionistas y reduce los posibles comportamientos oportunitas de los directivos (Jensen y Mackling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Cuando la propiedad esta muy concentrada, la dirección estará en contra de la utilización del endeudamiento prefiriendo la autofinanciación, porque de esta manera elimina la supervisión de los mercados financieros y mantiene la discrecionalidad en la utilización de los flujos de caja de libre disposición (Jensen, 1986; Barton y Gordon, 1988; Nam et al, 2003; Alouche et al, 2008).

Los problemas de alineación de intereses entre accionistas y directivos se pueden solucionar mediante la participación de la dirección en la propiedad y con la concentración de la propiedad, ya que existe una relación inversa entre nivel de endeudamiento y participación de los directivos en la propiedad (Friend y Lang, 1988; Agrawal y Nagarajan, 1990). La participación de uno o varios accionistas en el control de la sociedad hará que la empresa sea más proclive a la utilización de la deuda para financiar las oportunidades de inversión (Azofra et al, 2007).

Para algunos autores, los problemas de agencia entre accionistas y directivos disminuyen según aumenta la participación de los directivos en el capital social, y más concentrada está su estructura de propiedad (Stulz, 1988; Harris y Raviv, 1988; García-Borbolla et al, 2009). La concentración accionarial contribuirá a reducir los potenciales problemas de agencia entre directivos y propietarios, permitiendo a la empresa recurrir a las fuentes externas de financiación para sus oportunidades de crecimiento (Azofra et al, 2004).

Watson y Wilson (2002) observan que para el mercado británico, las empresas con mayor concentración accionarial y menor separación entre accionistas y directivos siguen en mayor medida la jerarquía de preferencias financieras. El mismo resultado obtienen para el caso español Azofra et al (2007).

Sin embargo, diversos estudios empíricos muestran la existencia de una relación inversa entre el nivel de endeudamiento y la participación de los directivos en la propiedad (Friend y Lang, 1988; Agrawal y Nagarajan, 1990; Jensen et al, 1992). Del mismo signo parece ser la relación entre el endeudamiento y la concentración del capital para evitar riesgos de insolvencia (Gallo y Vilaseca, 1996; Mahérault, 1998; McConaughy et al, 2001; Nam et al, 2003; Allouche et al, 2008).

Por otra parte, existe otro grupo de autores para los cuales la relación entre estructura de propiedad y endeudamiento no es lineal, sino que el nivel de endeudamiento de la empresa será consecuencia del porcentaje de capital que poseen los accionistas. Así, cuanto más dispersa esté la propiedad más riesgo se estará dispuesto a asumir colectivamente, por lo que la empresa estará dispuesta a asumir proyectos más arriesgados tanto por su naturaleza como por el volumen de inversión (Brailsford et al, 2002; De La Bruslerie, 2004).

En las empresas con dispersión del capital fuerte, la relación entre endeudamiento y estructura de capital tendrá forma de U invertida. El nivel de endeudamiento

crecerá hasta que los accionistas tengan un determinado porcentaje del capital, a partir del cual disminuirá el endeudamiento (Latrous, 2007). Los accionistas con un importante porcentaje del capital desearán garantizar sus inversiones limitando la financiación mediante deuda, reduciendo de esta manera el riesgo de quiebra. De esta forma la relación entre el nivel de deuda y la estructura de capital no es lineal.

2.5.3 | Sector de actividad empresarial

Definiremos industria o sector industrial como el conjunto de empresas que desarrollan una misma actividad económica y venden un producto bien definido o una línea de productos afines (Acedo, 2005). El sector de actividad al que pertenece la empresa condicionará su estructura financiera, ya que cada sector posee rasgos distintivos que influirán en su nivel de endeudamiento (Jiménez y Palacín, 2007). Uno de los primeros trabajos al respecto lo realizaron Schwartz y Aronson (1967), demostrando la importancia que para la estructura financiera de la empresa representa el sector industrial.

La teoría del equilibrio estático defiende que el sector de actividad al que pertenece la empresa condicionará su política financiera, así como su nivel de endeudamiento, puesto que cada negocio tendrá unas características financieras que condicionarán su nivel de endeudamiento (Acedo, 2005). El ratio medio del sector se convierte así en el objetivo financiero de la empresa (Marhs, 1982; Shyam-Sunder y Myers, 1999), sustituyendo al ratio óptimo de la estructura de capital de la empresa (Lev, 1969; Bradley et al, 1984; Harris y Raviv, 1991; Hovakimian et al, 2001; Faccio y Masulis, 2005).

La empresa formulará políticas financieras orientadas a ajustar el apalancamiento financiero de la empresa al apalancamiento financiero medio del sector en que actúa la empresa, constatándose que existe un cierto ajuste de la estructura de

capital de las empresas al promedio del sector al que pertenecen (Lev, 1969; Bradley et al, 1984; Harris y Raviv, 1991; Hovakimian et al, 2001; Ménendez Requejo, 2001; Acedo, 2005; Jiménez y Palacín, 2007; Frank y Goyal, 2009)

Este ajuste a la estructura de capital del sector no se produce de forma instantánea, puesto que la empresa está sujeta a restricciones financieras internas y externas (De Miguel y Pindado, 2001). Por ello además del ratio de endeudamiento medio del sector, existen una serie de variables internas y externas que actuarán como factores determinantes de la estructura de capital de la empresa (Hovakimian et al, 2001). Cuanto más eficientes sean los mercados financieros más rápido será el ajuste al ratio óptimo (Azofra et al, 2007).

El efecto derivado de la pertenencia de una empresa a un determinado sector puede ser consecuencia de las diferencias sistemáticas entre sectores en cuanto a variables relativas al tamaño de las empresas, la variabilidad de sus beneficios, la importancia relativa de los costes de quiebra o por razones puramente fiscales (Ross et al, 2001; Lemmon et al, 2008).

Parece demostrado que las empresas que trabajan en sectores sujetos a regulación presentan una mayor utilización intensiva de deuda, al reducirse el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores. La regulación hace que se reduzca la discrecionalidad de la empresa en la adopción de sus políticas de inversión limitando el riesgo de sustitución de activos, lo que facilita la financiación mediante deuda (Bradley et al, 1984; Smith y Watts, 1992; Rajan y Zingales, 1995). Por ello suele darse una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de las empresas y su pertenencia a sectores regulados (Frank y Goyal, 2009).

Diversos autores ponen de manifiesto que existen diferencias sectoriales apreciables tanto en el nivel como en la composición del endeudamiento (Acedo, 2005). Los sectores con una mayor tasa de endeudamiento serían los sectores

energéticos y tecnológicos, con una estructura productiva más intensiva en capital (Vendrell, 2008). Por su parte, Segura y Toledo (2003) concluyen que las empresas que actúan en sectores de demanda expansiva y que utilizan intensivamente la tecnología, presentan un menor endeudamiento y un menor coste de la deuda.

Por su parte, para la teoría del “pecking order” la pertenencia a un determinado sector no provoca ningún efecto en su estructura financiera (Myers, 1984). El principal determinante de la estructura de capital de la empresa lo constituyen los factores particulares de la propia empresa, teniendo menos importancia los factores relacionados con la industria (Rumelt, 1991; Balakrishnan y Fox, 1993; Fernández Sánchez et al, 1998; Claver et al, 2002; McKay y Phillips, 2002; Segura y Toledo, 2003).

Existen numerosos trabajos que ponen de manifiesto que no aparecen diferencias significativas en la estructura de capital en las empresas pertenecientes a la misma industria, mientras que si son manifiestas las diferencias interindustriales (Schamalensee, 1985; Wernerfelt y Montgomery, 1988; Lemmon et al, 2008).

2.5.4 | Tamaño de la empresa

El tamaño de la empresa constituye otro factor que afecta su nivel de endeudamiento y son numerosos los estudios que han intentado explicar la relación entre tamaño y endeudamiento. Uno de los primeros trabajos, realizado por Fazzari et al (1988), demuestra que existen diferencias significativas en la estructura por plazos de la deuda, la política de distribución de beneficios y la importancia del crédito bancario según el tamaño de la empresa.

Diferentes argumentos permiten explicar la relación que existe entre el tamaño de las empresas y su nivel de endeudamiento. Desde el punto de vista de la teoría del equilibrio estático el tamaño favorece el nivel de endeudamiento, debido a que las empresas más grandes están más diversificadas y por lo tanto tienen un menor riesgo de quiebra; además, las empresas más grandes tendrán menores costes de agencia (Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009).

La menor probabilidad de quiebra y la menor importancia de los costes de quiebra en las empresas de mayor tamaño podrían explicar la relación positiva que se establece entre el tamaño y el endeudamiento (Ocaña et al, 1994; Banerjee et al, 1999; Menéndez, 2001; Frank y Goyal, 2000; Fattouh et al, 2002; López y Sánchez, 2007). Las empresas de mayor dimensión podrán tener un mayor grado de diversificación de sus negocios, reduciendo el nivel de riesgo de la empresa y en consecuencia, podrán aumentar su nivel de endeudamiento (Barton y Gordon, 1988; Titman y Wessels, 1988; Rajan y Zingales, 1995; Fattouh et al, 2002).

Menéndez (2003) en un estudio realizado para el caso español, no encontró una relación significativa entre la tasa de endeudamiento y el nivel de diversificación de la actividad de la empresa.

Por su parte Vendrell (2008) y Frank y Goyal (2009) defienden que los costes de agencia son menores en las empresas de mayor tamaño. Los problemas de agencia son mayores en las empresas pequeñas debido a su opacidad informativa. El control por parte de los acreedores financieros será más difícil y costoso, por lo que los prestamistas intentarán reducir sus costes de agencia solicitando mayores garantías (Brick y Palia, 2007). Las empresas de mayor tamaño tendrán más fácil el acceso a los mercados financieros ya que disponen de mayores garantías patrimoniales (Bradley et al, 1984; Titman y Wessels, 1988; Rajan y Zingales, 1995; Chittenden et al, 1996). Este incremento en la solicitud de

garantías dificultará el acceso a la financiación de las empresas de menor tamaño (Frank y Goyal, 2000; Fama y French, 2002; Gaud et al, 2005).

Las empresas que para el prestamista constituyan un mayor riesgo en cuanto al control y seguimiento de sus inversiones pagarán una prima, en función del riesgo, sobre el coste de la deuda. Este hecho encarecerá la financiación de las inversiones de las empresas de menor tamaño, provocando racionamiento del crédito y por tanto las empresas de pequeño o mediano tamaño presentarán menores ratios de endeudamiento (Stiglitz y Weiss, 1981; Holmes y Kent, 1991; Petersen y Rajan, 1994; Booth et al, 2001; Melle, 2001; Frank y Goyal, 2003; Acedo, 2005; Gaud et al, 2005; Larrán et al, 2010).

En las pequeñas y medianas empresas, su tamaño condiciona los costes de emisión, distribución y registro de los nuevos títulos; la mayor parte de los costes de ampliar capital son fijos por lo que en las empresas de menor tamaño no se crean economías de escala (Wijst y Thurik, 1993; Berger y Udell, 1998). Esta situación favorecerá que las empresas de reducida dimensión tengan una mayor dependencia del crédito bancario al no poder acceder a fuentes financieras alternativas (Mato, 1990).

Las grandes empresas tienen mayor facilidad para acceder a la financiación externa, lo que implicará tener un mayor coeficiente de endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995; Romano et al, 2000; De Miguel y Pindado, 2001; Menéndez, 2001; Antoniou et al, 2002; Sogorb, 2002; Sánchez Andujar, 2004; Acedo, 2005; Bougheas et al, 2006; Jiménez y Palacín, 2007; Vendrell, 2008). Pero a su vez, también debemos reconocer que poseen mayor capacidad para generar recursos propios lo que les haría depender menos de la financiación externa (López y Aybar, 2000; Segura y Toledo, 2003). Estos dos efectos de signo opuesto pueden ser la causa de que los estudios empíricos no hayan alcanzado resultados concluyentes

También el hecho de que exista información asimétrica entre la empresa que quiere financiar un proyecto y los mercados financieros, puede servir para explicar por sí mismo, las diferencias que se dan entre empresas tanto en el coste de la financiación que soporta como en la composición de su estructura financiera (Voordeckers y Steijvers, 2006). Cabe esperar que a medida que aumenta el tamaño de la empresa, la información que recibe el mercado es de mayor calidad y más fiable, por tanto se reduce la información asimétrica y facilita el acceso a las diferentes fuentes de financiación, tanto ampliación de capital como endeudamiento (Fazzari et al, 1988; Menéndez, 2001; Murray y Goyal, 2003). La relación entre el tamaño y el endeudamiento inducida por la asimetría informativa será positiva, es decir, cuanto más grandes sean las empresas mayores tasas de endeudamiento presentarán (Titman y Wessels, 1988; Fama y French, 2002 Frank y Goyal, 2003; Gaud et al, 2005).

Sin embargo para otro grupo de autores la relación que se espera entre el tamaño y el nivel de deuda siguiendo los postulados de la teoría del “pecking order”, es inversa. Estos autores señalan que al tener menor asimetría informativa las grandes empresas tienen menos incentivos para emitir deuda, por lo que realizarán ampliaciones de capital, y por consiguiente presentan una relación inversa entre el tamaño y el nivel de endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995; Banerjee et al, 1999; Segura y Toledo, 2003; Frank y Goyal, 2003; González y González, 2007).

En un trabajo reciente realizado por Frank y Goyal (2009), encontraron que existe una relación inversa entre el tamaño de la empresa, la edad de la empresa y el apalancamiento. Esto es debido a que entienden que la mayor parte de las empresas de gran dimensión tienen mayor antigüedad que las pequeñas, y por consiguiente habrán conseguido acumular un mayor volumen de beneficios y recurrirán en menor medida al endeudamiento.

La menor información asimétrica que presentan las empresas grandes hará que las ampliaciones de capital sean una fuente de financiación más apetecible que la deuda, aunque la contemplan en último lugar. Para Frank y Goyal (2003) la menor asimetría informativa es un estímulo para la ampliaciones de capital, reduciéndose por tanto los niveles de endeudamiento.

También podemos encontrar numerosos trabajos a favor de la relación inversa entre el tamaño y la deuda para el caso español (López y Aybar, 2000; Campos, 2000; Calvo-Flores et al, 2000; Segura y Toledo, 2003; García y Martínez, 2004; González y González, 2007).

2.5.5 | Escudos fiscales alternativos a la deuda

Las deducciones fiscales también tienen un papel importante en la composición de la estructura de capital de la empresa. Como ya hemos explicado anteriormente, la teoría del “trade off” defiende la existencia de un nivel óptimo de endeudamiento para el cual los efectos positivos de la deuda superan el efecto contrario de los costes de quiebra maximizándose el valor de la empresa. Esta teoría defiende que existe una relación positiva entre el mayor tipo impositivo y el volumen de deuda.

Por lo tanto, la existencia de un impuesto que grava la obtención de beneficios influye sobre las decisiones de endeudamiento de la empresa, ya que los gastos financieros son deducibles en el impuesto de sociedades y se incentiva la utilización de la deuda como fuente de financiación (DeAngelo y Masulis, 1980; Bradley et al, 1984; Mackie-Manson, 1990).

Aunque la deuda presenta una ventaja fiscal frente a la financiación con recursos propios ya que los gastos financieros son deducibles, este efecto positivo del endeudamiento no es ilimitado. Por ello, la empresa no sólo tiene la deuda como instrumento para disminuir el pago de impuestos, sino que posee otras alternativas a los gastos financieros, como son: las amortizaciones, las provisiones, los gastos en I+D, las deducciones por inversión, compensación de pérdidas con beneficios futuros, etc; que reducirán el interés fiscal de la deuda disminuyendo su uso (DeAngelo y Masulis, 1980; Titman y Wessels, 1988; De Miguel y Pindado, 2001).

Estos autores señalan como argumento principal, que los altos niveles de deducciones fiscales diferentes a los intereses de la deuda (como pueden ser las deducciones por inversión o por depreciación del activo fijo), reducen la necesidad de recurrir al endeudamiento para beneficiarse de sus beneficios fiscales. Por tanto, según la teoría del equilibrio estático existirá una relación negativa entre el nivel de las deducciones fiscales alternativas a los intereses de la deuda y el grado de endeudamiento de una empresa.

Numerosos trabajos empíricos han confirmado la relación negativa entre las ventajas fiscales no derivadas de la deuda y el nivel de endeudamiento (De Angelo y Masulis, 1980; Graham, 2000; Fama y French, 2002; Acedo, 2005; Huang y Song, 2006).

Sin embargo también encontramos trabajos que han demostrado que existe una relación positiva significativa entre las ventajas fiscales no derivadas de la deuda y el endeudamiento (Bradley et al, 1984; Barclay y Smith, 1999; Antoniou et al, 2002).

La falta de unanimidad en los resultados que se desprenden de los estudios empíricos ha dado lugar a que diversos autores intenten explicar por qué se da

esta situación. Esta contradicción puede ser debida a la inclusión en los estudios empíricos de variables que estén correlacionadas con otras que también influyen sobre el nivel de deuda, impidiendo detectar una relación negativa entre el ratio de endeudamiento y las ventajas fiscales no derivadas de la deuda, como por ejemplo, la composición de los activos de la empresa (Menéndez, 2001; Boedo y Calvo, 2004).

También Harris y Raviv (1991) defienden que las deducciones fiscales alternativas a la deuda pueden estar asociadas a otras variables que afectan al volumen de deuda. Las empresas que disponen de créditos fiscales a la inversión o niveles altos de amortización, suelen coincidir en presentar altos niveles de activos tangibles, lo que supone para los prestamistas mayores garantías y por tanto serán más proclives a conceder crédito a las empresas (Balakrishnan y Fox, 1993).

De la misma forma, las empresas que pueden compensar pérdidas con beneficios en ejercicios futuros son las que peor están financieramente y por tanto, no podemos saber si su relación negativa con el nivel de endeudamiento se debe a la existencia de un efecto fiscal o a la presencia de costes de quiebra. Además las contradicciones halladas respecto al signo esperado de la relación entre el endeudamiento y las deducciones fiscales alternativas, también puede ser debido al diferente trato fiscal que cada país da a las desgravaciones fiscales.

Por último, la teoría del “pecking order” no contempla la idea de que los escudos fiscales alternativos a la deuda influyan en la política de endeudamiento de la empresa (Myers, 1984; Correa, 2007; Vendrell, 2008).

2.5.6 | Los fondos generados internamente por la empresa

De acuerdo con la teoría del equilibrio estático, debería de existir una relación positiva entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento de la empresa. Esta teoría defiende que un aumento del volumen de fondos autogenerados está asociado a un incremento del nivel de deuda (De Angelo y Masulis, 1980; Jensen 1986; Fama y French, 2002).

Debido a las imperfecciones del mercado y la existencia de impuestos sobre el beneficio empresarial, las empresas estarán incentivadas para utilizar deuda ya que los gastos financieros son un gasto fiscalmente deducible. Las empresas más rentables tienen un mayor incentivo para emplear deuda intentando reducir su carga fiscal (Menéndez, 2001). Un incremento en la rentabilidad de la empresa permitirá un aumento del endeudamiento para mantener el ratio de endeudamiento en el óptimo, a su vez implicará una mayor posibilidad de aplicar las deducciones fiscales provenientes de la deuda, además de una disminución de la probabilidad de quiebra (Hovakimian et al, 2004).

Por otro lado, la decisión de endeudarse por parte de la empresa es tomada por el mercado como una señal positiva, ya que el aumento de la deuda, dado el carácter obligatorio de los pagos originados por ella, indica que la rentabilidad que se generará en la empresa en el futuro será como mínimo suficiente para cubrir estos pagos (Scott, 1976; De Angelo y Masulis, 1980; Jensen, 1986; Banerjee et al, 1999; Fama y French, 2002; Gaud et al, 2005). Así, la empresa aumentará su nivel de endeudamiento cuando la rentabilidad esperada de sus inversiones sea lo suficientemente elevada para evitar situaciones de insolvencia (Harris y Raviv, 1991; Lemmon y Zender, 2001; Frank y Goyal, 2003).

Para la teoría de la jerarquía financiera se relaciona de forma negativa la rentabilidad con el nivel de endeudamiento (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984),

debido a las dificultades que tienen las empresas para acceder a la financiación externa y la gran flexibilidad que proporciona la autofinanciación.

Cabe esperar que las empresas más rentables, que son las que más recursos internos generan, sean las que menor nivel de endeudamiento presenten porque financiarán los nuevos proyectos con fondos autogenerados. Así, las empresas más rentables estarán menos endeudadas, mientras que las menos rentables serán las más utilicen financiación ajena (De Miguel y Pindado, 2001).

La mayoría de los estudios empíricos realizados sobre la influencia de la variable rentabilidad, confirman que la relación entre nivel de endeudamiento y rentabilidad de la empresa es negativa, ratificándose la teoría de la jerarquía de preferencias (Titman y Wessels, 1988; Jensen et al, 1992; Rajan y Zingales, 1995; Fama y French, 2000; De Miguel y Pindado, 2001; Myers, 2001; Fattouh et al, 2002; Azofra et al, 2004; Sánchez Andujar, 2004; Acedo, 2005; Gaud et al, 2005; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011).

2.5.7 | Coste de la deuda

La empresa dispone de diferentes fuentes para financiar sus inversiones, cada una de ellas con su propio coste. Por tanto, el coste de capital de la empresa será el sumatorio de los costes medios ponderados de cada una de las fuentes de financiación. La empresa optará por la financiación propia o ajena, en función de su capacidad de acudir a los mercados de capitales, y/o del acceso a la financiación a un precio razonable.

Con independencia de que la empresa desee mantener o no un ratio de endeudamiento constante, los recursos generados internamente afectarán

positivamente al coste del endeudamiento por dos motivos. El primero de ellos, es que una mayor autofinanciación provocará que la empresa no tenga que acudir al mercado externo donde los recursos se obtienen con un coste mayor, además de eludir las restricciones financieras que imponen los mercados en cuanto al volumen financiado. Con respecto al segundo motivo, cuando la empresa tenga que endeudarse forzosamente, obtendrá un interés menor de la deuda cuanto mayores sean sus recursos internos (Acedo, 2005).

Siguiendo la teoría del equilibrio estático y basándose en las deducciones fiscales, las empresas aumentarán su endeudamiento siempre que suba el tipo de interés ya que de esta forma sus deducciones fiscales serán mayores; defendiendo una relación positiva entre el endeudamiento y el coste de la deuda (Taggart, 1985; Gertler y Gilchrist, 1994; Frank y Goyal, 2004; Frank y Goyal, 2009).

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias, defiende que la relación entre el coste de la deuda y el endeudamiento es negativa (Antoniou et al, 2002; Bougheas et al, 2006). Dicha relación se explica por el hecho de que elevados tipos de interés provocan un aumento del coste medio ponderado, y por tanto una reducción en el valor de la empresa. Las empresas no querrán endeudarse a mayores tipos de interés puesto que habitualmente la financiación es un compromiso a varios años y no querrán comprometer la viabilidad de la sociedad a largo plazo.

Los directivos optarán por endeudarse ante anuncios de disminución del tipo de interés (White, 1974; Van Horne, 1977; Cuñat, 1999; Bougheas et al, 2006). En un trabajo realizado por Barry et al (2008), encuentran que las empresas recurren en mayor medida al endeudamiento cuando los tipos de interés son más bajos que los niveles históricos.

Las decisiones de financiación mediante deuda dependen del tipo de interés que tiene que abonar la empresa. Teniendo en cuenta que el coste de la deuda contiene información sobre la empresa; los mercados de capitales trasladan al tipo de interés la valoración del grado de solvencia que tienen las empresas prestatarias (Azofra, 1986; Maroto, 1996; Brick y Palia, 2007; Steijvers y Voordeckers, 2009). Los beneficios y la capacidad para hacer frente a los gastos financieros aparecen como indicadores privilegiados de la calidad del prestatario para el prestamista (Farazzi et al, 1988). Las empresas que sean más vulnerables a las restricciones financieras como consecuencia de su menor solvencia económica, se financiarán en mayor medida en los recursos propios (Azofra et al, 2007; Steijvers y Voordeckers, 2009).

Pero el coste que soportan las empresas no sólo es función de su nivel de endeudamiento, sino que está interrelacionado con otros factores añadidos como el tamaño, la antigüedad de la empresa y las características del mercado (Cardone, 1997; Frank y Goyal, 2009).

Un factor que condiciona en gran medida el coste de la deuda es el tamaño, puesto que la asimetría informativa que se da entre los prestamistas de fondos y la empresa que quiere financiar un proyecto de inversión, podría servir por sí misma para explicar las diferencias entre empresas tanto en el coste como en la estructura de su financiación (Segura y Toledo, 2003; Larrán et al, 2010).

Para Hellmann y Stiglitz (2000) estas asimetrías informativas que conducen al racionamiento del crédito se producen en mayor medida en el ámbito de las pymes, dándose mayores dificultades para la obtención de financiación externa así como mayores costes de financiación. Las empresas de menor dimensión tendrán un coste de la deuda superior al de empresas de mayor tamaño (Melle, 2001; Segura y Toledo, 2003; Larrán et al, 2010).

2.5.8 | Las garantías colaterales asociadas al activo

La naturaleza del activo en que invierta la empresa influirá en su estructura financiera, dependiendo de las características de los activos tendrá un acceso más ventajoso a las fuentes de financiación (Rajan y Zingales, 1995; Booth et al, 2001). La inversión en activos fijos aportará mayores garantías que los activos intangibles, favoreciendo la obtención de financiación puesto que reduce considerablemente la asimetría informativa (Bester, 1987; Hall et al, 2000; Gaud et al, 2005). Las empresas que poseen mayores ratios de activos intangibles sufrirán mayores pérdidas de valor cuando se produce la quiebra, por lo tanto tenderán a tener un menor endeudamiento y basarán sus inversiones en la financiación propia (Myers, 1977).

Las empresas que disponen de créditos fiscales a la inversión o niveles altos de amortización, suelen coincidir en presentar altos niveles de activos tangibles, lo que supone para los prestamistas mayores garantías y por tanto serán más proclives a conceder crédito a las empresas (Balakrishnan y Fox, 1993; Gaud et al, 2005).

Las características de los activos de la empresa condicionan su nivel de deuda, ya que si los activos pueden ser considerados como garantía favorecen el incremento del endeudamiento. Para la teoría del equilibrio estático, existirá una relación positiva entre los activos tangibles y el nivel de deuda (Myers, 1977; Harris y Raviv, 1990; Rajan y Zingales, 1995; Boot et al, 2001; De Miguel y Pindado, 2001; Fattouh et al, 2002; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011).

De acuerdo con la teoría del "static trade off" las empresas que posean una mayor proporción de activos tangibles, aportarán mayores garantías para los prestamistas, lo que disminuye el riesgo de sufrir los costes de agencia derivados de la deuda (Antoniou et al, 2002; Frank y Goyal, 2003). El aumento de las

garantías colaterales a través de los activos tangibles, facilita el acceso a los mercados financieros y reduce los conflictos de intereses. La cantidad de activos tangibles que posee una empresa será un indicador válido de las garantías aportadas. Así, existirá una relación positiva entre el volumen de activos tangibles y el nivel de endeudamiento (Fattouh et al, 2002; Sogorb y López, 2004; Gaud et al, 2005).

Según lo anteriormente expuesto, las empresas intensivas en activos intangibles presentarán menores niveles de endeudamiento, ante la dificultad para encontrar financiación para sus inversiones (Myers, 1977; Hall, 1992; Lozano et al, 2001); debido a que los activos intangibles sufrirán mayores disminuciones de valor cuando entren en procedimientos concursales.

Por su parte, la teoría de la jerarquía financiera hace predicciones de signo contrario, manifestando una relación negativa entre la tangibilidad de los activos y el endeudamiento (Frank y Goyal, 2009). Esto se debe a que las empresas con activos más tangibles presentarán menor asimetría informativa y por tanto esta situación hace menos costosas las ampliaciones de capital, las empresas no tendrán incentivos para aumentar su nivel de apalancamiento (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009).

Teniendo en cuenta que los activos intangibles representan menores garantías para los acreedores financieros, cabe esperar que las empresas con una mayor proporción de activos intangibles presenten mayores asimetrías informativas; por lo que recurrirán en mayor medida a la deuda que a las ampliaciones de capital (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007).

Bajos niveles de información asimétrica debido a las garantías colaterales disminuirá los costes de ampliación de capital, por lo que la relación entre el nivel de endeudamiento y los activos tangibles será inversa (Frank y Goyal, 2009).

También Aybar et al (2001) encuentran que la relación es negativa, ya que una mayor proporción de activos tangibles representa una mayor generación de fondos internos a través de la dotación para amortizaciones.

Además, la inversión en activos intangibles también crea valor para la empresa influyendo positivamente en la rentabilidad. La inversión en activos intangibles tendrá un efecto directo sobre el nivel de endeudamiento, cuando los acreedores valoren la inversión en activos intangibles como una ventaja competitiva (Capon et al, 1990; Correa et al, 2002). La presencia de activos intangibles asociados a la reputación de la empresa, como imagen de marca, nombre comercial, etc; constituyen una garantía adicional para los acreedores, incrementando su capacidad de endeudamiento (Balakrishnan y Fox, 1993). De acuerdo con este razonamiento, existirá una relación positiva entre el volumen de activos intangibles y el nivel de endeudamiento de la empresa (Fernández-Ramos et al, 2004).

Los resultados hallados en los estudios empíricos respecto al signo de la relación entre la tangibilidad de los activos y el nivel de deuda son ambiguos (Frank y Goyal, 2009). Por un lado podemos encontrar una serie de trabajos que defienden que las empresas con activos más tangibles presentarán menor información asimétrica, por lo que les resultará más fácil acudir a las ampliaciones de capital que a los mercados de deuda, disminuyendo el nivel de endeudamiento (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009). Mientras por otro lado, el planteamiento más convencional es defendido por otros autores, que manifiestan una relación positiva entre la tangibilidad de los activos y la deuda (Rajan y Zingales, 1995; Kremp et al, 1999; Frank y Goyal, 2003; Gaud et al, 2005; Vendrell, 2008).

2.5.9 | Edad de la empresa

La edad o los años de funcionamiento de una empresa es un factor no estrictamente financiero pero que conviene estudiar por la influencia que ejerce sobre la estructura de capital de la empresa. Así, Hernando y Vallés (1992) creen que la edad de la empresa es un factor que permite explicar el comportamiento financiero de la empresa al no estar perfectamente correlacionada con el tamaño.

Aunque no existe consenso sobre la influencia que ejerce la edad en la estructura financiera de la empresa, parece lógico pensar que las fuentes de financiación utilizadas variarán en función del tiempo que lleve en activo la sociedad. Según la empresa va creciendo y desarrollándose, sus características cambian, por lo que presentará necesidades financieras diferentes y tendrán acceso a fuentes de financiación distintas (Sánchez Andujar, 2004).

Según la teoría del equilibrio estático las empresas más antiguas presentarán mayores niveles de deuda (Bougheas et al, 2006; Frank y Goyal, 2009), ya que las empresas con mayor antigüedad tendrán menos problemas de insolvencia, debido a que presentarán menores costes de agencia y su generación de recursos será más estable. Mientras que las más jóvenes tendrán mayores dificultades para encontrar crédito, ya que tendrán que invertir en proyectos arriesgados para generar fondos internos que les den una mayor solvencia (Vendrell, 2008).

Desde la teoría de la agencia se defiende la existencia de una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y la edad de la empresa. Cuanto más edad tenga una empresa tendrá una mayor capacidad de generación de flujos de caja, lo que provocará una mayor acumulación de reservas y mayores niveles de flujos de caja libres. La deuda tendrá una relación positiva en este tipo de empresas, ya

que ayudará a disciplinar a la dirección (Barclay y Smith, 1996; Frank y Goyal, 2003).

A medida que pasa el tiempo las empresas son más seguras y entonces aumentarán su endeudamiento por la confianza que generan en las entidades crediticias, por lo que la relación esperada entre el endeudamiento y la edad de la empresa es positiva (Acedo, 2005). Para Diamond (1989) las empresas de mayor edad, con una buena reputación alcanzada con el cumplimiento a lo largo del tiempo de sus obligaciones crediticias tendrán un mayor acceso al crédito. Las empresas maduras elegirán solamente proyectos rentables con un riesgo controlado y no invertirán en proyectos arriesgados que puedan deteriorar su buena reputación crediticia.

Wijst (1989) también encuentra una relación positiva del nivel de endeudamiento con la edad, puesto que asimila la antigüedad de la empresa con la reputación de la misma. Otros autores también han hallado esta relación positiva (Barclay y Smith, 1996; Boot, 2000; Bougheas et al, 2006).

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias señala que existe una relación negativa entre la edad de la empresa y su nivel de endeudamiento. En la medida que una empresa es más antigua, más tiempo habrá tenido para acumular reservas y por lo tanto menor nivel de apalancamiento financiero (Myers y Majluf, 1984; Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1998; Michaelas et al, 1999; Hall et al, 2000; Aybar et al, 2004; López y Sánchez, 2007; López y Sogorb, 2008; Vendrell, 2008).

03

3 | LA EMPRESA FAMILIAR: FACTORES EXPLICATIVOS DE SU ESTRUCTURA FINANCIERA

3.1 Introducción: la influencia de la propiedad familiar	81
3.2 Concepto de empresa familiar	85
3.2.1 Mantenimiento de la dirección y de la propiedad por parte de la familia	87
3.2.2 La implicación familiar en la empresa	88
3.2.3 Transferencia generacional	91
3.2.4 Integración de la definición de empresa familiar	95
3.3 Características distintivas de la empresa familiar	95
3.3.1 Interacción entre la empresa, la familia y la propiedad	96
3.3.1.1 Teoría general de sistemas	97
3.3.1.2 Modelo de los tres círculos	98
3.3.1.3 Modelo evolutivo tridimensional	100

3.3.2	Eficiencia de la empresa familiar	104
3.3.3	Tamaño de la empresa familiar	106
3.3.4	La planificación estratégica	108
3.3.5	La orientación al largo plazo	112
3.3.6	Los recursos humanos	114
3.3.7	Otros recursos y capacidades	118
3.4 	Características financieras de la empresa familiar	121
3.4.1	Consecuencias de la concentración de propiedad y control	123
3.4.1.1	Proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar	124
3.4.1.2	Influencia familiar en la concentración de poderes y responsabilidades	126
3.4.1.3	Concentración de la propiedad y estructura financiera	128
3.4.1.4	Relaciones de agencia específicas	131
3.4.2	Dificultades de acceso de la empresa familiar a los mercados financieros: restricciones financieras	136
3.4.2.1	Propiedad familiar, asimetría informativa y racionamiento del crédito	138
3.4.2.2	Variables que mitigan el racionamiento del crédito	141
3.4.2.2.1	Características familiares que facilitan el acceso a la deuda	141
3.4.2.2.2	Relaciones bancarias y sus efectos sobre las condiciones de financiación	143
3.4.2.2.3	Tamaño de la empresa familiar y acceso a la deuda	146

3 | LA EMPRESA FAMILIAR: FACTORES EXPLICATIVOS DE SU ESTRUCTURA FINANCIERA

3.1 | Introducción: la influencia de la propiedad familiar

La razón por la cual se estudian las empresas familiares radica en el papel tan decisivo que desempeñan estas organizaciones en el desarrollo y crecimiento de la economía mundial (Anderson y Reeb, 2003; Morck y Yeung, 2004). Pero para comprender mejor a este tipo de organizaciones deberemos analizar cuáles son los factores que influyen en sus objetivos, que planificación estratégica siguen y como son los resultados que obtienen (Chrisman et al, 2007).

Aunque la mayor parte de los estudios que podemos encontrar en la literatura sobre empresa familiar se basan en comparar las características entre empresas familiares versus no familiares (Chrisman et al, 2005), cada vez es más fácil encontrar comparaciones entre diferentes tipos de empresas familiares. Lo que conduce a describir las características y comportamientos diferenciados de las empresas familiares, dando un paso más allá en el desarrollo de una teoría de la empresa familiar (García-Borbolla et al, 2009).

Como ya hemos indicado la mayor parte de los trabajos han intentado comparar las empresas familiares con las no familiares, pero los resultados que se han obtenido no son concluyentes y en ocasiones largamente contradictorios (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2003). Para Dyer (2006) estos resultados contradictorios se deben en gran medida a la falta de unanimidad en el concepto de empresa familiar, ya que cada estudio aplica una definición basada en algunos casos en criterios objetivos y en otros casos en criterios subjetivos. Además, el tamaño de la muestra, el tipo de empresa y la medición de los resultados varían ampliamente en los estudios.

Por lo tanto, antes de analizar cómo es la estructura financiera de la empresa familiar, debemos conocer qué es realmente una empresa familiar y por ello la importancia de profundizar en su definición. No existe consenso en cuanto al concepto de empresa familiar y ha sido definido de muy diversas formas (Rosenblatt et al, 1985; Handler, 1989; Allouche et al, 2008). Aunque no existe unanimidad, si encontramos un amplio apoyo en considerar a una empresa como familiar cuando la familia mantenga el control de la propiedad, influya en la dirección y se tenga el deseo de transmitir la empresa a las siguientes generaciones (Ayala y Manzano, 2002).

Este deseo de mantenimiento de la propiedad y el control por parte de la familia, es lo que les confiere carácter distintivo y que les lleva a plantearse objetivos diferenciados a las empresas no familiares, puesto que la familia tendrá sus propios objetivos que influirán en las metas seguidas por la empresa (Sharma et al, 1997; Romano et al, 2000; Dyer, 2006; Pindado et al, 2011). Los objetivos de las empresas familiares serán diferentes a los de las no familiares, debido a que en aquellas además de los vínculos económicos entre sus miembros encontraremos vínculos familiares (De Angelo y De Angelo, 2000; Lansberg, 2000; Gómez-Mejía et al, 2001; Arregle et al, 2007; Pindado et al, 2011).

Para muchos autores esta interrelación entre empresa, propiedad y familia, es la base de las ventajas competitivas que presentan este tipo de empresas. Existen numerosos trabajos que reconocen explícitamente que las empresas familiares obtienen mejores resultados que las no familiares (Astrachan y Shanker, 2003; Heck y Stafford, 2001; Sharma, 2004; Allouche et al, 2007).

El mantenimiento del control por parte de la familia hará que estas empresas utilicen como fuente principal de financiación los recursos generados internamente, considerarán que la empresa es una buena inversión para las

generaciones futuras y la estrategia financiera estará basada en preservar la empresa a largo plazo (Ward, 1988; Romano et al, 2000; Anderson y Reeb, 2003; Le Breton-Miller y Miller, 2006).

Una meta para la empresa familiar es la orientación al largo plazo, por tanto su objetivo es la supervivencia (Pindado et al, 2011). Las inversiones a largo plazo conllevarán la generación de ventajas y capacidades valiosas para la empresa (Habberson y Williams, 1999). El objetivo de los propietarios de las empresas familiares será crear ventajas competitivas difíciles de copiar por los competidores, con políticas de inversión óptimas y fuertes a largo plazo (Le Breton-Miller y Miller, 2006).

En muchas ocasiones los objetivos familiares pueden contradecir los objetivos empresariales, puesto que las empresas familiares operan como una extensión de los objetivos de sus propietarios (Poutziouris, 2003). Estos conflictos que se dan entre la familia y la empresa pueden suponer en muchos casos problemas de tamaño para la empresa familiar, ya que en aras de mantener el control y no permitiendo la entrada de capital ajeno a la empresa pueden dejar pasar oportunidades de crecimiento. Los propietarios-dirigentes preferirán sacrificar tamaño a cambio de seguir manteniendo el control (Reder, 1947; Le Breton-Miller y Miller, 2006).

Para muchos propietarios de empresas familiares el crecimiento no es un objetivo, prefiriendo renunciar al crecimiento a diluir la propiedad (Mahéroult, 2000). Esta peculiar estrategia financiera puede provocar que la empresa familiar tenga dificultades para competir en el futuro (Gallo et al, 2004).

Las características distintivas que definen a la empresa familiar serán las responsables de su comportamiento financiero y definirán unos resultados diferentes a las no familiares. Una gran parte de las ventajas competitivas de las

empresas familiares están basadas en la interacción con la familia, por tanto existirá una formulación de estrategias financieras diferenciadas (Habbershon y Williams, 1999).

Además, la interacción entre la familia y la empresa contribuirá a una reducción potencial de los costes de agencia (Poza et al, 2004). El gobierno familiar en el cual existe una separación mínima entre propiedad, control y gestión, se convierte en la característica que mejora la eficiencia de la empresa y por tanto mejora la obtención de los resultados (Anderson y Reeb, 2003; Chrisman et al, 2004). La estructura familiar conduce a un mayor control efectivo sobre los directivos y por consiguiente, se reducen las divergencias entre los directivos y los propietarios (Lemmon y Lins, 2003; Pindado et al, 2011).

Sin embargo, hay autores para quienes la incidencia familiar en la toma de decisiones es considerada como generadora de desventajas competitivas, debido a que se mezclan problemas familiares con empresariales (La Porta et al, 1999; Gómez-Mejía et al, 2001; Arregle et al, 2007).

La teoría de la agencia ha servido para argumentar que el gobierno de las empresas familiares es más eficiente que el de las empresas no familiares (Hill y Snell, 1989; Aronoff y Ward, 1995; Lemmon y Lins, 2003), la concentración de la propiedad en las empresas familiares reduce los problemas de interés entre la propiedad y la dirección (Schulze et al, 2003). No obstante las empresas familiares se caracterizan por una gran asimetría informativa entre los acreedores financieros y las empresas, debido a la gran opacidad informativa (Steijvers y Voordeckers, 2009). La asimetría informativa que existe entre la empresa familiar y los mercados financieros es lo que da origen del racionamiento del crédito (Voordeckers y Steijvers, 2006).

Un hecho que mitiga las restricciones financieras al crédito, son las relaciones bancarias duraderas entre las empresas familiares y las entidades financieras (Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006; Menkhoff et al, 2006). Pero las garantías personales parecen ser el mejor instrumento para reducir los problemas de agencia de las empresas familiares (Steijvers y Voordeckers, 2009). Estos problemas de agencia se manifiestan fundamentalmente en el autocontrol y en el altruismo parental.

El mantenimiento del control y la independencia financiera caracterizan la estructura de capital de este tipo de empresas, por lo que para financiar el crecimiento primero acudirán a la autofinanciación, después al incremento del endeudamiento y en último lugar a la entrada de capital externo (Poutziouris, 2001; Nam et al, 2003).

3.2 | Concepto de empresa familiar

Numerosos han sido los autores que han intentado definir qué es para ellos una empresa familiar, pero no por ello podemos decir que exista una definición común apoyada por todos los investigadores. No existe una teoría que unifique lo que significa empresa familiar (Cabrera y García, 1999; Neubauer y Lank, 1999; Allouche et al, 2008). Podemos encontrar un número elevado de definiciones y en muchos casos contradictorias, lo que supone una gran limitación para este tipo de estudios (Dyer, 2006).

Estas contradicciones pueden deberse a dos posibles causas. La primera es que los investigadores han comenzado a trabajar en este campo sin preocuparse de crear un fundamento teórico suficientemente sólido. Y la segunda causa, seguramente la más apoyada por la mayoría de los autores, es que estamos en

una fase pre-paradigmática en la cual las primeras exploraciones de la realidad conducen a un conjunto de teorías contradictorias (Allouche y Amann, 2000).

Aunque no existe consenso sobre cómo definir una empresa familiar, parece existir un acuerdo marco que comprende las tres dimensiones que caracterizan a este tipo de organización: mantenimiento de la dirección / propiedad por parte de la familia, la implicación familiar y la transferencia generacional de la empresa (Cabrera y García, 1999; Allouche y Amann, 1998; Westhead et al, 2002; Ayala, 2003).

Algunos autores añaden además de los anteriores tres aspectos, la variable tamaño. Identifican las empresas familiares como organizaciones de reducido tamaño y por tanto consideran que este aspecto las define (Daily y Dollinger, 1992). Pero para otros investigadores el tamaño no denota que una empresa sea familiar, debido a que podemos encontrar numerosos casos de empresas familiares de gran dimensión (Litz, 1995; Cabrera y García, 1999).

Vistos los tres aspectos que definen a una empresa como familiar, pasaremos a analizar en los siguientes apartados cada una de estas dimensiones al objeto de clarificar cómo influye cada criterio en su definición. A la hora de la verdad, para identificar a una empresa como familiar necesitamos una aproximación multi-criterio y no mono-criterio, aunque normalmente suele predominar el mantenimiento de la propiedad por parte de la familia (Rosenblatt et al, 1985; Handler, 1989; Allouche y Amann, 2000).

3.2.1 | Mantenimiento de la dirección y de la propiedad por parte de la familia

Existe una serie de definiciones basadas en un sólo concepto, mono-concepto, para definir a una empresa como familiar. Para algunos autores, lo que define una empresa como familiar son las personas que poseen la propiedad o las que ejercen la dirección de la empresa. Así, Barnes y Hershon (1976) consideran que una empresa es familiar si el control de la propiedad está en manos de un individuo o en manos de los miembros de una sola familia. Una definición similar la expone Rosenblatt et al (1985).

Lansberg (2000) hace hincapié sobre el control de la empresa, pero desde un punto de vista legal. Para otros autores lo único que necesita una empresa para ser definida como familiar es el mantenimiento del control (Handler, 1989).

A su vez, Dyer (1986) define empresa familiar a través de un criterio alternativo, dado que considera que una empresa es familiar si las decisiones relacionadas con la dirección o la propiedad están influenciadas por una familia, o varias familias. Para este autor existen dos tipos de empresas familiares: una es la llamada “empresa de propiedad ausente”, la propiedad de la empresa radica en los miembros de la familia mientras que la dirección está en manos de profesionales no familiares; y otra la “empresa familiar latente”, en la cual un miembro de la familia dirige el negocio y los demás familiares no tienen relación con la empresa.

Por su parte, Gallo y García Pont (1989) consideran que una empresa es familiar cuando sus valores predominantes son los de la familia propietaria, manifestándose su influencia en los valores de la empresa. Cómo definir e identificar estos valores es tarea compleja y utilizan dos dimensiones para acotar su definición: el tamaño y la posibilidad de que la familiar pueda ostentar el poder

para dirigirla, es decir, la posibilidad de mantener el control. En relación con el tamaño, estos autores identifican diferentes tipos de empresas, unas son las llamadas artesanales o individuales, en las cuales una persona comienza su actividad sin expectativas de desarrollo o crecimiento. También diferencian las llamadas empresas de capital familiar, en las cuales la totalidad o parte del capital continúa en manos de la familia, pero la asignación de responsabilidades directivas se ha dado a profesionales independientes, existe una separación clara entre propiedad y dirección. Para ellos las empresas familiares serían aquellas que tienen una clara vocación de evolución y crecimiento, cuya propiedad está en manos de una familia y el poder de decisión lo sigue conservando la familia. La implantación de los valores de la familia en la empresa está relacionada con la posibilidad de ejercer el poder de dirección en la empresa.

Para Beckhard y Dyer (1983) la presencia de la familia en el consejo de administración de la empresa es lo que da naturaleza familiar a una empresa, estos autores consideran el consejo de administración como la unión entre la empresa y la familia.

En todas estas definiciones la unión entre empresa y familia se refleja en la influencia que la familia ejerce en el control de la sociedad, ejerciendo una gran influencia los valores familiares en la toma de decisiones de la empresa (Neubauer y Lank, 1999).

3.2.2 | La implicación familiar en la empresa

Normalmente las definiciones mono-criterio que utilizan la ostentación de la propiedad o el mantenimiento del control, no son suficientes para definir una empresa como familiar. Será necesario añadir otro criterio más a la definición,

como es la implicación familiar en la empresa que complementará aún más la influencia de la familia en la empresa.

Para algunos autores, una empresa familiar es en una organización sometida y dirigida por los miembros de una o varias familias (Stern, 1986; Hollander y Elman, 1988; Aronoff y Ward, 1990). Otros autores profundizan más en la definición, como es el caso de Davis y Tagiuri (1982), para los cuales una empresa familiar es: "... una 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".

Litz (1995) esgrime que en una empresa familiar el primer rasgo definitorio es que la propiedad esté en manos de una familia y que exista voluntad de implicación en la dirección de la empresa. La definición tiene dos aspectos diferenciados, por un lado el aspecto estructural que es que la familia tiene la propiedad de la empresa; y por otro lado el aspecto intencional, el cual nos indicará el grado de implicación que asumirá la familia para conseguir los objetivos de la empresa. En esta definición ya intuimos la interacción de los dos subsistemas que conviven dentro de la empresa familiar: la empresa y la familia. Esta interacción será la causante en gran medida de las ventajas y debilidades de este tipo de organizaciones (Ayala, 2002).

Para Rosenblatt et al. (1985), una empresa puede definirse como familiar cuando la mayoría de la propiedad o control está en manos de una familia, y en la que al menos dos miembros de la familia están implicados en la gestión. Esta definición es prácticamente igual a la de Daily y Dollinger (1992), estos autores resaltan también la implicación de al menos dos personas de la familia en la dirección.

Existe una gran proximidad entre todas las definiciones que acabamos de ver, se diferencian básicamente en el número de personas que tienen que estar

involucradas en la gestión de la empresa. Como veremos a continuación existe otro grupo de definiciones que profundiza más en el grado de implicación.

Como señala Channon (1971), una empresa se define como familiar si un miembro de la familia ha presidido el consejo de administración, si ha habido al menos dos generaciones de control familiar y si al menos el 5% de los derechos de los votos están en manos de la familia.

Igualmente Leach (1990) considera que una empresa es familiar cuando la familia tiene un impacto importante en el desarrollo de la empresa, y cuando uno de los siguientes criterios se cumple: más del 50% de los derechos de los votos esta en posesión de una familia, una familia ejerce un control considerable sobre la empresa y una parte importante de la alta dirección son miembros de la misma familia. Esta definición es prácticamente idéntica a la de Cromie et al (1995).

Para Gallo y Estapé (1993) una empresa es familiar cuando al menos el 50% del capital social está en manos de una familia y algunos de sus miembros están implicados activamente en la dirección de la empresa.

Por su parte Donnelley (1964), considera que el criterio familiar determinante es la identificación de la empresa con la familia durante al menos dos generaciones, con una influencia importante de la familia sobre las políticas de la empresa y una influencia de la empresa en los objetivos de la familia. Por su parte, Lank (1992) considera una empresa como familiar cuando una o varias familias ejerzan una influencia determinante sobre las estrategias y la cultura de la empresa.

Lansberg (2000) considera que en la empresa familiar existen dos instituciones, la familia y la empresa. El fundador se ve atrapado entre estos dos sistemas cuando los objetivos muchas veces contradictorios se solapan. Por su parte Churchill y Hatten (1987), establecen tres subsistemas: el directivo-propietario, la familia y la

empresa. Las relaciones entre estos subsistemas determinará la complejidad de este tipo de organizaciones.

3.2.3 | Transferencia generacional

Muchos autores añaden otro criterio además de los dos anteriores para definir a la empresa familiar, se trata de la voluntad del propietario de transmitir la empresa a la siguiente generación. Ninguna empresa se crea con la idea de que sea familiar. El fundador toma la iniciativa en el desarrollo de un proyecto empresarial en el que la familia está en un segundo plano y en muchas ocasiones no participa. Posteriormente esta misma empresa adquiere el componente de familiar, cuando el fundador desea legar la empresa a sus hijos para que continúen con la actividad (Cabrera y García, 1999).

Así, Churchill y Hatten (1987) definen la empresa familiar como aquella que manifiesta abiertamente que un miembro más joven de la familia asumirá el control de la empresa. Esta decisión estará basada en las relaciones interpersonales entre los miembros de la familia y de la empresa. Será un relevo generacional basado en razones biológicas y no tanto en razones económicas o de mercado.

De una forma bastante aproximada, Ward (1987) considera como familiar una empresa que se transmitirá a la siguiente generación, traspasando tanto la dirección como el control.

En este sentido, Handler (1989) determina que una empresa se caracterizará como familiar, cuando las principales decisiones y objetivos de la transmisión generacional estén influenciados por los miembros de una familia implicados en la dirección o consejo de administración. El rasgo familiar será la identificación de la

familia en la empresa durante al menos dos generaciones, lo que implicará la influencia de la familia en las políticas de la empresa (Donnelley, 1964; Astrachan y Kolenko, 1994; Sharma et al, 1997).

Para este grupo de autores la elección, la formación y el desarrollo del sucesor, además de su traspaso de poder, es el componente sustancial que definirá a la empresa como familiar (Cabrera y García, 1999). Un signo evidente de diferencia entre empresas familiares y no familiares, es sobre todo su orientación al largo plazo, pero manteniendo el control por parte de los miembros de la familia (Mignon, 2000).

3.2.4 | Integración de la definición de empresa familiar

Después de ver la gran cantidad de definiciones existentes en la literatura que versan sobre este tema, añadiendo que cada una de ellas se apoya en distintos criterios aparentemente no convergentes unos con otros, lo más apropiado para definir el concepto de empresa familiar es la utilización de un enfoque multi-criterio. Este enfoque integrador deberá recoger en su definición todos los aspectos comentados anteriormente, que identifican a una empresa familiar. Así, una empresa tendrá la consideración de familiar, cuando la familia mantenga el control de la propiedad, influya en la dirección y tenga la intención de transmitir la empresa a la siguiente generación (Cabrera y García, 1999; Allouche y Amann, 2000; Ayala y Manzano, 2002).

Davis y Tagiuri (1982) definen una empresa familiar como una organización en 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, y donde existe la intención de transmitir la empresa a la siguiente generación.

Además de las anteriores definiciones existen otro grupo de autores que definen a la empresa familiar basándose en factores subjetivos, como puede ser la cultura de la empresa familiar (Litz, 1995; Arregle et al, 2007). Para Arregle et al (2007) la mejor definición de empresa familiar es la que formuló Litz en 1995: “una empresa puede se considerada familiar en la medida que la propiedad y la gestión se concentra en una unidad familiar, y en la medida en que los miembros de la familia se esfuerzan por lograr y mantener el control”. Para Astrachan y Shanker (2003) el mantenimiento del control por parte de la familia se convierte en el factor determinante. La participación de la familia en la empresa y su intención de mantener dicha participación es la esencia de la empresa familiar (Arregle et al, 2007).

Shanker y Astrachan (1996) a través del “ojo de buey” clasifican las empresas familiares según el grado de participación de la familia. La medida y la forma de participación de la familia, y su influencia en la empresa es lo que determina que una empresa sea familiar.

Existen tres dimensiones importantes de la familia que influyen en la empresa: el poder, la experiencia y la cultura. Estas tres dimensiones comprenden el índice F-PEC desarrollado por Astrachan et al (2002), este índice mide la influencia de la familia en la empresa.

Otro requisito difícil de cuantificar que necesita una empresa para considerarse familiar, es la visión a largo plazo que los propietarios tienen de la empresa. Si los dueños tienen un horizonte temporal a largo plazo sus decisiones estratégicas serán diferentes a las que tomaría una empresa no familiar (Astrachan y Shanker, 2003).

Por último, presentamos la definición adoptada en 2008 por el GEEF (European Group of Owner Manager and Family Enterprises) después de diez años de

discusiones para identificar a una empresa familiar. El GEEF ha consensuado con todos los Institutos de Empresa Familiar Europeos la definición de empresa familiar, así: “Una empresa independientemente del tamaño que tenga será familiar si:

- La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la empresa, o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa, o son propiedad de sus esposas, padres, hijos o herederos directos del hijo
- La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta
- Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o el gobierno de la empresa
- A las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía, o sus familiares o descendientes poseen al menos el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social”.

Aún estando de acuerdo con la exhaustividad expresada en la anterior definición, en nuestra opinión una empresa familiar queda correctamente definida cuando cumple los tres criterios expuestos anteriormente: mantenimiento de la propiedad, implicación familiar en la dirección y transferencia generacional. El incumplimiento de alguno de estos aspectos no significa que no pueda definirse como familiar, al ser una definición multi-criterio podemos encontrarnos empresas con diferente grado de desarrollo en cada uno de los aspectos de la definición. El cumplimiento de los tres criterios como definición estricta, describe de una manera amplia toda la problemática de la empresa familiar.

3.3 | Características distintivas de la empresa familiar

Numerosos son los trabajos que han intentado explicar las diferencias en la obtención de resultados que hay entre empresas familiares y no familiares. Estas diferencias suelen atribuirse a las ventajas e inconvenientes que presentan cada tipo de organización (Jacquemin y Ghellinck, 1978; Gallo y Pont, 1989; Charreaux, 1991; Dailly y Dollinger, 1992; Galve y Salas, 1993; Gallo y Vilaseca, 1996; Casado, 1996; Abella, 2000; Santana y Cabrera, 2001; Anderson y Reeb, 2003; Ayala et al, 2005; Allouche y Amann, 2007; López y Sánchez, 2007; Allouche et al, 2008).

La principal diferencia entre estos dos tipos de empresas reside en quiénes son las personas que ostentan el poder en la toma de decisiones en la empresa. En la empresa no familiar es frecuente encontrarnos la separación entre propiedad y control, asumiendo un gran protagonismo la dirección. Mientras que en la familiar quién ejerce el control de la sociedad es la propiedad, asumiendo un gran compromiso en la evolución de la organización (Ward, 1988; Anderson y Reeb, 2003; Arregle et al, 2007). En la empresa familiar muchas veces la familia juega el doble papel de propietaria y directiva.

El mantenimiento por parte de la familia accionista del control de la empresa provocará una gran influencia de la familia en los objetivos y estrategias de la organización, resulta de ello es una serie de características distintivas que definirán el comportamiento de las empresas familiares (Arregle et al, 2007).

Estas características peculiares definirán la obtención de unos resultados superiores a las no familiares (Anderson y Reeb, 2003; Allouche et al, 2008; Pindado et al, 2011).

Desde el punto de vista de las estrategias seguidas por este tipo de empresas debemos tener en cuenta sus particularidades, puesto que la mayor parte de las ventajas competitivas de estas empresas están originadas por la interacción con la familia y en la utilización de unos procesos de gestión diferenciados (Habbershon y Williams, 1999; Arregle et al, 2007; García-Borbolla et al, 2009).

No obstante, para algunos autores la incidencia familiar en la toma de decisiones es considerada por algunos autores como una desventaja competitiva, debido a que se mezclan problemas familiares con empresariales, perdiendo la empresa la racionalidad económica (Lansberg, 2000; Faccio et al, 2001).

Algunas de estas características peculiares de las empresas familiares pueden influir en la composición de su estructura de capital y por tanto, en su nivel de endeudamiento.

3.3.1 | Interacción entre la empresa, la familia y la propiedad

Para entender el funcionamiento de una empresa familiar, es prioritario saber que la concentración de la propiedad puede afectar de manera muy importante al establecimiento de sus objetivos. Aunque de manera principal su objetivo sea la maximización del valor de la empresa, también pueden tener otros objetivos secundarios establecidos por la familia, como pueden ser la supervivencia de la empresa o su orientación al largo plazo.

La familia influirá en los objetivos que se van a perseguir, así como en el establecimiento de la estrategia a seguir para lograrlos (Sharma et al, 1997; García-Borbolla et al, 2009). La problemática interna en cuanto a la conexión entre la familia y el negocio puede ser explicada a través de tres enfoques teóricos, que pasamos a plantear.

3.3.1.1 | Teoría general de sistemas

Un número considerable de autores consideran que la empresa familiar está formada por dos subsistemas, la familia y la empresa, que son interdependientes y a la vez se solapan (Rosenblatt et al, 1985; Ward, 1987; Danco, 1992; Lansberg, 2000). Cada uno de esos subsistemas tiene su propia organización, sus propias normas y objetivos; para que la empresa funcione deberemos encontrar el punto en el que los dos sistemas encuentran el equilibrio puesto que frecuentemente entran en conflicto.

Desde la perspectiva de la teoría de sistemas la visión de la empresa familiar es bidimensional. Hollander y Elman (1988) consideran que la empresa es dual y está compuesta por dos sistemas, la empresa y la familia. La empresa representa el enfoque racional, y por otro lado la familia, es el componente emocional o no racional. Muchas veces los dos sistemas se enfrentan, y en ese caso los dirigentes basarán sus decisiones más en sus propios sentimientos que en la lógica empresarial.

Para algunos autores esta influencia de los objetivos familiares sobre los empresariales es una debilidad que se debería corregir mediante la incorporación de directivos ajenos a la familia o primando los objetivos profesionales sobre los personales (Levinson, 1971; Danco, 1992; Faccio et al, 2001; Schulze et al, 2003). Otros autores consideran lo contrario, ya que esta implicación familiar reducen los costes de agencia y es la base de sus ventajas competitivas (Daily y Dollinger, 1992; Aronoff y Ward, 1995; Anderson y Reeb, 2003; Lemmon y Lins, 2003).

La cuestión es saber si es apropiado y posible separar la familia del negocio. Para Riordan y Riordan (1993) no es posible ya que la empresa familiar está compuesta por dos subsistemas con una distribución de fuerzas. El propietario-

dirigente tendrá dos regiones al que dirigir sus fuerzas, por lo que cuando las dos regiones entran en conflicto, el dirigente deberá dirigir su comportamiento hacia un subsistema renunciando al otro. Para Gersick et al (1997) los problemas surgen cuando los individuos toman decisiones que incluyen simultáneamente a los dos subsistemas, por ejemplo el fundador es a la vez padre y dirigente. Estas empresas tienen que encontrar estructuras de decisión que satisfagan a las dos regiones, posibilitando la consecución de sus objetivos tanto la empresa como la familia.

3.3.1.2 | Modelo de los tres círculos

El anterior modelo que acabamos de comentar, compuesto por dos subsistemas, es el origen de modelos más evolucionados que posibilitan una mayor capacidad de análisis.

Davis y Tagiuri (1991) desarrollan un modelo de tres círculos compuesto por la empresa, la propiedad y fuerza laboral. Algunos individuos son propietarios pero no trabajan en la empresa, mientras que otros no son propietarios pero si trabajan en la compañía. La figura 3.1 representa el modelo en el cual podemos observar las 7 relaciones que surgen en la interconexión de los tres subsistemas.

Las 7 relaciones que se establecen son:

1. Personas con participación en la propiedad de la empresa
2. Directivos y empleados de la empresa
3. Miembros de la familia
4. Empleados/directivos no familiares con participación en la propiedad
5. Familiares propietarios que no trabajan en la empresa
6. Familiares que trabajan en la empresa pero no son propietarios
7. Empleados/directivos familiares con participación en la propiedad

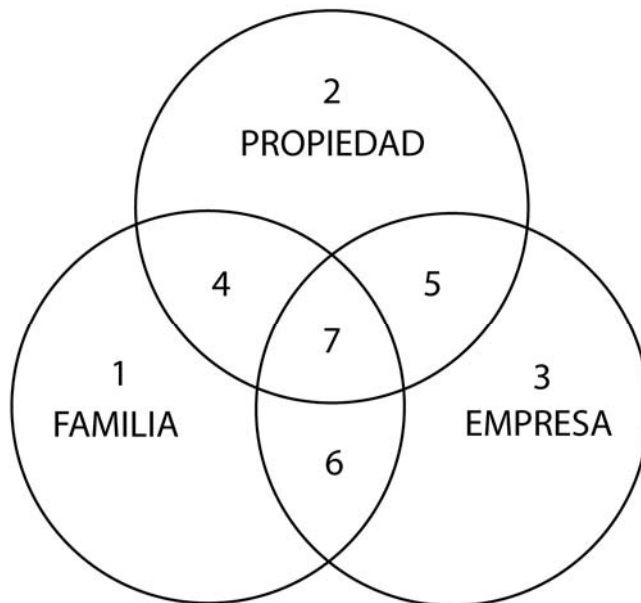


A partir de este modelo de Davis y Tagiuri (1991), surge un modelo más evolucionado desarrollado por Gersick et al (1997) para los cuales una empresa familiar está formada por tres subsistemas que son la empresa, la familia y la propiedad. Cada uno de ellos con sus propias normas y a su vez interconectados.

Las interrelaciones que encontramos en este modelo se describen en la figura 3.2. Siendo los agentes implicados los siguientes:

1. Miembros de la familia que no trabajan en la empresa que no son propietarios
2. Propietarios no familiares que no trabajan en la empresa
3. Empleados de la empresa no familiares sin participación en la empresa
4. Miembros de la familia que no trabajan en la empresa que son propietarios
5. Propietarios no familiares que trabajan en la empresa
6. Miembros de la familia que trabajan en la empresa que no son propietarios

7. Miembros de la familia que trabajan en la empresa y que son propietarios

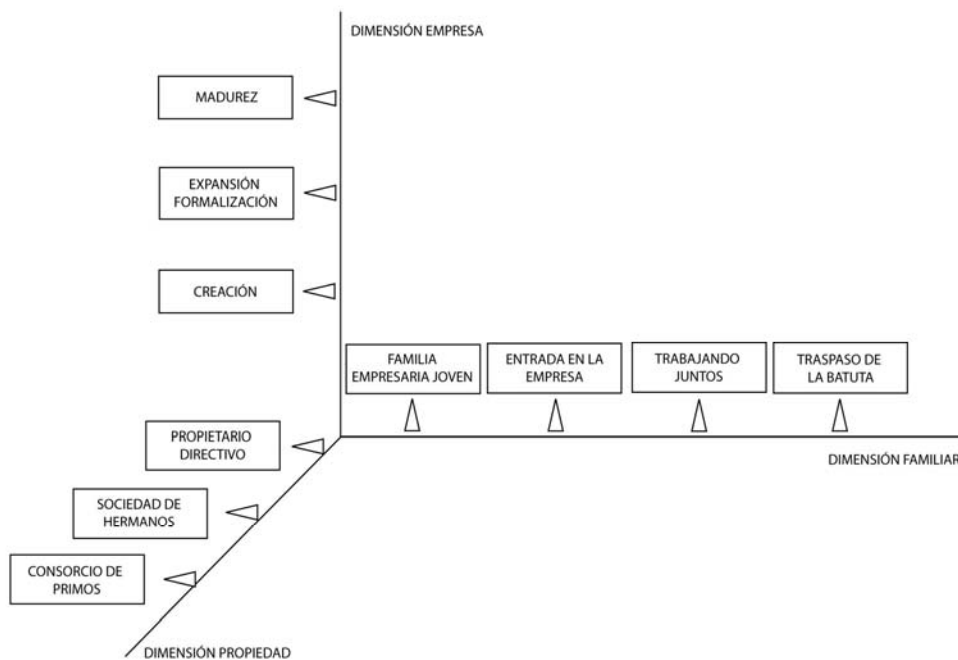


El modelo de los tres círculos sirve para identificar los diferentes grupos de interés que existen en la empresa familiar, así como para comprender los principales conflictos que pueden surgir entre ellos.

3.3.1.3 | Modelo evolutivo tridimensional

Para Gersick et al (1997) el modelo de los tres círculos de Davis y Tagiuri (1991) ofrece una visión estática de la realidad de la empresa familiar en un momento concreto del tiempo. Estos autores argumentan que los retos más importantes a las que se enfrenta la empresa familiar se originan con el paso del tiempo; que implica cambios en la organización, en la familia y en la distribución de la propiedad a medida que los individuos van abandonando o entrando en cada

unos de los círculos y que además los individuos atraviesan los círculos según evoluciona el tiempo. Para recoger este hecho los autores añaden el factor tiempo al modelo de los tres círculos, obteniendo un modelo evolutivo tridimensional de la empresa familiar.



Cada podemos observar en la figura 3.3 cada uno de los tres círculos, propiedad, familia y empresa, tiene una dimensión evolutiva independiente. Las evoluciones de cada unos de los subsistemas influyen en los otros dos, pero también son independientes. Pasamos a describir brevemente cada una de las dimensiones.

Para el desarrollo de la dimensión evolutiva de la propiedad los autores se basaron en los trabajos previos de Ward (1987, 1991), explican como suele evolucionar frecuentemente la propiedad de una empresa familiar. La mayor parte de las empresas comienzan con un único fundador o un matrimonio fundador, que posteriormente con la desaparición del fundador se convierte en un traspaso

generacional hacia los hermanos y, que el siguiente relevo generacional lleva al consorcio de primos.

Por otra parte, la evolución de la dimensión de la familia está basada en los ciclos de vida familiares. Las cuatro etapas vienen determinadas por la edad de los miembros que participan en la sociedad. La primera etapa es la familia empresaria joven, que es cuando el fundador o el matrimonio fundador tienen los hijos y nace una nueva relación padres e hijos. Posteriormente viene la etapa de entrada en la empresa, surge cuando los hijos pasan a la edad adulta y deciden si quieren trabajar en la compañía. Más tarde está la etapa de trabajando juntos, es un periodo convulso puesto que comparten espacio los padres, hijos, hermanos, primos y parientes políticos, se caracteriza por unas relaciones muy complejas. Y por último está el traspaso de la batuta, que aunque parece que solamente está relacionado con la sucesión también tiene importantes repercusiones en la familia.

Con respecto a la dimensión evolutiva de la empresa, esta dimensión está basada en los ciclos de vida de las empresas, para Gersick et al (1997) la vida de la empresa pasa por tres etapas importantes. La primera de ellas es la creación de la compañía, momento en que se funda la empresa y donde la supervivencia no está garantizada. La segunda etapa es la expansión/formalización, periodo que comprende desde el momento en que la empresa se establece en el mercado hasta que estabiliza su situación con rutinas estandarizadas, en este periodo la empresa sufre las consecuencias positivas y negativas del crecimiento: mayores oportunidades para los directivos familiares y no familiares, mayor rentabilidad, mayor complejidad organizativa por el crecimiento, mayores tensiones, etc. Y la etapa final es la madurez, periodo en el que la empresa no innova su oferta de productos y su único objetivo es conseguir mayores cuotas de mercado, aún sacrificando rentabilidad. Desde este momento a la empresa sólo le queda dos alternativas, renovarse o morir.

A medida que la empresa crece se amplía el número de miembros de la familia implicados en la empresa, la participación de la familia en la elaboración de las estrategias se complica y es sustituida por su participación en la elaboración de la visión de la empresa (Neubauer y Lank, 1999; Lubatkin et al, 2005). Existen trabajos que ponen de manifiesto que existe una clara relación entre los cambios directivos y los cambios de dirección estratégica. Por lo tanto, la evolución generacional y la dispersión de la propiedad en las empresas familiares, provocarán que la utilización de las diferentes fuentes financieras sean diferentes en función de la etapa generacional en que se encuentre la empresa (Gallo et al, 2004; Lubatkin et al, 2005; Blanco et al, 2009).

Cuando una empresa aumenta de tamaño y van pasando las diferentes generaciones, su estrategia no deberá basarse en crecer o sobrevivir, sino que tendrá que reciclarse buscando nuevos productos o mercados, formalizar los sistemas y reestructurar la propiedad. Una empresa que no evolucione llegará a la tercera generación sin capacidad de sobrevivir (Tapies, 2003). La supervivencia de la empresa va a depender en el largo plazo de la capacidad de anticiparse y responder al cambio (Ayala, 2003).

Para Martín y Cabrera (2007), las empresas de segunda y sucesivas generaciones tienen una orientación hacia el cliente mayor que el resto de empresas. Argumentan los autores que sólo aquellas empresas que hayan interiorizado en su cultura el valor de la orientación hacia el cliente serán capaces de sobrevivir y superar los traspasos generacionales. Para la supervivencia de la empresa será fundamental que los predecesores sean capaces de transmitir a las generaciones futuras aquellos conocimientos que constituyen las ventajas competitivas de este tipo de organizaciones, que en muchas ocasiones están basados en la orientación al servicio de los clientes (Cabrera et al, 2001).

Vallejo (2008) manifiesta que la empresa familiar cuenta con su cultura organizativa como factor de éxito en el traspaso generacional. Esta cultura está basada en valores y estos valores son los puntos fuertes que posee la empresa familiar para realizar el cambio generacional, que son el compromiso, la orientación al largo plazo, mayor armonía en las relaciones humanas, y la orientación al cliente y preocupación por la calidad.

3.3.2 | Eficiencia de la empresa familiar

La hipótesis de partida es que las empresas familiares, serán más eficaces que las empresas no familiares, debido a la reducción de los costes de agencia, que resultan de la separación mínima entre la propiedad, control y gestión (Hill y Snell, 1989; Anderson y Reeb, 2003; Lemmon y Lins, 2003). Las empresas familiares presentarán un mayor control sobre los directivos, y reducirán los problemas de agencia entre directivos y propietarios (Fama y Jensen, 1983). La no separación entre propiedad y control supone un factor determinante de la ventaja competitiva de las empresas familiares (Aronoff y Ward, 1995; Allouche et al, 2008).

Para intentar explicar el efecto que produce la familia en la empresa, muchos investigadores se han basado en los postulados de la teoría de agencia y en la teoría de recursos y capacidades (Chrisman et al, 2004). El efecto familia, es decir los atributos inherentes a la familia, influyen en los factores determinantes del rendimiento de la compañía (Dyer, 2006).

Las características familiares darán lugar a la reducción de los costes de agencia, debido a la alineación de los objetivos de los directivos y los propietarios (Schulze et al, 2001). Muchos autores han investigado si realmente existen diferencias significativas en los resultados económicos, financieros y sociales entre empresas familiares y las no familiares. Las principales conclusiones de estos estudios

señalan que la rentabilidad media de las empresas familiares es superior a las de las no familiares, en la estructura financiera se observa aversión al endeudamiento y los resultados de explotación son mayores que en las no familiares (Allouche y Amann, 2007; Pindado et al, 2011).

Anderson y Reeb (2003) llegaron a conclusiones parecidas, ya que encontraron que las empresas familiares superaron a las no familiares en cuanto a niveles de eficiencia y resultados, para el grupo de empresas cotizadas en el S&P 500.

Aunque en la empresa familiar pueden participar directivos no familiares, en estos casos existe mayor cohesión en cuanto a la consecución de objetivos, mayor confianza en la empresa y valores compartidos (Ensley y Pearson, 2005). Para McConaughy et al (2001) la supervisión de la familia sobre los directivos favorece la obtención de mejores resultados y reduce los conflictos entre propietarios y gerentes.

Así, numerosos trabajos empíricos han relacionado la propiedad y los resultados empresariales, encontrando que las empresas familiares debido a la implicación de sus propietarios en la dirección de la empresa son más rentables que las no familiares, produciendo una mayor creación de valor (Jacquemin y Ghellinck, 1978; Gallo y Pont, 1989; Charreaux, 1991; Galve y Salas, 1993; Gallo y Vilaseca, 1996; Casado, 1996; Santana y Cabrera, 2001; Anderson y Reeb, 2003; Ayala et al, 2005; López y Sánchez, 2007; Allouche et al, 2008; Pindado et al, 2011).

En contraste con la anterior opinión, existe un grupo de autores que manifiesta que las empresas familiares no son más eficientes que las no familiares (Davis y Tagiuri, 1982; Beckhard y Dyer, 1983; Gallo y Pont, 1989; Charreaux, 1991; Dorta y Pérez, 2001). Para ellos en la empresa familiar no se reducen los costes de agencia sino que se incrementan (Faccio et al, 2001; Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2003; Arregle et al, 2007).

La empresa familiar está expuesta a otra serie de conflictos que deben estudiarse de manera diferente (Morck y Yeung, 2004). Por otro lado, la reducción de los costes de agencia en la empresa familiar es muy complicada por el gran altruismo parental que en ella se encuentra y que conduce a la obtención de malos resultados (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2001).

A la vista de los resultados observados en los diferentes estudios, podemos decir que no existe unanimidad sobre la manera en la que el componente familiar influye en la rentabilidad de la empresa. Pero lo que si parece demostrado es que el componente familiar no es un valor neutro, ya que puede potenciar o reducir la capacidad de la empresa para generar valor (Dorta y Pérez, 2001).

3.3.3 | Tamaño de la empresa familiar

La influencia de la familia en la propiedad puede determinar el tamaño de la empresa (Chu, 2009). Son numerosos los trabajos que caracterizan a la empresa familiar con una dimensión menor que la no familiar (Gallo y Pont, 1989; Gallo y Estapé, 1993; Merino y Salas, 1993; Galve y Salas, 1993; Casado, 1996; Alcalde et al, 2000; Santana y Cabrera, 2001).

Para Poza (2007), la capacidad que tiene una empresa familiar para aprovechar las ventajas competitivas que la propiedad de la familia puede ofrecer, depende en gran medida de la calidad de la relación entre la familia y la empresa, estando esta interacción influenciada por el tamaño de la organización. Las empresas de reducida dimensión pueden mantener una mejor conexión entre familia y negocio, por lo que es probable que las ventajas potenciales de las empresas familiares se reflejen en mayor proporción en este tipo de empresas.

Las empresas familiares suelen tener una gran variedad de relaciones y mecanismos de gobierno informales, tales como los valores compartidos y las comunicación informal entre todos los miembros de la familia (Pieper et al, 2008). El tamaño influye en la calidad de la información obtenida dentro de la empresa. Así, la calidad de la información se irá debilitando según vaya creciendo la dimensión de la empresa, debido sobre todo a la gran cantidad de información que es necesario procesar (Chu, 2009). Este problema de sobrecarga de información es más complicado que se observe en las empresas pequeñas.

Kole (1995) encuentra que la relación positiva entre empresa y familia es más fácil encontrarla en las empresas de reducida dimensión que en las de mayor tamaño. Estos resultados resaltan el hecho de que el tamaño influye en el rendimiento de la empresa familiar. Las empresas familiares pequeñas presentarán unos menores costes de agencia, que conllevará una relación positiva entre la propiedad de la empresa, el rendimiento y el tamaño (Dyer, 2006). Según este argumento, las posibles ventajas competitivas que manifiesta la propiedad familiar tiene más posibilidades de producirse en las pymes familiares que en las grandes empresas familiares (Chu, 2009).

También el mantenimiento del control de la empresa por la familia puede ser considerado una desventaja competitiva, puesto que las empresas familiares tendrán serias dificultades de encontrar financiación para su crecimiento sin perder parte del control sobre la organización. Como consecuencia las empresas familiares tendrán una dimensión menor que las no familiares, debido fundamentalmente a la relación negativa existente entre mantenimiento del control y crecimiento (Daily y Dollinger, 1991). El mantenimiento del control y la aversión al riesgo influyen en la estructura de capital y en las decisiones de financiación de las empresas familiares (Berger y Udell, 1998; Barton, 1989).

Si las empresas familiares quieren crecer tendrán que recurrir a la financiación ajena, con la consiguiente entrada de personas externas a la familia o un mayor control por parte de los mercados financieros. Por lo que las empresas familiares serán reacias a la obtención de financiación ajena (Gallo y Vilaseca, 1996; Abella, 2000; McConaughy et al, 2001).

Además el endeudamiento se relaciona con el aumento del riesgo financiero, las empresas familiares serán adversas al endeudamiento puesto que la deuda está correlacionada con el riesgo de quiebra y la pérdida de control (Gilson, 1990; Nam et al, 2003), por lo que recurrirán en mayor medida a la utilización de recursos propios. Rechazarán el crecimiento siempre que eso signifique la pérdida de control (Mahérault, 2000).

3.3.4 | La planificación estratégica

Como ya hemos explicado anteriormente no existe una definición universalmente aceptada para delimitar el concepto de empresa familiar, pero si está generalmente aceptada la influencia que ejerce la familia sobre la dirección estratégica de la empresa (Davis y Tagiuri, 1989; Ayala, 2002; Dyer, 2006).

Diversos autores han abordado el tema de la planificación estratégica centrada en la empresa familiar. Pero lamentablemente, las investigaciones se centran fundamentalmente en discernir si realmente existen diferencias en la planificación estratégica entre empresas familiares y no familiares, no llegando a la elaboración de una teoría que describa con detalle como implementa la empresa familiar su estrategia basada en sus ventajas competitivas (Chrisman et al, 2009). El resultado que obtienen las empresas familiares se verá afectado por el nivel y la naturaleza de los recursos que poseen, además de por su forma de utilización (Arregle et al, 2007).

Algunos autores sugieren que la combinación de la familia y el negocio posibilitan la existencia de interacciones de valor económico y no económico que duplican sus capacidades individuales. Esta interacción es el origen de las ventajas competitivas de las empresas familiares, siendo la base para que el negocio perdure en el tiempo (Habbershon et al, 1999; Chrisman et al, 2003; Habbershon et al, 2003).

Habbershon y Williams (1999) definen al grupo de recursos con que cuenta la empresa familiar como “familiness”. Esto es el conjunto de los recursos únicos que posee la empresa gracias a la interacción entre la familia, sus miembros y la empresa. En efecto, una gran ventaja en estas organizaciones proviene de los procesos organizativos originales influenciados por el aspecto familiar de la empresa. Las interrelaciones que se dan entre el capital social de la empresa y el capital social de los miembros de la familia son el origen de las ventajas competitivas que se dan en las empresas familiares (Arregle et al, 2007).

Las empresas familiares y las no familiares difieren en cuanto a los objetivos que persiguen, por ello estas diferencias en cuanto a estrategias seguidas, estructuras de organización y objetivos, deberán producir diferencias en los rendimientos obtenidos (Chrisman et al, 2005). Los objetivos no económicos tienen mucha importancia en las empresas familiares.

La empresa familiar no suele tener como objetivo prioritario la maximización del beneficio, así los valores y los intereses de los propietarios-dirigentes acabarán influyendo en la toma de decisiones (Romano et al, 2000). Una empresa controlada por una familia tendrá como prioridad la continuidad de la empresa, su orientación al largo plazo y la supervivencia (Danco, 1992; Anderson y Reeb, 2003; Le Breton-Miller y Miller, 2006). Este tipo de empresas son capaces de

trabajar por un objetivo a largo plazo, aún cuando los resultados los recojan años más tarde (Ward, 1987; Arregle et al, 2007; Pindado et al, 2011).

Le Breton-Miller y Miller (2006) demuestran que la capacidad que tienen las empresas familiares de continuidad y de implementar cambios sin ingerencias del exterior, les confiere la posibilidad de desarrollar estrategias a largo plazo con los diferentes actores que participan en la empresa. Para Carney (2005) una ventaja importante de las empresas familiares es que disfrutan de relaciones a largo plazo con grupos de interés externos. Mientras que para Barney et al (2002) la fuente de ventaja competitiva está en el mejor aprovechamiento de los recursos provenientes de las fuentes internas.

Las empresas familiares incluyen los objetivos de los propietarios en el seno de los objetivos de la empresa. En la empresa familiar los valores de la familia están integrados en la empresa (Sharma et al, 1997). Tanto es así, que se puede dar el caso de que una buena decisión estratégica para la empresa sea rechazada, porque no coincide con los intereses de los propietarios. En el interior de este tipo de organizaciones, las decisiones estratégicas no se fundamentan únicamente en criterios económicos sino que deben tener en cuenta los valores de la familia (Kropp et al, 2002).

El desafío de dirigir una empresa familiar se encuentra en saber equilibrar las relaciones que se establecen entre los diferentes subsistemas que participan dentro de ella. Una empresa familiar es propiedad y está dirigida por una familia, con lo cual la dirección familiar tendrá en cuenta las oportunidades y amenazas del mercado, pero sin olvidarse nunca de los objetivos de las personas que dirigen la sociedad (Ussman et al, 2000).

La empresa familiar favorece la dimensión afectiva y emocional en la toma de decisiones. Este tipo de organización se caracteriza por tener una gran

flexibilidad, debido a que tiene una estructura organizativa centralizada donde la comunicación es fundamentalmente informal (Martín y Cabrera, 2007). No tienen una gran carga burocrática y la toma de decisiones es más rápida que en las no familiares, lo que les permite adaptarse muy rápido a los cambios del entorno (Basly, 2006).

La mayoría de las investigaciones en el terreno de la empresa familiar de pequeño y mediano tamaño, coinciden en que existe para estas organizaciones una ausencia de planificación estratégica (Basly, 2006). Los dirigentes de las pymes familiares parecen preferir un funcionamiento informal, favoreciendo dentro de su estrategia el mantenimiento de la estabilidad de la empresa.

Pero la empresa familiar no sólo tiene fortalezas, también cuenta con muchos puntos débiles que las hacen ineficientes (Cabrera et al, 2001; Miller et al, 2003). Un gran problema al que se enfrentan las empresas familiares, es el conflicto que se produce entre los valores de la familia y los valores de la empresa (Leach, 1993). Otro aspecto negativo y que las caracteriza, es su aversión al cambio. Los cambios estratégicos son muy complicados en este tipo de sociedades, puesto que los patrones y las rutinas de comportamiento están muy arraigados en los miembros de la empresa (Daily y Dollinger, 1992; Ussman et al, 2000).

Otra debilidad importante es que los flujos económicos que destina la empresa para el sostenimiento de la familia no se corresponden con el trabajo realizado. Es decir, se dotan retribuciones económicas por encima del desempeño, equilibrando las retribuciones a las necesidades familiares, con lo que consiguen un debilitamiento financiero de la sociedad. El altruismo familiar anulará las potenciales ventajas competitivas que presentan este tipo de organizaciones (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2003).

3.3.5 | La orientación al largo plazo

Los propietarios de las empresas bajo control familiar estarán especialmente enfocados a la supervivencia de la empresa a largo plazo (Pindado et al, 2011). Su orientación al largo plazo es un rasgo que caracteriza a la empresa familiar y que parece conferirles una importante fuente de ventajas competitivas (Ward, 1988; Leach, 1993; Kets de Vries, 1993; Cabrera y García, 1999; Mignon, 2000; Abella, 2000; Fernández y Nieto, 2001; Le Breton-Miller y Miller, 2006; Poza, 2007; Allouche et al, 2008).

Las empresas familiares normalmente son organizaciones estables, con una propiedad fuertemente vinculada y comprometida con los empleados y el negocio. El objetivo de invertir a largo plazo es una consecuencia de la pertenencia de la empresa a un sistema familiar, además del deseo de preservar la herencia familiar y su transferencia a las generaciones siguientes (Chua et al, 2003; Allouche et al, 2008).

Además, la confluencia entre los objetivos del propietario-dirigente y de la empresa hace que no haya conflicto de fines a corto plazo y largo plazo, por lo que la empresa familiar estará dispuesta a realizar inversiones con un mayor tiempo de maduración, sin tener que realizar inversiones cuyos resultados se obtengan a corto plazo por las presiones de los inversores ajenos a la familia (Ward, 1987; Carney, 2005). Debido a su compromiso de continuidad y su orientación a largo plazo, las inversiones que realicen este tipo de empresas estarán enfocadas a la maximización de los resultados (Carney, 2005); sobre todo cuando el propietario desee transmitir la empresa a sus descendientes. En este caso, el riesgo de inversiones subóptimas se reduce mucho, las inversiones que se realicen se harán para intentar beneficiar a las generaciones futuras (James, 1999; Anderson y Reeb, 2003).

La independencia que confiere el control de la familia en este tipo de empresas, les permite seguir con toda libertad sus objetivos de orientación al largo plazo y de supervivencia (Miller y Le Breton-Miller, 2005). La orientación al largo plazo es sinónimo de mantenimiento del control a largo plazo y también mantenimiento de la dirección por parte de la familia (Mignon, 2000).

Para Albouy (1999), esta singularidad de las empresas familiares hace que su supervivencia constituya un modelo alternativo a la creación de valor por parte del mercado financiero. Así, deberíamos conocer sí lo más importante para la empresa familiar es su supervivencia, convirtiéndose en centenaria, o si por el contrario, su objetivo principal es la maximización de la riqueza de los accionistas.

Existe otra corriente de pensamiento que considera la orientación de la empresa a largo plazo como un gran inconveniente. Cuando el propietario-gerente no se guía por los objetivos financieros y favorece la continuidad de la empresa a favor de sus descendientes, produce un desequilibrio dentro de la sociedad por la ineficiencia de la estrategia seguida (Gersick et al, 1997).

En un estudio realizado por Mignon (2000) sobre un grupo de empresas francesas de carácter familiar, se definió mediante una encuesta lo que ansían lograr los dirigentes con la continuidad de la empresa. Tres aspectos fueron los más comunes: el primero de ellos es el mantenimiento del poder, reflejado tanto en el mantenimiento del control como de la dirección, la visión a largo plazo representa que la familia mantenga la propiedad de la empresa y sea dirigida por los miembros de la familia. El segundo factor que se observó fue la supervivencia de la organización, reflejada en dos aspectos. Uno de continuidad, como es la salvaguarda de los valores de la empresa y la defensa del empleo; y otro de renovación, como son las necesidades de adaptación para la supervivencia. Y por último, el tercer motivo es la continuidad de las actividades de la empresa, relativo

a seguir realizando el mismo trabajo y la perpetuación de su saber hacer tradicional.

La doble característica de capital familiar y voluntad de supervivencia confiere a estas empresas diferencias en cuanto a funcionamiento, diseño de estrategias y distribución de beneficios (Le Breton-Miller y Miller, 2006; Chrisman et al, 2009). Estas características contribuyen a formar lo que se puede denominar un modelo propio de las empresas familiares perennes (Mignon, 2000).

La estrategia financiera de la empresa familiar está enfocada en un horizonte a largo plazo, siendo su objetivo preservar la subsistencia de la entidad. Por ello basan sus estrategias financieras en la autofinanciación, con bajas tasas de endeudamiento y la negativa a la distribución de dividendos (Gallo y Vilaseca, 1996; Harvey 1999; Calvi-Reveyron, 2000; McConaughy et al, 2001; Allouche et al, 2008). Para muchos dirigentes de empresas familiares, la autofinanciación se practica por considerar que la empresa es una buena inversión para las generaciones futuras (Ward, 1988).

Sin duda la estructura de propiedad de las empresas familiares les confiere la independencia necesaria para asumir estrategias orientadas a largo plazo y con un alto grado de compromiso social con todos los actores que participan en la empresa (Gómez-Mejía et al, 2001; Le Breton-Miller y Miller, 2006).

3.3.6 | Los recursos humanos

Son los recursos humanos los que realmente poseen la experiencia, la información, el “know how”, los métodos de aprendizaje, los conocimientos y las habilidades, para llevar a cabo los proyectos manteniendo la ventaja competitiva

(Dyer, 2006). Estos conocimientos son los que les confiere una ventaja competitiva única.

Aunque existen trabajos anteriores a este, podemos situar el trabajo de Astrachan y Kolenko (1994) como el precursor de cómo son las relaciones en materia de personal en las empresas de carácter familiar, ya que puso en evidencia la importancia que juegan los recursos humanos dentro de las empresas familiares.

En la empresa familiar la interacción de la empresa y la familia propicia el desarrollo de una cultura particular. En ella reina el “espíritu de familia”, que impregna todo el conjunto de las relaciones humanas dentro de la empresa viendo a los empleados como parte de la familia. El objetivo último es la fidelización de los empleados (Gélinier, 1996; Dyer, 2006). Se buscan relaciones estables y duraderas, lo que permite crear barreras de protección frente al exterior, para lo que utiliza diferentes estrategias de reclutamiento de personal buscando el compromiso a largo plazo para que madure su implicación en el futuro de la sociedad (Singer y Donoho, 1992).

En las empresas bajo control familiar existe un alto grado de compromiso, tanto por parte de los miembros de la familia que tienen una responsabilidad hacia la empresa como por parte de los empleados, que se consideran parte de ella implicándose apasionadamente en la consecución de las metas (Rosenblatt et al, 1985; Ward, 1988; Kets de Vries, 1993; Harris et al, 1994; Allouche y Amann, 2000; Chrisman et al, 2009). A su vez, otra característica que se asocia a las empresas familiares es el orgullo de pertenencia a una organización (Kets de Vries, 1993).

El paternalismo que se da en las empresas familiares genera un sentimiento de confianza y lealtad entre sus empleados, que los convierte en recursos únicos e inimitables (Sirmon y Hitt, 2003; Dyer, 2006). Existen trabajos que manifiestan la

preocupación por parte de los miembros de la familia en el bienestar y el desarrollo de los empleados que participan en la empresa familiar.

Las empresas familiares basarán sus estrategias referentes a los recursos humanos en la generación de confianza y en la construcción de un espíritu de equipo, generando una mayor optimización de la utilización de los recursos que permitirá unos mejores resultados (Rogoff y Heck, 2003). Además, un personal motivado y comprometido en la consecución de los objetivos, reducirá los costes de agencia provocados por el altruismo familiar (Steier, 2003). Los equipos de alta dirección de las empresas familiares estarán más comprometidos que los de las no familiares, debido a que la familia aporta a la empresa objetivos comunes, alta confianza y valores compartidos (Ensley y Pearson, 2005). La supervisión de la dirección no familiar por parte de la familia generará un alto rendimiento reduciendo los costes de agencia (McConaughy, 2000). La mayor parte de los estudios defienden que una alta concentración de la propiedad por parte de la familia reduce de manera significativa los costes de agencia, por lo que obtendrán mejores resultados (Dyer, 2006).

Sin embargo, para otro grupo de autores las empresas familiares se enfrentan a graves problemas de gestión interna, incurriendo en importantes costes de agencia debido a los conflictos que se producen por la participación de la familia en la organización. El tratamiento preferente para algunos miembros de la familia lleva a aumentar los problemas de agencia (Gómez-Mejía et al, 2001). Además la empresa familiar puede llegar a convertirse en un mercado interno de trabajo favoreciendo la incorporación de los miembros de la familia independientemente de su valía, los costes de agencia se incrementarán por la necesidad de supervisión de las decisiones tomadas (Arosa, 2009).

También se observa que las posiciones de autoridad están reservadas a los miembros de la familia, situación que favorece el nacimiento de rivalidades entre

empleados y miembros de la familia (Kellermanns y Eddleston, 2007). Sin embargo, los expertos argumentan que los directivos familiares pueden aportar habilidades y recursos valiosos que los directivos no familiares no poseen (Chu, 2009).

Pero aunque los miembros de la familia estén en puestos de toma de decisión, por contrapartida perciben menos retribución que los ejecutivos no familiares (Donckels y Frohlich, 1991; Gómez-Mejía et al, 2003), basando esta diferencia salarial en el concepto de ayudar a la empresa. Pero su retribución no es solamente económica, también perciben beneficios a través del crecimiento de la empresa, de su perennidad, del trabajo de su pareja o del trabajo de los hijos en la empresa (Fredy-Planchot, 2002; Schulze y Gedajlovic, 2010).

El nepotismo es otro factor negativo de las empresas controladas por la familia, ya que posibilita la colocación de miembros incompetentes de la familia en puestos clave (Dyer, 2006), situación que dificulta la entrada de directivos externos a la familia y reducen su competitividad (Fernández y Nieto, 2005). Raras veces los empleados no familiares participan en las decisiones que afectan al funcionamiento de la empresa (Harris et al, 2004).

El tamaño también limita la posibilidad de reclutamiento de empleados capacitados, ya que las compensaciones que pueden ofrecer este tipo de empresas de pequeño tamaño son menores que las grandes (Schulze et al, 2001). Pero no sólo es un problema de tamaño, las empresas familiares en general perciben a los empleados competentes como una amenaza al mantenimiento del control por parte de los miembros de la familia, por lo que la capacitación de los empleados en las empresas familiares estará muy limitada (Harris et al, 2004).

No existe un consenso en los estudios de cómo es la formación en la empresa familiar, aunque se manifiesta mayoritariamente que las pymes familiares tienen un menor desarrollo que las grandes empresas en esta materia (Kotey y Folker, 2007). La capacitación de los empleados de las empresas familiares se describe frecuentemente como informal, no planificada y orientada al corto plazo (Hill y Stewart, 2000). Las empresas familiares prefieren la formación informal porque es menos costosa, se puede integrar fácilmente en las tareas diarias de la empresa y se centra en las necesidades específicas de los empleados (Kotey y Folker, 2007). Los empleados aprenden en el puesto de trabajo la utilización de las habilidades necesarias para realizar sus tareas, desarrollando habilidades polivalentes más adecuadas para las necesidades de las pymes familiares (Smith et al, 2002).

Aún con ausencia de planificación en la formación, existen trabajos que manifiestan que en las empresas con la propiedad concentrada sus empleados están mejor formados (Fredy-Planchot, 2002). Esto es debido fundamentalmente al sentimiento de pertenencia que impregna las relaciones dentro de la empresa familiar (Kets de Vries, 1993). El bienestar de la familia y de los empleados tiene prioridad sobre los objetivos a corto plazo y el crecimiento de la empresa (Allouche y Amann, 1997; Gersick et al, 1997).

3.3.7 | Otros recursos y capacidades

Según la teoría de recursos y capacidades, el origen de la ventaja competitiva de la empresa está en los recursos y capacidades valiosos que posee. Las interrelaciones entre el capital social de la empresa y el capital social de los miembros de la familia, son el origen de las ventajas competitivas que se dan en las empresas familiares (Habbershon y Williams, 1999; Arregle et al, 2007).

Muchas veces estas capacidades no son exclusivas de las empresas familiares, pero la definición de objetivos diferenciados y la distinta forma de aplicación de los recursos, dotará a estas organizaciones de atributos específicos (Chrisman et al, 2005; Le Breton-Miller y Miller, 2006). Así, las diferencias en las metas perseguidas y sus atributos provocarán la variación de rendimientos entre la empresa familiar y la no familiar (Sirmon y Hitt, 2003; Arregle et al, 2007). Además, el establecimiento por parte de la empresa familiar de objetivos diferentes a la no familiar, afectará a los niveles y al tipo de inversión que desencadenará el posterior desarrollo de recursos y capacidades valiosos (Chrisman et al, 2009).

Para Chrisman et al (2009) la empresa familiar posee tres categorías de ventajas competitivas. En primer lugar encontramos las relaciones externas, medidas a través del tipo de vínculo con los proveedores, clientes, intermediarios financieros y reputación de la empresa. En segundo lugar están las relaciones internas, que son los recursos obtenidos a través de las relaciones entre las personas que participan en la organización. Y en tercer lugar encontramos las propias habilidades de la empresa.

Una ventaja para las empresas familiares es que los dirigentes plantearán estrategias a largo plazo con el objetivo de dejar la empresa a las generaciones futuras (Schulze y Gedajlovic, 2010), este horizonte temporal provocará que la empresa considere primordiales sus relaciones con los agentes que participan en la organización, clientes, proveedores y empleados (Le Breton-Miller y Miller, 2006). La colaboración que establece la empresa familiar con sus proveedores será una relación estable a largo plazo (Carney, 2005).

La formulación de las estrategias a largo plazo, el fuerte compromiso con la organización y el conocimiento adquirido con la experiencia son la fuente de

ventajas competitivas para las empresas bajo control familiar (Sirmon y Hitt, 2003).

La familia sirve como trampolín para la obtención de ventajas competitivas dentro de la empresa, obteniendo lo que Arregle et al (2007) definen como capital social familiar. El capital social familiar permite comprender cómo se establecen las relaciones entre los distintos agentes que participan en la empresa facilitando el acceso a la información y a los recursos valiosos.

Los dirigentes-propietarios están muy interesados en la supervivencia de la empresa, por lo que el traspaso generacional se convierte en una prioridad, los propietarios se esforzarán por crear lazos sociales basados en la confianza a largo plazo (Steier, 2001; Sirmon y Hitt, 2003; Schulze y Gedajlovic, 2010). Estas organizaciones entienden que la generación de confianza con los agentes externos les producirá beneficios en la obtención de los recursos. La continuidad de la empresa familiar será entendida por los agentes externos como un indicio de beneficio mutuo (Chrisman et al, 2009).

La preocupación por preservar su reputación, la protección del nombre de la familia y que el mercado perciba una imagen favorable de la empresa, será el origen del fuerte compromiso de los propietarios de las empresas familiares; pudiendo ser el origen de su ventaja competitiva (Grant, 1991; Pindado et al, 2011). El apellido es sinónimo de transparencia, todo el mundo sabe quién está detrás de la empresa, el nombre comercial de muchas empresas familiares es sinónimo de calidad (Fuentes et al, 2007).

Es de esperar que la utilización de los recursos y capacidades que posea la empresa familiar sea diferente a la no familiar debido a la orientación al largo plazo y al control familiar (Breton-Miller y Miller, 2006). Dado que los miembros de la familia invierten su propio dinero en la empresa, tenderán a realizar inversiones

rentables optimizando la utilización de sus recursos (McConaughy et al, 2001; Carney, 2005). Además, este control de la empresa por parte de los propietarios hará que estos puedan invertir con total libertad los recursos financieros en función de las oportunidades, por lo que estarán orientados a la innovación y al desarrollo de nuevos productos (Carney, 2005; Le Breton-Miller y Miller, 2006).

Esta interacción entre empresa y familia también puede ser la base de desventajas competitivas, puesto que puede dar lugar a conflictos de intereses entre la empresa y los miembros de la familia (Leach, 1993; Kellermanns y Eddleston, 2007). Dentro del grupo de desventajas de la empresa familiar, una debilidad importante que se puede convertir en definitiva sino está bien gestionada, es la sucesión (Handler, 1989). El fracaso de la sucesión suele ser el principal motivo de desaparición de este tipo de organizaciones. Además de ello se enfrenta, a la búsqueda del equilibrio entre la necesidad de entrada de capital ajeno para financiar el crecimiento y el mantenimiento del control.

Pero la orientación al largo plazo también puede convertirse en una desventaja ya que supondrá una lastre para implementar cambios en la empresa, debido a que este tipo de organizaciones son reacias al cambio (Sharma y Manikutty, 2005).

3.4 | Características financieras de la empresa familiar

Existe un numeroso grupo de trabajos que ponen de manifiesto la existencia de diferencias en las políticas financieras de las empresas familiares con respecto a las que siguen las no familiares. Estos estudios demuestran que las empresas con carácter familiar tienen un menor ratio de endeudamiento (Agrawal y Nagarajan, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996; Mahérault, 1998; Gallo et al, 2004; McConaughy et al, 2001; Nam et al, 2003; Basly, 2007; López y Sánchez, 2007; Allouche et al, 2008).

Esta política financiera especialmente prudente puede ser explicada por dos factores: el mantenimiento del control por parte de la familia (King y Santor, 2008) y la baja diversificación de las inversiones de los accionistas (Allouche y Amann, 2000; Chen et al, 2008).

El endeudamiento aumenta el riesgo financiero de la empresa (Nam et al, 2003; Latrous, 2007), el cual está correlacionado positivamente con el riesgo de quiebra y la pérdida de control. Que hará que los directivos familiares que persiguen el objetivo de supervivencia a largo plazo sean contrarios a aumentar el endeudamiento. Pero todavía serán mucho más adversos a la apertura del capital hacia el exterior, es decir, que entren nuevos socios en la empresa. Uno de los objetivos prioritarios de la empresa familiar es el mantenimiento del control, por lo que preferirán rechazar proyectos de inversión rentables antes de dar entrada a nuevos socios no familiares (Poutziouris, 2003).

Uno de los principales desafíos a los que se enfrentan las organizaciones familiares es el de conseguir aumentar su crecimiento sin perder el control, situación que muchas veces es imposible ya que necesitan financiación externa para crecer (Goffee, 1996; Allouche y Amann, 2000). La disyuntiva de elección para la empresa entre aumentar la deuda o abrir su capital, implica un arbitraje entre el aumento del riesgo financiero en el caso de el endeudamiento o pérdida de control familiar en el caso de las ampliaciones de capital (Harijono et al, 2004).

La concentración de la propiedad en la familia guiará el mantenimiento del control y por tanto, explicará el comportamiento financiero de estas empresas. El racionamiento del crédito será una de las consecuencias del intento de mantenimiento del control de la empresa en manos de los miembros de la familia.

El racionamiento del crédito será consecuencia de la importante asimetría informativa que se da en este tipo de empresas, sobre todo en las pymes. La opacidad informativa que caracteriza a las sociedades familiares no favorecerá la obtención de financiación, por lo que la empresa tendrá que mejorar la información que envía al mercado para reducir la asimetría informativa (Ziane, 2002), y de esta forma poder acceder a los mercados financieros en condiciones óptimas tanto en precio como en cantidad.

En busca del mantenimiento de su independencia la empresa familiar preferirá la autofinanciación, posteriormente la deuda y en último lugar las ampliaciones de capital. Las empresas familiares parecen seguir los dictados de la teoría de la jerarquía de preferencias financieras, tal y como lo corroboran diferentes estudios empíricos (Belletante et al, 1998; Mahérault, 2000; Poutziouris, 2001; Fathi y Gailly, 2003).

3.4.1 | Consecuencias de la concentración de propiedad y control

La concentración de la propiedad de la empresa familiar en manos del propietario y de su familia es una característica largamente confirmada. Esta característica tendrá, tal y como propone Mahérault (1998) cuatro consecuencias importantes, como son: la proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar, la concentración de poderes y puestos de responsabilidad en los miembros de la familia, un modelo de dirección específica y unas relaciones de agencia propias.

Como ya hemos comentado anteriormente, la concentración de la propiedad en la familia contribuye a explicar el comportamiento financiero de estas empresas; así la voluntad de preservar su independencia financiera y el mantenimiento del control por parte de la familia constituyen dos objetivos prioritarios que guiarán

todas las decisiones financieras de la empresa (Allouche y Amann, 2007; King y Santor, 2008).

3.4.1.1 | Proximidad entre el patrimonio empresarial y familiar

Aunque la propia estructura jurídica de una empresa distingue su autonomía patrimonial respecto del patrimonio de los socios, la concentración de la propiedad en la empresa familiar implica que exista una gran proximidad entre el patrimonio de la empresa y el patrimonio familiar.

Habitualmente el capital de las empresas familiares está ligado al patrimonio familiar, y no existe separación entre propiedad y dirección. Esta unión puede generar importantes ventajas competitivas para la empresa familiar (Dyer, 2006; Arregle et al, 2007).

La coincidencia en la consecución de los objetivos por parte de la empresa y el dirigente, tendrá implicaciones financieras en la empresa (Astrachan et al, 2002). El hecho de que el empresario considera a la empresa como una parte más de su patrimonio lo demuestra la menor tasa de distribución de dividendos que tienen respecto a las empresas no familiares. Esto es debido, en parte, a las restricciones crediticias y sobre todo al deseo de disminuir su riesgo financiero y fortalecer su salud financiera (Calvi-Reveyron, 2000).

El enriquecimiento personal del propietario y de la empresa están íntimamente ligados a los resultados financieros de la empresa (Mahéralult, 1998). De ahí, que el dirigente-propietario dirija la empresa como si fuera un elemento más de su patrimonio familiar, lo que conduce en ocasiones a que se confunda los objetivos personales del dirigente y los objetivos de la empresa. Hecho que permite explicar

porque en ocasiones algunos dirigentes ponen en riesgo a la empresa recurriendo a los fondos de la empresa para satisfacer necesidades familiares (Dyer, 2006).

La gran interrelación que existe entre el patrimonio de la empresa y el familiar en este tipo de sociedades, supone que debemos reconsiderar el concepto habitual de balance de una empresa familiar. El capital social de la empresa no solamente comprende las aportaciones realizadas por el dirigente y su familia, sino que también debemos añadir la capacidad patrimonial de los propietarios, teniendo en cuenta su patrimonio personal (Arregle et al. 2007). La unión del patrimonio personal y empresarial supone una red de seguridad para la empresa familiar, ya que puede ayudar a sostener el negocio en tiempos de crisis o de aumento de riesgo (Sirmon y Hitt, 2003).

La solicitud de garantías adicionales por parte de las entidades financieras para la concesión de crédito, como puede ser la aportación de avales personales del empresario, añade un argumento de peso que demuestra la proximidad entre los bienes personales del propietario y los activos empresariales (Mahérault, 1996; Galve y Salas, 2003; Anderson et al, 2003; Sánchez Andujar, 2004; Steijvers et al, 2010).

Existen evidencias empíricas que demuestran la relación positiva existente entre el compromiso personal y la obtención de crédito (Avery et al, 1998; Colombo y Grilli, 2007). Los proveedores financieros basan sus decisiones conforme a la valoración de la capacidad de endeudamiento de los propietarios de las empresas, más que a la propia empresa en sí. Tanto es así, que la concesión de crédito a estas empresas suele estar sujeto a la formalización de avales personales que sirven como garantía de la devolución de los créditos. Con lo cual el patrimonio particular del accionista queda indisolublemente unido a la evolución futura de la empresa. En las pequeñas y medianas empresas, la estructura financiera no constituye un fiel reflejo de los capitales involucrados directa o

indirectamente en la actividad empresarial. Los activos tangibles que emplea la empresa son muy superiores a las magnitudes que refleja el balance (Guisado, 1987; Arregle et al, 2007).

Cuando el propietario de la empresa aporta como garantía su patrimonio personal, es identificado por el mercado como un indicio de la reducida probabilidad de insolvencia y de la pérdida de los activos (Menkhoff et al, 2006; Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006). Este hecho hará que la empresa obtenga el nivel de financiación necesario y a un menor coste (Gertler y Gilchrist, 1994; Steijvers y Voordeckers, 2009). En muchos casos la aportación de garantías por parte del propietario es fundamental para obtener la financiación en las empresas familiares (Steijvers et al, 2010).

3.4.1.2 | Influencia familiar en la concentración de poderes y responsabilidades

Las empresas familiares se caracterizan por la concentración de la propiedad en manos de los miembros de la familia, lo que supone la centralización del poder en la toma de decisiones (Chen et al, 2008). Como consecuencia, su estructura de funcionamiento es completamente diferente al de la empresa no familiar, debido a la influencia del factor familia (McCollom, 1990; Chrisman et al, 2005; King y Santor, 2008). El tipo de influencia que ejerza la familia en la empresa condicionará las prácticas de gestión y gobierno que se utilice (Basco, 2005).

La doble característica de propietario-dirigente que encontramos en estas empresas da lugar a que la concentración del capital influya en el nivel de endeudamiento que alcance la empresa, motivado por su orientación al largo plazo, la aversión al riesgo y la convergencia de objetivos (Romano et al, 2000; Latrous, 2007; King y Santor, 2008). Los accionistas preferirán utilizar deuda cuando su participación en el capital es débil, de esta manera limitan la disolución

de su propiedad y aumentan su poder económico. Contrariamente, los accionistas con un porcentaje alto del capital rechazarán endeudarse para controlar el riesgo de quiebra, puesto que al tener una gran parte de su patrimonio invertido en la empresa no tienen motivos para asumir más riesgo financiero. En consecuencia, la concentración de la propiedad y por tanto del poder, influye en su estructura financiera (Romano et al, 2000; Allouche et al, 2008; Chen et al, 2008).

La centralización de la dirección en los miembros de la familia provoca dos consecuencias negativas para la empresa, la primera de ellas es la no existencia de ningún control interno sobre las decisiones tomadas por la dirección (Schuze y Gedajlovic, 2010). Y la segunda consecuencia, es que las funciones de la empresa no las asumen especialistas y entonces la dirección de cada una de estas funciones no está siempre optimizada. El carácter familiar de la empresa induce frecuentemente al establecimiento de un equipo dirigente familiar, que no siempre es garantía de éxito (Dyer, 2006).

Pero la situación de la empresa en cuanto a distribución de responsabilidades y puestos directivos puede evolucionar a un grado intermedio, donde personas ajenas a la familia ejerzan puestos de responsabilidad en la empresa. Será inevitable la apertura a directivos profesionales (Galve, 2002).

Que la propiedad y la dirección sea ejercida por el mismo grupo de personas, la familia, tiene como puede suponerse ventajas e inconvenientes. La presencia de un propietario-director ayudara a alinear los intereses de la empresa con la familia, por lo que tendrán mayores tasas de desempeño (Anderson y Reeb, 2003). Además los altos cargos familiares pueden aportar valiosos recursos a la empresa que los directivos externos no poseen (Chu, 2009). Por su parte, Miller y Le Breton-Miller (2007) sostienen que la forma de gobernar de la familia así como su liderazgo, crea condiciones únicas que pueden hacer que las empresas familiares sean más eficaces que las no familiares. Otra razón que apoya el

argumento de que las empresas familiares son más eficientes que las no familiares, es que los directivos familiares están motivados para maximizar el valor de la empresa, por lo que necesitarán menores incentivos pecuniarios que los directivos no familiares; se confirma la alineación de intereses (McConaughy, 2000).

Sin embargo también podemos encontrar inconvenientes, como puede ser el trasvase de conflictos entre la familia y la empresa, el freno al crecimiento por la limitación de recursos disponibles, ineficacia en los mecanismos de control, problemas derivados del autocontrol y la limitación de talento y habilidades directivas de los miembros de la familia (Cabrera et al, 2001; Galve, 2002; Miller et al, 2003). Además en el trabajo presentado por Gómez-Mejía et al (2001), Explican como el altruismo familiar en combinación con el mantenimiento del control puede anular el valor de las habilidades existentes así como retardar el desarrollo de nuevas habilidades.

3.4.1.3 | Concentración de la de propiedad y estructura financiera

La mayor parte de los estudios que relacionan la estructura de propiedad de la empresa y su estructura de capital predicen que el apalancamiento financiero está influenciado por la aversión al riesgo de los directivos, los costes de control, la amenaza de absorción y oportunidades de crecimiento (King y Santor, 2008). Los propietarios de las empresas familiares influyen considerablemente en la política financiera de la empresa, debido sobre todo al arraigamiento de la familia en la empresa, el temor a la quiebra y la convergencia de intereses (Latrous, 2007).

Las empresas familiares se caracterizan fundamentalmente por una menor utilización de la deuda, su nivel de endeudamiento es menor que el de las no familiares (Agrawal y Nagarajan, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996; Gallo et al, 2004;

Allouche et al, 2008). Este menor recurso a la deuda condiciona su política financiera debido a dos factores, la aversión al riesgo y su orientación al largo plazo (Colli, 2002; Basly, 2007; Allouche y Amann, 2007).

Como sabemos, la orientación al largo plazo de la empresa es un objetivo defendido como prioritario para este tipo de organizaciones (James, 1999). El mantenimiento del control y la continuidad de la actividad de la empresa se convierten en una prioridad, por la voluntad de transmitir la empresa a las generaciones futuras (Pindado et al, 2011). Por consiguiente, la empresa es considerada un elemento más del patrimonio familiar, y por tanto las inversiones financieras estarán orientadas buscando su optimización a largo plazo y rechazando las inversiones que conlleven riesgo. Además esta orientación significa mantenimiento de control y dirección a largo plazo (Mignon, 2000). En consecuencia la concentración de la propiedad y la orientación al largo plazo de la empresa familiar, mantendrán una relación inversa con el nivel de apalancamiento (King y Santor, 2008).

Otra característica que describe la política financiera de estas empresas es la aversión al riesgo, este miedo a la quiebra se debe en gran medida a la poca diversificación en las inversiones que tienen los accionistas. La empresa constituye frecuentemente la parte principal de su patrimonio familiar, y por tanto existe una alta concentración del riesgo financiero. Además si añadimos que el dirigente-propietario participa en la dirección de la empresa, el riesgo financiero viene acompañado del riesgo de depreciación de su reputación familiar (Pindado et al, 2011).

Estas dos características distintivas de las empresas familiares, conducen a una fuerte reticencia a la utilización de la deuda. El aumento del endeudamiento provoca el incremento del riesgo de quiebra, además de incrementar el riesgo de pérdida de control (Gilson, 1990; Nam et al, 2003). La aversión al endeudamiento

por parte de la empresa familiar, se asocia con el riesgo de pérdida de control (Allouche et al, 2008).

El mantenimiento del control de forma activa por parte de los miembros de la familia pondrá límites al uso de la deuda y a las ampliaciones de capital (Berger y Udell, 1998). Cuestiones como la aversión al riesgo además del mantenimiento del control, influirán en la estructura de capital de la empresa familiar así como en sus decisiones financieras (Romano et al, 2000).

Según Basly (2006) el principal desafío que tiene la empresa familiar es promover el crecimiento sin poner en tela de juicio el mantenimiento del control familiar. El control familiar está íntimamente relacionado con la política financiera, ya que si los flujos financieros generados no son suficientes para financiar el crecimiento de la empresa, tendrá que utilizar financiación externa con las repercusiones que puede tener por la pérdida de independencia. También Mahérault (2000) afirma en su estudio, que una de cada dos empresas familiares prefiere renunciar al crecimiento que diluir su propiedad.

Estas repercusiones son importantes cuando la empresa incrementa su recurso a la deuda, pero sobre todo se manifestarán cuando la empresa abra su capital a inversores externos a la familia. La elección entre aumentar la deuda o abrir el capital social implica la búsqueda equilibrada entre incremento del riesgo financiero, en caso de financiación con deuda; y la pérdida de control, en caso de apertura del capital social (Harijono et al, 2004).

Para la empresa familiar la apertura del capital social será su último recurso de financiación (Chen y Zhao, 2004), si llega al punto de tener que abrir su capital social indicará que cuenta con oportunidades de crecimiento pero que no dispone de fuentes de financiación alternativas (Poutziouris, 2001). En un trabajo realizado en el Reino Unido por Westhead et al (2001), observan que los accionistas

familiares son poco proclives a abrir su capital a inversores no familiares, prefieren evitar cualquier forma de control externo aunque ello signifique sacrificar su crecimiento.

Cuando una empresa familiar abre su capital a inversores externos es debido no sólo a una generación insuficiente de recursos propios, sino también porque seguramente ha alcanzado un alto nivel de endeudamiento (Allouche y Amann, 2007).

La mayor parte de los estudios publicados manifiestan que existen diferencias importantes entre la política financiera de las empresas familiares en comparación con las no familiares, aunque también existen excepciones que manifiestan lo contrario, como los trabajos realizados por Harijono et al (2004) y Colot y Croquet (2005). Por su parte, Anderson y Reeb (2003) encuentran que la propiedad de la empresa no tiene ningún efecto sobre su estructura de capital.

3.4.1.4 | Relaciones de agencia específicas

Partiendo del planteamiento teórico de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama 1980; Fama y Jensen, 1983) no parece descabellado afirmar que la unificación entre propiedad y control puede suponer implicaciones positivas en la estructura financiera de este tipo de organizaciones, más si cabe, cuando los mismos protagonistas juegan a la vez el papel de accionistas y directivos (Hill y Snell, 1989).

Según los postulados clásicos de la teoría de la agencia, los conflictos serán casi inexistentes en este tipo de organizaciones puesto que los propietarios que son a la vez los dirigentes, convergerán en los objetivos y maximizarán el valor de la empresa. Del mismo modo, se producirá la alineación de intereses en cuanto a

crecimiento y asunción de riesgos. Los directivos no estarán incentivados para comportarse de manera oportunista (Schulze et al, 2001).

La pertenencia a la familia modera las ambiciones personales y los conflictos que se puedan generar, debido a la lealtad y al compromiso que todos los miembros de la familia tienen con la empresa. Se minimiza la necesidad de supervisar el comportamiento de un miembro de la familia, porque la comunicación informal y el conocimiento de las personas hacen que no sea necesario (Lemmon y Lins, 2003; Allouche et al, 2008; Pindado et al, 2011).

Para Schulze et al (2001), los costes de agencia se reducen en las empresas familiares debido a que la implicación de la propiedad en la dirección provoca que las decisiones que se tomen no puedan expropiar valor a los accionistas, o que las asignaciones de recursos no sean subóptimas. Debido a esta reducción de costes de control, la empresa familiar se convierte en un tipo de organización poco costosa y más eficiente que la empresa no familiar (Daily y Dollinger, 1992; Anderson y Reeb, 2003; Lemmon y Lins, 2003).

La implicación de la familia en la gestión provoca que los objetivos familiares influyan en los intereses empresariales, por lo tanto la empresa no sólo tendrá como objetivo principal la maximización del valor de la empresa (Sharma et al, 1997); sino que la maximización de la función de utilidad del dirigente provocará que este intente equilibrar la consecución de sus objetivos personales, con los objetivos de la empresa y con los del grupo familiar. En las empresas familiares los criterios de decisión no serán puramente económicos (Tagiuri y Davis, 1996; Romano et al, 2000; Carney, 2005).

Del mismo modo que se asevera que los problemas de agencia se minimizan en las empresas familiares, también podemos afirmar que cuando se dan son más graves que en las no familiares, debido a la yuxtaposición existente entre

objetivos económicos y no económicos (Schulze et al, 2003; Steijvers et al, 2010). Los conflictos que se producen en las empresas familiares no tienen porque producirse en las no familiares, y viceversa (Chua et al, 2003).

Un problema de agencia específico de la empresa familiar es el conflicto de intereses que se da entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Azofra et al, 2007), tan relevante o más que el existente entre accionistas y directivos (Basly, 2006). Los accionistas minoritarios están a favor del crecimiento dado que su inversión está diversificada y tienen un menor riesgo financiero. Por el contrario, los inversores mayoritarios prefieren inversiones poco arriesgadas al tener la mayor parte de su patrimonio personal invertido en la empresa (Schulze et al, 2001).

Este conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios provocará que los propietarios-directivos favorezcan la consecución de sus propios intereses en detrimento de los accionistas minoritarios (La Porta et al, 1999; Schulze et al, 2003; Schulze y Gedajlovic, 2010). La doble condición de dirigente-propietario, confiere a este la posibilidad de elegir el modo de cobrar su trabajo, pudiendo hacerlo en forma de dividendos igual que el resto de accionistas, cobrar un salario como cualquier otro trabajador y/o haciéndose pagos en especie. Los accionistas minoritarios no tienen ningún tipo de control, por eso parece evidente que cuando la empresa haya ampliado su capital en el exterior y existan pequeños accionistas, el dirigente favorezca estas formas de remuneración no controlables.

El poder de decisión que otorga la propiedad puede ser utilizado también para favorecer a determinados parientes a costa de los intereses de la empresa y tal vez de otros miembros de la familia (Rosenblatt et al, 1985; Dyer, 2006). Esta merma de control por parte de los accionistas minoritarios provoca que se establezcan procedimientos de fiscalización en la empresa para disminuir las decisiones arbitrarias (Chua et al, 2009). Debido a los problemas ocasionados por

el altruismo familiar existe un grupo de autores que manifiestan que no es posible eliminar totalmente los costes de agencia de la empresa familiar, e incluso que a veces son mayores que en las no familiares (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2001). Pero a la vez, Lubatkin et al (2007) afirman que el altruismo familiar es la base del “familiness”, es decir, la fuente generadora de sus ventajas competitivas.

La política de reparto de dividendos es otra de las decisiones financieras que se halla vinculada a los costes de agencia. El reparto de dividendos, además de su contenido informativo, está relacionado con el uso discrecional del flujo libre de caja. Desde esta perspectiva, un mayor reparto de dividendos reduce el “*cash flow*” libre limitando la discrecionalidad directiva, reduce las inversiones subóptimas y conduce a una mayor eficacia en la asignación de recursos (Lang y Litzenger, 1989). El reparto de dividendos provoca en la empresa la necesidad de captar recursos externos para financiar sus inversiones rentables. De esta forma, el mercado financiero se incorpora como supervisor de las actuaciones directivas, sometiéndose la empresa a la disciplina de los mercados financieros (Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006; Brick y Palia, 2007).

Las empresas familiares presentan menores tasas de reparto de dividendos que sus homologas no familiares (Poutziouris, 2001), debido fundamentalmente a tres motivos. El primero de ellos se relaciona con el deseo de defender su independencia y mantenimiento del control; las empresas familiares no presentarán altos niveles de endeudamiento para no tener que someterse a la disciplina de los mercados financieros. El segundo factor es que la distribución de dividendos aumenta el riesgo financiero de la empresa, los propietarios-directivos tienen aversión al riesgo puesto que la mayor parte de su patrimonio está invertido en la empresa. Y el tercer factor, un elevado nivel de reparto de dividendos disminuye el “*free cash flow*”, con lo que se reduce su uso discrecional, los propietarios no estarán dispuestos a renunciar al cobro de

prebendas y pagos no pecuniarios, las cuales escapan al control de los accionistas minoritarios (Hirigoyen, 1984; Calvi-Reveyron, 2000; Poulain-Rehm, 2000).

El otro gran conflicto de interés que merece la pena destacar en la empresa familiar es el que se da entre accionistas y acreedores, sobre todo por las consecuencias financieras que origina. La relación existente entre los aportantes de fondos y la empresa se caracteriza por una gran asimetría informativa. La falta de información hará que los acreedores financieros tengan dificultades para poder adaptar su posición y su remuneración al nivel de riesgo de la empresa. Por este motivo los acreedores implementaran procedimientos de auditoria y control para garantizarse la información que necesitan, incurriendo en altos costes de agencia (Steijvers y Voordeckers, 2009). Estos conflictos de agencia pueden desembocar en restricciones financieras por parte de los mercados financieros a las empresas familiares, debido a que los prestamistas equilibrarán su situación de riesgo con el aumento en la solicitud de garantía adicionales (Dyer, 2006; Voordeckers y Steijvers, 2006; Freel, 2007); y conscientes del mayor riesgo que ocasiona la falta de control, repercutirán este mayor nivel de riesgo incrementando el precio de la deuda (Ziane, 2002).

La aportación de garantías adicionales tiene un efecto disciplinar sobre los comportamientos oportunitas de los prestatarios y por tanto, es una mayor protección de los intereses de los acreedores financieros (Voordeckers y Steijvers, 2006). La utilización de garantías colaterales es una característica común en muchas empresas familiares, y en ocasiones juegan un papel crucial para la obtención de la financiación (Avery et al, 1998; Colombo y Grilli, 2007; Blumberg y Letterie, 2008; Steijvers y Voordeckers, 2009).

Además de la aportación de garantías adicionales existen otros condicionantes que facilitan la obtención de la financiación a las empresas familiares. Para Boot

(2000), la proximidad entre el prestamista y el prestatario facilita la inspección previa y el seguimiento posterior de la financiación, mitigando la información asimétrica. Para conseguir financiación en buenas condiciones las empresas familiares deben mejorar la información que envían al mercado, lo que reduce los costes de agencia (Ziane, 2002).

3.4.2 | Dificultades de acceso de la empresa familiar a los mercados financieros: restricciones financieras

Los objetivos de los directivos-propietarios influyen en las decisiones que toman las empresas familiares, sus estructuras financieras estarán condicionadas por los objetivos que persiguen los propietarios (Azofra et al, 2007). La mayor parte de las investigaciones empíricas manifiestan que las empresas familiares son adversas al endeudamiento, debido a que una de sus prioridades es el mantenimiento del control, tendrán como objetivo la supervivencia a largo plazo y además los miembros familiares que participan en la empresa no tienen diversificadas sus inversiones.

El objetivo de mantenimiento del control provocará que las empresa familiares sean reacias a la participación de terceros en la empresa (Sirmon y Hitt, 2003), por lo que se verán obligadas a la retención de beneficios para financiar sus inversiones (Poutziouris, 2001). Situación que en la mayor parte de las ocasiones no será suficiente para financiar el crecimiento, viéndose obligada la empresa familiar a buscar alternativas de financiación, prefiriendo en primer lugar el endeudamiento antes que las ampliaciones de capital (Mahérault, 2000; Chen y Zhao, 2004).

Para financiar las oportunidades de crecimiento se recurrirá a la deuda después de haber consumido los recursos propios, por lo que la estructura de propiedad

será una de las variables que influya en los conflictos de agencia entre accionistas y acreedores. En principio, la concentración de la propiedad favorece la supervisión de las decisiones de la empresa, reduciendo la información asimétrica y los conflictos de agencia entre la empresa y los intermediarios financieros (Azofra et al, 2007).

Sin embargo, en la actualidad existe un debate abierto en torno a si las empresas familiares tienen unos costes de agencia mayores que las no familiares (Gómez-Mejía et al, 2001; Schulze et al, 2003). Para estos autores el punto de vista tradicional de la teoría de la agencia queda invalidado, y argumentan que las empresas familiares presentan mayores costes de agencia debido al miedo a la pérdida de control y el altruismo parental. Desde el punto de vista de los mercados financieros, estos problemas de agencia tienen una influencia negativa en el acceso al crédito, provocando el establecimiento de condiciones más estrictas para la concesión de la financiación, tales como una tasa de interés más elevada y mayores garantías reales (Voordeckers y Steijvers, 2006).

Otros investigadores defienden que las empresas familiares tienen menores costes de agencia y pueden acceder al endeudamiento en mejores condiciones (Poza et al, 2004; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007). Anderson et al (2003), en un trabajo realizado para empresas familiares que cotizan en bolsa, encontraron que la familiar protege mejor los intereses de los prestamistas, y por lo tanto disminuye el precio de la deuda. Para otros autores como Brau (2002) y Wu et al (2007), la concentración de la propiedad no influye en el aumento del precio de la deuda ni en la exigencia de mayores garantías.

Pero el impacto que la estructura de propiedad tiene en el acceso a la deuda en la empresa familiar puede ser explicado por la cercanía entre el patrimonio empresarial y el personal (Arrègle et al, 2007). Autores como Steijvers y Voordeckers (2009), defienden que el componente familiar favorece la exigencia

de garantías adicionales por parte de los prestamistas. La aportación de garantías adicionales mitiga el racionamiento del crédito, facilitando el acceso de la empresa familiar a los mercados de deuda (Avery et al, 1998; Colombo y Grilli, 2007).

También existen otro tipo de factores que son comunes en las empresas familiares que facilitan el apalancamiento financiero, así las relaciones bancarias que se establecen entre la empresa familiar y las entidades financieras puede desempeñar un factor disciplinante que reduzca el problema de riesgo moral y selección adversa (Peter y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995; Hernández-Cánovas y Martínez Solano, 2006; Brick y Palia, 2007).

3.4.2.1 | Propiedad familiar, asimetría informativa y racionamiento del crédito

Existen numerosos estudios empíricos que demuestran que las empresas familiares son más adversas a la utilización de la deuda que las no familiares (Agrawal y Nagarajan, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996; Nam et al, 2003; Gallo et al, 2004; Allouche et al, 2008; Han et al, 2009), pero cuando los recursos internos son insuficientes y las empresas familiares necesitan financiarse mediante deuda, este tipo de sociedades sufrirá racionamiento del crédito debido a las importantes asimetrías informativas que se dan entre el prestamista y el prestatario (Steijvers et al, 2010).

El racionamiento del crédito se origina por la falta de información que los prestamistas tienen del proyecto. Sin embargo, este desequilibrio informativo entre demandantes y oferentes se puede equilibrar reduciendo el importe del préstamo por parte de los mercados financieros para reducir el riesgo al impago, o aumentando el tipo de interés para compensar la prima de riesgo (Stiglitz y Weiss, 1981; Steijvers y Voordeckers, 2009). Para otros autores, la asimetría

informativa se puede mitigar con la aportación de garantías adicionales por parte de la empresa reduciendo el racionamiento del crédito (Freel, 2007).

El problema de la información asimétrica es mayor en las empresas de reducido tamaño, ya que en las empresas más grandes existe una mayor transparencia informativa entre accionistas y prestamistas acerca de los proyectos a financiar o la calidad del prestatario (Berger y Udell, 1995). Una empresa con cotización bursátil está sujeta a obligaciones legales de presentación de cuentas y publicación de resultados que minimizan la asimetría de información. Las pymes familiares están caracterizadas por una gran opacidad informativa (Ziane, 2002), lo que aumenta las dificultades para controlar los comportamientos oportunistas de los directivos (Vigneron, 2008).

Las garantías adicionales reducen el racionamiento del crédito resolviendo los problemas de riesgo moral y selección adversa que son consecuencia directa de las asimetrías informativas (Steijvers y Voordeckers, 2009). El riesgo moral se producirá cuando el banco no es capaz de supervisar el uso que la empresa hace de los fondos prestados, por tanto intentará que la empresa actúe de forma adecuada, y esto lo conseguirá reduciendo la cantidad prestada a los tipos de interés vigentes. Por el contrario, en la selección adversa, las empresas dejarán de pedir préstamos como consecuencia de un incremento del tipo de interés. Si la entidad financiera exige mayores garantías las empresas adversas al riesgo no solicitarán la financiación, solamente acudirán a la financiación aquellas empresas con proyectos capaces de generar fondos suficientes para cubrir los gastos de financiación.

Este comportamiento de los mercados financieros se entiende porque quieren evitar que se den los problemas de riesgo moral y selección adversa. Por lo tanto, no sólo las garantías y el precio de la deuda resuelven el problema del racionamiento del crédito, existen otras variables que impiden el equilibrio entre

prestamistas y prestatarios (Hellmann y Stiglitz, 2000). Brick y Palia (2007) consideran que los mercados financieros tienen en cuenta a la vez el tipo de interés y las garantías para la concesión del crédito. La determinación del tipo de interés y de las garantías al mismo tiempo puede reducir el racionamiento del crédito (Bester, 1985; Besanko y Thakor, 1987).

Debemos tener en cuenta, sin embargo, que no tienen el mismo valor las garantías aportadas por la empresa que las garantías personales aportadas por los dueños de las sociedades (Steijvers y Voordeckers, 2009). Las garantías personales reducen en gran medida los costes de agencia de la deuda, ya que tienen un mayor efecto disciplinario sobre los comportamientos oportunistas de los directivos (Mann, 1997). Cuando las garantías aportadas por las empresas no sean suficientes para garantizar los préstamos, los prestamistas exigirán garantías colaterales de los propietarios (Ang et al, 1995).

En las empresas familiares es bastante común que los propietarios-directivos tengan comportamientos oportunistas, por lo que será inevitable que los propietarios aporten sus garantías personales para obtener la financiación necesaria (Haynes et al, 1999).

En resumen, aunque la concentración de la propiedad puede ser fuente de numerosas ventajas, la gran discrecionalidad que se da en la empresa familiar provocará que el aumento de las garantías y del tipo de interés no sean suficientes para hacer frente a los problemas de agencia, por lo que tendrán que recurrir a la aportación de garantías personales (Steijvers y Voordeckers, 2009). La garantía personal parece ser un instrumento excelente para que las entidades financieras hagan frente a los comportamientos oportunistas de los directivos en las empresas familiares (Menkhoff et al, 2006; Brick y Palia, 2007).

Esta mayor exigencia en cuanto a los requisitos necesarios para endeudarse provocará que la empresa familiar se encuentre desmotivada para aumentar su apalancamiento (Han et al, 2009), por lo que el nivel de endeudamiento de las empresas familiares será menor que el de las no familiares.

3.4.2.2 | Variables que mitigan el racionamiento del crédito

Existen numerosos estudios que han intentado profundizar en los factores que provocan el racionamiento del crédito, además de la información asimétrica han encontrando que existen otras variables que hacen que las empresas familiares sean propensas a soportar restricciones financieras (Diamond, 1984; Haubrich, 1989; Sharpe, 1990; Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995; Cressy, 1996; Martinelli, 1997).

En este apartado vamos a analizar como la concentración de la propiedad familiar, las relaciones que se fundamentan con los intermediarios financieros, las características de la propia empresa y de los préstamos, influyen en la obtención de la financiación en las empresas familiares. Prestaremos especial atención a las pymes familiares que están sujetas a importantes restricciones financieras. Las pymes tienen una menor capacidad de generar información fiable, menor capacidad para generar garantías en función de su tamaño, escasa reputación o experiencia, menor poder de negociación con la entidad financiera y la existencia de economías de escala en la obtención de la información (Vendrell, 2005).

3.4.2.2.1 | Características familiares que facilitan el acceso a la deuda

Las empresas familiares presentan una serie de características que las diferencia de las no familiares en cuanto a la obtención del crédito. Así, en este tipo de

empresas con alta concentración de la propiedad los miembros de la familia presentarán una carrea de inversiones poco diversificada, por lo que la supervivencia de la empresa a largo plazo y el traspaso a las generaciones venideras se convierten en objetivos prioritario (Ang, 1991; Anderson et al, 2003).

La orientación al largo plazo se convierte en una variable útil para generar confianza en los intermediarios financieros, puesto que se reduce el comportamiento adverso de los directivos familiares (Ward, 1987 y 1988; Leach, 1993; Kets de Vries, 1993; Allouche y Amann, 1995; Cabrera y García, 1999; Mignon, 2000; Abella, 2000; Fernández y Nieto, 2001; Poza, 2007; Blanco et al, 2009),

Gracias a esta temporalidad, las inversiones que realicen las empresas familiares gozarán de un horizonte temporal más largo para madurar sus proyectos (Sirmon y Hitt, 2003), y por lo tanto sus inversiones resultarán más eficaces (Anderson y Reev, 2003). Estas características aumentarán la confianza de los intermediarios financieros en las empresas familiares reduciendo los costes de supervisión necesarios para evitar los comportamientos oportunistas (Steijvers y Voordeckers, 2009) y facilitando el acceso a la deuda en mejores condiciones.

Autores como Diamond (1984), Haubrich (1989) y Sharpe (1990) señalan que la reputación de la empresa influye positivamente en la obtención de financiación. La reputación o el historial que se manifiesta en el medio-largo plazo, hará que las entidades financieras puedan evaluar a lo largo del tiempo si la empresa cumple con sus obligaciones, así como la obtención de resultados positivos con la inversión de capital. Debido a su reputación positiva las empresas con una larga trayectoria de varias generaciones, soportan niveles de tipo de interés más bajos y menores restricciones financieras (Martinelli, 1997; Steijvers y Voordeckers, 2009). Además, los directivos familiares estarán muy preocupados por

salvaguardar la reputación de la empresa, debido a que su presencia perdurará largo tiempo (Anderson et al, 2003; Pindado et al, 2011).

Por otra parte, los problemas de agencia que se dan en la empresa familiar y que provocan dificultades de acceso a la deuda, se pueden resolver gracias a la unión entre el patrimonio de la empresa y el patrimonio personal del empresario, que da la medida real de las garantías potenciales que ofrece la empresa (Dyer, 2006; Arregle et al, 2007; Steijvers et al, 2010). Habitualmente el capital de las empresas familiares esta ligado al patrimonio familiar, por lo que se espera que las empresas de propiedad familiar sean menos reacias a la aportación de garantías personales (Voordeckers y Steijvers, 2006).

La solicitud de garantías adicionales por parte de las entidades financieras para la concesión de crédito, como puede ser la aportación de avales personales del empresario, añade un argumento que favorece la obtención de financiación (Galve y Salas, 2003; Sánchez Andujar, 2004; Colombo y Grilli, 2007). Además la aportación de garantías adicionales es valorado positivamente por los mercados financieros ya que crea una barrera de entrada que limita la entrada de otros competidores (Voordeckers y Steijvers, 2006) y reduce el riesgo potencial de la empresa, de esta manera se reduce la probabilidad de que la empresa obtenga un endeudamiento excesivo (Mann, 1997).

3.4.2.2.2 | Relaciones bancarias y sus efectos sobre las condiciones de financiación

Como ya hemos observado la relación entre las empresas familiares y los intermediarios financieros se caracterizan por la asimetría informativa, tanto selección adversa como riesgo moral (Steijvers et al, 2010). Estos problemas de información asimétrica pueden ser mitigados mediante la aportación de garantías

colaterales (Freel, 2007); sin embargo no sólo la garantía puede ayudar a moderar el racionamiento del crédito, para Boot (2000) la proximidad entre el prestamista y el prestatario facilita la obtención de los préstamos.

Otra variable que modera el racionamiento de la financiación son las relaciones duraderas que se establecen entre la empresa y las entidades financieras. El tiempo va generando información acerca del cumplimiento de las obligaciones de pago, por lo que disminuye la asimetría informativa (Diamond, 1989). Una buena reputación es considerada un activo valioso por los mercados de capitales, la empresa preferirá un proyecto de bajo riesgo por encima de un proyecto de alto riesgo, para disminuir la probabilidad de dificultades de pago y mantener su reputación intacta.

Una medida generalizada para establecer las relaciones bancarias es la duración de la relación entre el banco y la empresa (Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995; Brick y Palia, 2007). Parece coherente pensar que el mantenimiento de relaciones a largo plazo resuelve los problemas de selección adversa y riesgo moral, ya que ofrece la posibilidad a los intermediarios financieros para que conozcan mejor a la empresa y así reducir las asimetrías informativas (Berger y Udell, 2002). Con largas relaciones bancarias se obtiene una reducción en el coste de la deuda y el uso de garantías personales (Bodenhorn, 2003).

Sin embargo, los estudios empíricos que han intentado demostrar esta relación han arrojado resultados diferentes. Algunos han mostrado la falta de significatividad de la relación entre ambas variables, duración de la relación y aportación de garantías (Menkhoff et al, 2006). Para otros en cambio, existe una relación positiva (Agnelini et al, 1998; Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006), es decir, las pymes que tienen largas relaciones con sus entidades financieras obtienen préstamos más caros y con aporte de garantías. Pero la mayoría de los trabajos previos manifiestan que cuanto más largas sean las

relaciones con sus bancos menor necesidad de aportar garantías adicionales (Harhoff y Körting, 1998; Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995; Bodenhorn, 2003; Jiménez et al, 2006; Brick y Palia, 2007), y por tanto, obtendrán mejores condiciones cuando necesiten acudir a la financiación bancaria.

Otra medida alternativa para valorar las relaciones bancarias es el número de bancos con lo que una empresa negocia antes de aceptar una propuesta de endeudamiento (Harhoff y Karting, 1998; Jiménez et al, 2006). Que una empresa sólo trabaje con un banco genera un monopolio informativo, que puede perjudicar a la empresa exigiéndoles mayores garantías o incrementando el precio de la deuda (Menkhoff et al, 2006; Steijvers et al, 2010). Ser capaz de negociar con múltiples bancos evita la expropiación de rentas por parte de los bancos así como la exigencia de garantías excesivas (Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006). Además negociar con varias entidades financieras provocará que el aumento de la competencia relaje las condiciones previas de exigencia de mayor tipo de interés y garantías colaterales.

Pero la garantía no sólo supone un efecto de expropiación de rentas a la empresa, sino que también causa problemas para obtener financiación ya que las empresas quedan cautivas con los bancos que trabajan, puesto que los activos no sirven como garantía indefinida (Menkhoff et al, 2006). Además la evaluación por parte del resto de mediadores financieros será costosa, generando fuertes barreras de salida para las empresas que quieren cambiar de entidades financieras. También la finalización de la relación con un proveedor financiero transmite una señal negativa al mercado en cuanto a la calidad de la empresa (Steijvers et al, 2010).

Otra situación que podemos encontrar es aquella empresa familiar que trabaja con varios bancos pero uno de ellos actúa de principal, entonces esta mayor comunicación reducirá la información asimétrica con el banco principal en

comparación con el resto de bancos. Entonces la entidad financiera podrá aprovechar esta fuerza de negociación para imponer sus condiciones, dándose problemas de cautividad. La mayoría de los estudios empíricos sobre el tema, confirman que cuando la financiación es concedida por el banco principal aumenta la probabilidad de exigencia de mayores garantías (Lehmann y Neuberger, 2001; Menkhoff et al, 2006; Hernández-Cánovas y Martínez-Solano, 2006).

Las relaciones duraderas reducen la información asimétrica, y esto es especialmente importante para las pymes familiares donde la opacidad informativa es una de sus señas de identidad. Cabe esperar que las empresas familiares por su orientación al largo plazo, mantengan relaciones duraderas e intensas con sus intermediarios financieros, que harán que estos confíen en sus proyectos y faciliten la obtención de la financiación (Steijvers y Voordeckers, 2009).

3.4.2.2.3 | Tamaño de la empresa familiar y acceso a la deuda

Las pymes familiares al igual que sus homólogas no familiares presentan un proceso de sustitución de la financiación, rechazando las ampliaciones de capital y financiación a largo plazo, por financiación interna y financiación a corto plazo, provocando que el ritmo de crecimiento de la empresa sea más lento ya que estará basado en la generación de recursos propios. (Romano et al, 2000). En consecuencia, en muchas ocasiones su tamaño no será el más adecuado para la obtención de la financiación en las mejores condiciones.

Las empresas de mayor tamaño presentan menores tasas de asimetría informativa, siendo más acusados estos problemas en las pymes (Beger y Udell, 1995). Por tanto no debe sorprender que las empresas de mayor tamaño donde la

información es más transparente, consigan la financiación que necesitan en condiciones óptimas tanto en precio como en cantidad. Cuanto mayor sea la empresa mayor será el acceso a la información y menor el racionamiento del crédito.

Empíricamente se ha demostrado que la relación existente entre el tamaño de la empresa familiar y el uso de garantías adicionales es negativa, así cuanto mayor sea el tamaño de la empresa menor necesidad tendrá de recurrir a las garantías colaterales (Dennis et al, 2000; Lehman y Neuberger, 2001; Menkhoff et al, 2006).

El trabajo de Avery et al (1998) muestra que la relación negativa entre el tamaño de la empresa y la aportación de garantías se debe a que las empresas grandes poseen una serie de activos que pueden actuar como garantías colaterales en comparación a las empresas de menor tamaño. Además el coste de la financiación será menor para las empresas de mayor dimensión en comparación a las pymes.

Por el contrario, las empresas de menor tamaño no cuentan con activos suficientes para ofrecer a los intermediarios financieros, por lo que si quieren obtener la financiación tendrán que recurrir a las garantías personales (Voordeckers y Steijvers, 2006; Brick y Palia, 2007). También se observa que las empresas de menor tamaño recurren en mayor proporción al endeudamiento a corto plazo (Chittenden et al, 1996), debido a que presentan menores costes de agencia. Para algunos autores la solicitud de préstamos a corto plazo disminuye la probabilidad de exigencia de mayores garantías, lo que indica que la temporalidad del préstamo y de las garantías son mecanismos de sustitución (Dennis et al, 2000). Así, las pymes familiares recurrirán en mayor medida al endeudamiento a corto plazo para disminuir la exigencia de garantías colaterales (Steijvers et al, 2010).

El problema de la sustitución de activos se reduce con los préstamos a corto plazo, por lo que las entidades financieras serán más propensas a la concesión de préstamos a corto plazo. Los plazos más cortos de la deuda mitigaran los problemas asociados a las asimetrías informativas (Ortiz-Molina y Peña, 2007).

Además el tamaño de la empresa familiar es valorado por los intermediarios financieros como una garantía de éxito del proyecto, por lo que exigirán menos requisitos para financiar sus inversiones (Steijvers et al, 2010).

04

4 | DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN Y ESTUDIO EMPÍRICO

4.1 Introducción	154
4.2 Formulación de las hipótesis a contrastar	156
4.2.1 Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa. Contraste de las teorías explicativas	157
4.2.1.1 Efecto del endeudamiento previo sobre el nivel de deuda	157
4.2.1.2 Efecto de los escudos fiscales alternativos a la deuda sobre el endeudamiento	158
4.2.1.3 Efecto de las oportunidades de inversión y crecimiento sobre el endeudamiento	159
4.2.1.4 Efecto de la garantía de los activos sobre el endeudamiento	161
4.2.1.5 Efecto del coste de la deuda sobre el endeudamiento	162

4.2.1.6 Efecto de la edad de la empresa sobre el endeudamiento	163
4.2.1.7 Efecto de los fondos generados internamente sobre el endeudamiento	164
4.2.1.8 Efecto sector sobre el endeudamiento	166
4.2.1.9 Efecto del tamaño de la empresa sobre el endeudamiento	169
4.2.2 Influencia del carácter familiar de la empresa en su estructura de capital	171
4.2.2.1 Concentración de la propiedad e implicación familiar en la dirección	171
4.2.2.2 Relaciones de agencia específicas	172
4.2.2.3 Asimetrías informativas, aportación de garantías personales y racionamiento del crédito	174
4.3 Método	177
4.3.1 Base de datos	177
4.3.2 Segmentación de la muestra: empresas familiares y no familiares	179
4.3.3. Definición y medida de las variables	182
4.3.4 Análisis estadísticos	187
4.4 Resultados	193
4.4.1 Análisis descriptivo del endeudamiento y de las variables explicativas	193
4.4.2 Resultados de los análisis unifactoriales de la varianza	194
4.4.2.1 Sector	194
4.4.2.2 Tamaño	198
4.4.2.3 Naturaleza familiar de la empresa	202
4.4.3 Resultados del análisis multivariante	205

4.4.4 Factores determinantes del endeudamiento de las empresas familiares en función del tamaño empresarial	214
--	-----

4 | DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN Y ESTUDIO EMPÍRICO

4.1 | Introducción

Como hemos expuesto en los capítulos precedentes, existen diversas teorías que intentan explicar el comportamiento financiero de la empresa y más concretamente, las razones por las que llevan a estas a buscar o no un ratio de endeudamiento óptimo. De entre las diferentes teorías presentadas, las que han encontrado mayor apoyo de los investigadores han sido la teoría del equilibrio estático y la teoría de la jerarquía de preferencias financieras.

El objetivo de ambas teorías es común, intentar explicar qué factores son determinantes en la política de endeudamiento de la empresa. Ambas han tratado de descifrar las razones por las que una empresa está más o menos endeudada, pero no ha sido posible establecer una teoría definitiva debido al elevado número de factores que influyen, por lo que no se ha podido llegar a resultados concluyentes. Además, el carácter familiar o no de la empresa, también puede influir en la elección de la estructura financiera. En este sentido, existen numerosos estudios específicos de estructura de capital de empresas familiares, que demuestran que la teoría del “pecking order” es la que mejor se adapta a este tipo de organizaciones (Coleman y Carsky, 1999; Poutziouris, 2001; López y Sánchez, 2007).

Aunque ninguna de las dos teorías llega a explicar totalmente el endeudamiento empresarial, si podemos examinar los factores que influyen en la deuda y ver cómo afectan al apalancamiento financiero. Así, una vez definidos los factores extraídos de la literatura que pensamos son los más determinantes en la estructura financiera de la empresa: el nivel de endeudamiento previo, los escudos fiscales alternativos, oportunidades de inversión y crecimiento, la tangibilidad de

los activos, el coste de la deuda, la edad de la empresa, los fondos generados internamente, el sector en el que opera la empresa y el tamaño empresarial; formularemos las hipótesis de trabajo en función de los planteamientos de las dos principales teorías de estructura financiera, la teoría del equilibrio estático y la teoría de la jerarquía financiera, y teniendo en consideración las peculiaridades de las empresas familiares.

Nuestro interés se centra en analizar si las empresas familiares presentan una estructura financiera diferente a las no familiares. Para ello analizaremos las características financieras de las empresas familiares a través de la influencia del carácter familiar en su estructura de capital. Existe numerosa evidencia empírica que manifiesta un comportamiento financiero diferente de las empresas familiares en comparación con las no familiares (Agrawal y Nagarajan, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996; Coleman y Carsky, 1999; Mahéroult, 2000; Romano et al, 2000; Poutziouris, 2001; Gallo et al, 2004; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007).

Por lo tanto, nos centraremos en analizar si tanto las propias características particulares de las empresas familiares como las decisiones tomadas por los propietarios que las dirigen, influyen en la composición de su estructura financiera. La influencia de la familia la podremos valorar a través de la implicación familiar en la dirección, en la concentración de la propiedad, en las relaciones de agencia específicas, y por último en las asimetrías informativas y el racionamiento del crédito.

Este capítulo se ha organizado de tal forma que pueda ser estudiado de manera independiente dentro de la Tesis. Por esta razón en primer lugar hemos repasado brevemente el marco teórico y los estudios empíricos relativos a los factores que influyen en el nivel de endeudamiento y hemos formulado nuestras hipótesis de trabajo.

Los apartados siguientes del capítulo se dedican al método: criterio para elaborar la muestra, variables que intervienen en el análisis y su forma de medirlas y análisis estadísticos realizados.

Por último, este capítulo recoge los resultados del estudio empírico realizado y la discusión de los mismos

4.2 | Formulación de las hipótesis a contrastar

La formulación de las hipótesis las vamos a dividir en dos apartados. En la primera parte, vamos a formular las hipótesis relacionadas con las diferentes variables que afectan al endeudamiento, basándonos para su formulación en los postulados de la teoría del equilibrio estático y de la teoría de la jerarquía de preferencias financieras.

A continuación, en la segunda parte formulamos el grupo de hipótesis relacionadas más estrechamente con las empresas familiares, con las características propias que las diferencian de las empresas no familiares.

Aunque las hipótesis se han planteado por separado, los dos grupos de hipótesis están abiertamente relacionadas y su contrastación contribuye al objetivo de esta Tesis Doctoral, es decir, observar en qué medida el comportamiento financiero de las empresas familiares es similar al de las no familiares y determinar cuáles son las posibles diferencias.

4.2.1 | Factores determinantes de la estructura de capital de la empresa. Contraste de las teorías explicativas

4.2.1.1 | Efecto del endeudamiento previo sobre el nivel de deuda

Desde el punto de vista de la teoría del equilibrio estático se justifica la existencia de una estructura financiera óptima (Myers, 1977). El nivel previo de endeudamiento con el que parte una empresa condicionará su capacidad de endeudamiento futuro. Para esta teoría existe una relación positiva entre deuda previa y la actual. El ratio objetivo de endeudamiento estará determinando por los costes de quiebra y las ventajas fiscales derivadas de la deuda (Chirinko y Singha, 2000).

Según la teoría del “trade-off” las empresas alcanzarán una combinación óptima de recursos propios y ajenos (Hackbarth et al, 2004), situación que maximizará el valor de la empresa. Por lo que si aumentan sus recursos propios en la misma medida deberán aumentar sus recursos ajenos para mantener el nivel de endeudamiento óptimo (Titman y Wessels, 1988; Aybar et al, 2004; Vendrell, 2008). Según la teoría del equilibrio estático cuando las empresas se alejan de su endeudamiento óptimo emprenden el camino para alcanzarlo de nuevo.

Pero el ajuste al ratio óptimo no es inmediato, sino que la empresa incurrirá en unos costes de ajuste que se conocen como costes de transacción, que harán que las empresas tengan retardos en el proceso de ajuste al ratio óptimo (Marsh, 1982; De Miguel y Pindado, 2001; Gaud et al, 2005; González y González, 2007; López y Sánchez, 2007). De acuerdo con este planteamiento nuestra primera hipótesis será:

- H1: el nivel de endeudamiento previo influye en la deuda actual.

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias no reconoce ninguna estructura financiera óptima, sino que la estructura financiera de la empresa es consecuencia de las decisiones financieras tomadas anteriormente. La teoría del “pecking order” manifiesta que las decisiones tomadas en el ámbito financiero están sometidas a un orden jerárquico, consecuencia de las asimetrías informativas y de los costes asociados a cada una de las fuentes de financiación. El aumento de la financiación dependerá de sus necesidades para financiar las inversiones previstas, por lo que la relación entre endeudamiento previo y la deuda actual dependerá de los recursos generados internamente. Esta teoría no contempla que el endeudamiento previo tenga efecto alguno sobre el nivel de endeudamiento actual.

4.2.1.2 | Efecto de los escudos fiscales alternativos a la deuda sobre el endeudamiento

Según la teoría del “trade-off” aquellas empresas que tengan la posibilidad de acceder a deducciones fiscales diferentes a las que ofrece la deuda, pueden aumentar su valor sin necesidad de recurrir a la financiación externa mediante deuda, ya que pueden acceder a otros beneficios fiscales a través de las amortizaciones, exenciones fiscales por inversión y gastos en I+D+I. En consecuencia existirá una relación negativa entre las deducciones fiscales alternativas a la deuda y el grado de endeudamiento de la empresa (De Angelo y Masulis, 1980; Graham, 2000).

Cuanto más grande sean estas deducciones fiscales alternativas menor será el atractivo que representa el beneficio fiscal provocado por el aumento de la deuda (De Angelo y Masulis, 1980; De Miguel y Pindado, 2001; Fama y French, 2002;

Huang y Song, 2006). Siguiendo los argumentos anteriores pasamos a formular nuestra segunda hipótesis, que dice:

- *H2: las empresas que tengan importantes deducciones fiscales alternativas a la deuda presentarán menores niveles de endeudamiento.*

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias, no contempla la idea de que las deducciones fiscales alternativas a la deuda sea un elemento que condicione la estructura financiera de la empresa.

4.2.1.3 | Efecto de las oportunidades de inversión y crecimiento sobre el endeudamiento

Para la teoría del equilibrio estático, cuanto mayor sean las oportunidades de inversión y crecimiento menor será la tasa de endeudamiento de la empresa (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977). Debemos esperar una relación negativa entre ambas variables, debido fundamentalmente a que las oportunidades de crecimiento se relacionan con la inversión en activos intangibles. Los mercados oferentes de deuda entenderán que los activos intangibles disminuyen sus garantías de cobro, por lo que a las empresas les resultará más difícil y costosa la obtención de recursos financieros, prefiriendo financiar su crecimiento con fondos propios (Rajan y Zingales, 1995; Frank y Goyal, 2003).

La relación negativa entre deuda y oportunidades de inversión también está explicada por la teoría de la agencia, ya que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento tendrán menores flujos libres de caja, menores problemas de sobreinversión entre la dirección y la propiedad (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986). En consecuencia dichas empresas tendrán menor necesidad

de usar deuda por su efecto disciplinario sobre el comportamiento de los directivos (Stulz, 1990).

Otro problema que podemos encontrar es la subinversión (Myers, 1984; Harris y Raviv, 1991), este problema se da en empresas excesivamente endeudadas y con altas oportunidades de inversión. Como todo el riesgo financiero lo asumen los accionistas y sólo reciben una pequeña parte del beneficio, se rechazarán proyectos rentables puesto que aumenta el riesgo de quiebra de la empresa (Arosa, 2009). Por lo que las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento preferirán emitir menos deuda y presentarán menores niveles de endeudamiento (Correa, 2007). De acuerdo con estos razonamientos previos la hipótesis 3a será:

- H3a: las empresas con grandes oportunidades de inversión y crecimiento presentarán menores niveles de endeudamiento.

De acuerdo con la teoría de la jerarquía financiera el signo esperado de la relación planteada entre oportunidades de inversión y endeudamiento es positivo (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). Las empresas con mayores oportunidades de crecimiento necesitarán recurrir a la financiación externa debido a que no generarán suficientes recursos internos para financiar su crecimiento (De Miguel y Pindado, 2001; Goyal et al, 2002; González y González, 2007; Adam y Goyal, 2008). Por lo tanto, de acuerdo con esta teoría nuestra hipótesis 3b será:

- H3b: las empresas con grandes oportunidades de inversión y crecimiento presentarán mayores niveles de endeudamiento.

4.2.1.4 | Efecto de la garantía de los activos sobre el endeudamiento

La naturaleza de los activos que posee la empresa puede influir en su estructura financiera (Rajan y Zingales, 1995; Booth et al, 2001). Los mercados financieros considerarán la inversión en activos tangibles como una mayor garantía que la inversión en intangibles (Bester, 1987; Hall et al, 2000). La teoría del equilibrio estático presume una relación positiva entre activos tangibles y el nivel de deuda (Booth et al, 2001; De Miguel y Pindado, 2001; Fattouh et al, 2002; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011).

De acuerdo con la teoría del “static trade off” las empresas que posean una mayor proporción de activos tangibles, presentarán mayores garantías para los prestamistas, lo que disminuye el riesgo de sufrir los costes de agencia derivados de la deuda (Frank y Goyal, 2003; Antoniou et al, 2002). El aumento de las garantías colaterales a través de los activos tangibles, facilita el acceso a los mercados financieros y reduce los conflictos de intereses. De acuerdo con este planteamiento nuestra hipótesis 4a será:

- H4a: cuanto mayor sea el volumen de activos tangibles mayor será el nivel de endeudamiento.

La teoría del “pecking order” señala la existencia de una relación negativa entre tangibilidad de los activos y el endeudamiento. Esto se debe a que las empresas con activos más tangibles tendrán menor asimetría informativa y por tanto, les resultará menos costoso en términos relativos las ampliaciones de capital en relación con la deuda (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009).

Otro argumento es el aportado por Aybar et al (2001) para los cuales la relación entre activos tangibles y nivel de endeudamiento también es negativa, dado que

una mayor proporción de activos tangibles contribuirá a un mayor nivel de fondos generados internamente a través de las dotaciones por amortización.

Como consecuencia de los argumentos anteriormente expuestos, la hipótesis 4b será la siguiente:

- H4b: cuanto mayor sea el volumen de activos tangibles menor será el nivel de endeudamiento.

4.2.1.5 | Efecto del coste de la deuda sobre el endeudamiento

La capacidad de endeudamiento de una empresa puede estar relacionada con el coste de la deuda. Siguiendo la teoría del “trade off” que tiene en cuenta el efecto fiscal que producen los gastos financieros, podemos decir que las empresas tendrán tendencia a aumentar su endeudamiento cuando el coste de la deuda sea mayor. De esta forma, a mayor coste de los recursos ajenos mayores deducciones fiscales y por tanto, se dará una relación positiva entre endeudamiento y coste de la deuda (Taggart, 1985; Frank y Goyal, 2009). Siguiendo esta teoría, nuestra hipótesis 5a será:

- H5a: cuanto mayor sea el coste de la deuda mayor será el nivel de endeudamiento.

Por otra parte, desde la teoría de la jerarquía de preferencias se espera que la relación sea negativa. Los directivos acudirán a los mercados de deuda cuando los tipos de interés sean bajos o ante expectativas de incremento de tipo de interés (Antoniou et al, 2002; Bougheas et al, 2006). Las empresas aprovechan las políticas monetarias expansivas con bajos tipos de interés para obtener financiación barata. Barry et al (2008) encuentran que las empresas recurren en

mayor medida al endeudamiento cuando los tipos de interés actuales son más bajos que los niveles históricos. Por lo tanto, siguiendo la teoría de la jerarquía de preferencias financieras formulamos la hipótesis 5b:

- *H5b: el coste de la deuda presenta una relación inversa con el nivel de endeudamiento.*

4.2.1.6 | Efecto de la edad de la empresa sobre el endeudamiento

De acuerdo con la teoría del equilibrio estático las empresas más antiguas presentarán mayores niveles de endeudamiento (Acedo, 2005; Bougheas et al, 2006; Frank y Goyal, 2009), debido a que las empresas de mayor edad suelen tener menores problemas de insolvencia, presentar menores costes de agencia y serán más estables. Además, las empresas más maduras suelen elegir proyectos de inversión menos arriesgados y rentables, mientras que las empresas jóvenes suelen elegir proyectos más arriesgados para generar fondos internos que les den una mayor solvencia (Vendrell, 2008).

Otros autores consideran que la antigüedad de la empresa tiene un efecto positivo sobre el endeudamiento, por la confianza y la reputación positiva que transmiten estas empresas a los mercados financieros (Diamond, 1989; Boot, 2000; Bougheas et al, 2006).

Para Barclay y Smith (1996), cuanto más antigua es una empresa mayor generación de flujos de caja, lo que provocará una mayor acumulación de reservas y mayores niveles de flujos libres de caja. La edad de la empresa y la deuda tendrán una relación positiva puesto que el endeudamiento ayudará a disciplinar a la dirección (Frank y Goyal, 2003).

De acuerdo con estos argumentos nuestra hipótesis 6a será:

- *H6a: las empresas más antiguas presentarán mayores niveles de endeudamiento que las empresas más jóvenes.*

Desde el punto de vista de la teoría de la jerarquía de preferencias, la relación que encontraremos entre la edad de la empresa y la financiación, será negativa. Esto se debe a que las empresas con mayor edad tendrán menor asimetría informativa y por tanto, les resultará menos costoso en términos relativos las ampliaciones de capital en relación con la deuda (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009).

Además, las empresas más antiguas presentarán una mayor cantidad de recursos generados internamente, por lo que tendrán una mayor acumulación de reservas y una menor necesidad de recurrir al apalancamiento financiero (Myers y Majluf, 1984; Hall et al, 2000; Aybar et al, 2004; López y Sánchez, 2007; López y Sogorb, 2008). Por lo tanto, siguiendo los postulados de la teoría anterior formulamos nuestra hipótesis 6b:

- *H6b: las empresas más antiguas presentarán menores niveles de endeudamiento que las empresas más jóvenes.*

4.2.1.7 | Efecto de los fondos generados internamente sobre el endeudamiento

Siguiendo la teoría del equilibrio estático debería existir una relación positiva entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento de la empresa (Myers, 1984). Con el fin de mantener su endeudamiento en el nivel óptimo, un aumento de los fondos generados internamente provocará un aumento del endeudamiento (Jensen, 1986; Fama y French, 2002).

Además, debido al efecto fiscal, las empresas con mayores beneficios o mayores niveles de flujos de caja generados internamente utilizarán más endeudamiento, lo que provocará un ahorro impositivo que aumentará el valor de la empresa (Menéndez, 2001; Hovakimian et al, 2004).

También desde la teoría de señales se defiende una relación positiva entre la rentabilidad y el nivel de deuda. Si tenemos en cuenta los costes de quiebra, cuando aumenta la rentabilidad de la empresa es de esperar que la probabilidad de quiebra disminuya ya que la empresa tiene mayor capacidad para atender las obligaciones derivadas del apalancamiento financiero. Por lo tanto aumentos en el nivel de deuda es considerada por el mercado como una señal positiva, esperando la obtención de una mayor rentabilidad (Lemmon y Zender, 2001; Fama y French, 2002; Gaud et al, 2005).

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la deuda y la rentabilidad también presentarán una relación positiva. El incremento en el nivel de endeudamiento reduce los costes de agencia ocasionados por los flujos libres de caja. Una gran proporción de flujos libres de caja provocará problemas de sobreinversión, por lo que la deuda se utilizará como factor disciplinante ante la dirección para que invierta maximizando el valor de la empresa (Jensen, 1986).

De acuerdo con estos planteamientos nuestra hipótesis 7a será:

- H7a: Las empresas con elevadas tasas de generación de “cash flows” recurrirán en mayor medida al endeudamiento.

Por su parte la teoría de la jerarquía de preferencias propone que existe una relación negativa entre la rentabilidad y el endeudamiento (Myers, 1984). Las empresas solamente recurrirán a la financiación externa cuando hayan agotado

los fondos generados internamente (Chen y Zhao, 2004). Y dentro de los fondos externos se prefiere en primer lugar la deuda y como último recurso las ampliaciones de capital (Myers y Majluf, 1984).

Así, las empresas más rentables que mantengan niveles de inversión constantes, como generan muchos recursos internamente, serán las que menor nivel de endeudamiento presenten porque financiarán los nuevos proyectos con fondos autogenerados (Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007; Frank y Goyal, 2009; Kayo y Kimura, 2011). Cuanto mayor sea la capacidad de la empresa de generación de fondos internamente, menor será su necesidad de acudir a la financiación externa.

Teniendo en cuenta las anteriores argumentaciones nuestra hipótesis 7b será la siguiente:

- H7b: Las empresas con elevadas tasas de generación de “cash flows” recurrirán en menor medida al endeudamiento.

4.2.1.8 | Efecto sector sobre el endeudamiento

El sector donde desarrolla su actividad la empresa es a priori un factor determinante de su estructura financiera (Jiménez y Palacín, 2007). Esto es debido a que las empresas que pertenecen al mismo sector se enfrentan de las mismas variaciones de la oferta y la demanda, además de tener un nivel de riesgo similar (Scott y Martin, 1975; Ferri y Jones, 1979).

Existen diferencias en los ratios medios de los diferentes sectores donde operan las empresas (Ross et al, 2001). Para Lemmon et al (2008) estas diferencias entre sectores se debe a que los gerentes de las empresas utilizan los ratios medios del

sector como punto de referencia de su propio endeudamiento. De modo que el ratio medio del sector se convierte en el sustituto del ratio óptimo de la estructura de capital (Lev, 1969; Bradley et al, 1984; Harris y Raviv, 1991; Hovakimian et al, 2001; Faccio y Masulis, 2005).

Pero este ajuste a los ratios medios del sector no se produce de forma instantánea, como consecuencia de que la empresa tiene restricciones internas y externas (De Miguel y Pindado, 2001). Estas restricciones son los otros factores que además del sector influyen en la tasa de endeudamiento (Hovakimian et al, 2001).

Desde el punto de vista de la teoría del equilibrio estático, el sector donde realiza la empresa su actividad económica condiciona su estructura financiera, puesto que cada sector de negocio tendrá características distintivas que condicionan su nivel de deuda (Acedo, 2005). Esto es debido a que las empresas que trabajan en los mismos sectores económicos deberían presentar la misma estructura financiera, como consecuencia de que sector a sector varía el riesgo económico, la composición del nivel de activos y las necesidades financieras (Jiménez y Palacín, 2007).

El sector también condicionará la composición de los activos con que cuenta la empresa y por tanto su nivel de apalancamiento, así sectores con mucho riesgo y con un alto nivel de activos intangibles se endeudarán menos que las empresas donde para realizar su actividad necesiten mayoritariamente activos materiales (Bradley y Myers, 2003).

La empresa formulará políticas financieras orientadas a ajustar su endeudamiento con el endeudamiento medio del sector en el que trabaja (Jiménez y Palacín, 2007; Frank y Goyal, 2009). Hovakimian et al (2001) demuestran que las empresas de forma consciente ajustan sus ratios de endeudamiento a los ratios medios del sector. Por otra parte, Frank y Goyal (2009) observan que las empresas que

compiten en sectores en los que el ratio medio es alto, su apalancamiento como empresa también tendrá un nivel alto. En un trabajo realizado por Segura y Toledo (2003) demuestran que para un grupo de empresas españolas la pertenencia de una empresa a un sector de fuerte crecimiento determinan que estas empresas tengan más posibilidades de estar más endeudadas, por el contrario si la industria era intensiva de mano de obra su nivel de deuda será menor.

De acuerdo con estos argumentos nuestra hipótesis 8a será:

- H8a: el sector de actividad al que pertenece la empresa afectará a su nivel de endeudamiento.

La teoría del “pecking order” defiende que la estructura financiera de la empresa estará influenciada por la capacidad de generación de fondos internamente y del riesgo y el tipo de activo con que cuente la empresa (Myers, 1984). Para esta teoría el ratio medio del sector no constituye un objetivo para las empresas (Vendrell, 2008).

El principal factor que influye en la estructura de capital son las variables internas de la propia empresa, pudiendo intervenir de manera indirecta los factores relacionados con la industria (Balakrishnan y Fox, 1993; Mckay y Phillips, 2002; Segura y Toledo, 2003). Aunque la teoría manifiesta que la tasa de endeudamiento variará de un sector a otro, defiende que las características de la industria no son tan influyentes ni tan decisivas como las características internas de la propia empresa (Myers, 1984). Basándonos en esta teoría formulamos la hipótesis 8b:

- H8b: el sector de actividad al que pertenece la empresa no tendrá ningún efecto sobre su nivel de endeudamiento.

4.2.1.9 | Efecto del tamaño de la empresa sobre el endeudamiento

Existen diferentes argumentos que relacionan el tamaño con el nivel de endeudamiento, así los más citados por la literatura son la probabilidad de quiebra, el grado de diversificación empresarial y la importancia de las asimetrías informativas entre la empresa y los mercados financieros.

Desde el punto de vista de la teoría del equilibrio estático el tamaño favorece el nivel de endeudamiento debido a que el tamaño guarda una relación inversa con la probabilidad de insolvencia de la empresa (Rajan y Zingales, 1995), las empresas más grandes estarán más diversificadas y reducirán su probabilidad de quiebra (Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009). Además, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, la información que reciben los mercados financieros será más fiable, reduciéndose la información asimétrica posibilitando un mayor endeudamiento a mejor precio (Titman y Wessels, 1988; Frank y Goyal, 2000; Fama y French, 2002; Gaud et al, 2005).

Por el contrario, las empresas de menor tamaño suelen estar menos diversificadas, presentan mayores dificultades financieras, menores incentivos fiscales y mayores problemas de agencia (Vendrell, 2008). Por lo tanto, la teoría del equilibrio estático propone que la relación entre el tamaño y la deuda sea de signo positivo. De acuerdo con los planteamientos de esta teoría, formularemos la hipótesis 9a:

- H9a: las empresas de mayor tamaño presentarán mayores tasas de endeudamiento en comparación con las empresas de menor dimensión.

Desde el punto de vista de la teoría del “pecking order”, se espera una relación negativa entre la deuda y el tamaño de la empresa. Las empresas de mayor tamaño presentarán menores costes de información asimétrica en comparación con las pequeñas puesto que ofrecen a los mercados financieros información

fiable del estado de la empresa (Rajan y Zingales, 1995; Segura y Toledo, 2003; Frank y Goyal, 2003; González y González, 2007).

La menor información asimétrica que presentan las empresas grandes hará que en términos relativos el coste de las ampliaciones de capital disminuya en comparación con la deuda, aunque se contemple en último lugar (González y González, 2007). Para Frank y Goyal (2004) que las empresas grandes tengan menor grado de información asimétrica supondrá un estímulo para las ampliaciones de capital, reduciendo los niveles de endeudamiento.

Por lo tanto, siguiendo los postulados de la teoría de la jerarquía de preferencias nuestra hipótesis 9b será la siguiente:

- H9b: las empresas de mayor tamaño presentarán menores tasas de endeudamiento en comparación con las de menor dimensión.

A modo de resumen presentamos en la Tabla 4.1 los signos de las relaciones esperadas entre las variables explicativas y el nivel de endeudamiento de acuerdo con las teorías del equilibrio estático y de la jerarquía de preferencias.

Tabla 4.1. Relaciones esperadas entre los factores determinantes de la estructura de capital de la empresa y el endeudamiento de acuerdo con las teorías explicativas

VARIABLES DEL ESTUDIO	Teoría del Equilibrio Estático	Teoría de la Jerarquía de Preferencias
Endeudamiento previo (D_{it-1})	+	∅
Escudos fiscales alternativos (EFA)	-	∅
Oportunidades de crecimiento (OC)	-	+
Tangibilidad de los activos (TA)	+	-
Coste de la deuda (I)	+	-
Edad de la empresa (ED)	+	-
Cash Flow (CF)	+	-
Sector de actividad (SC)	Afecta	∅
Tamaño de la empresa (T)	+	-

Fuente: elaboración propia a partir de diferentes estudios teóricos y empíricos revisados, siendo “+” la relación esperada positiva entre el factor estudiado y el endeudamiento, “-“ la relación esperada negativa entre el factor estudiado y el endeudamiento, y “Ø” no existiendo relación entre el factor estudiado y el endeudamiento.

4.2.2 | Influencia del carácter familiar de la empresa en su estructura de capital

4.2.2.1 | Concentración de la propiedad e implicación familiar en la dirección

Un rasgo distintivo de las empresas familiares es la alta concentración de la propiedad en manos de uno o varios miembros de la familia, explicando esta característica en gran medida el comportamiento financiero de este tipo de organizaciones. Así, la voluntad de preservar la independencia financiera de la empresa y el mantenimiento del control por parte de la familia constituyen dos de los objetivos que condicionan toda su política financiera (Poutziouris, 2001; Allouche y Amann, 2007). La estructura financiera de las empresas familiares será completamente diferente a las no familiares debido al efecto familia (Nam et al, 2003; Basly, 2007; López y Sánchez, 2007; Allouche et al, 2008).

Una de las causas que explica estas diferencias en las estructuras financieras entre las empresas familiares y no familiares puede ser debido a que los directivos de las primeras, que a su vez son propietarios, son adversos al aumento de la deuda por el incremento del riesgo financiero que ello implica (Azofra et al, 2007; Latrous, 2007; King y Santor, 2008).

Las empresas familiares utilizarán en menor medida la deuda por dos motivos, su profunda aversión al riesgo y su orientación al largo plazo (Basly, 2007). Un aumento del nivel de deuda conlleva un incremento del riesgo de quiebra, por lo que los directivos-propietarios que tienen una política de supervivencia a largo plazo serán contrarios a endeudarse (Pouziouris, 2003).

El nivel de endeudamiento es función inversa de la participación de los directivos en el capital de la empresa. La participación de los propietarios en la dirección es menor en las empresas más endeudadas (Agrawal y Nagarajan, 1990).

Por lo tanto, debido a los argumentos presentados la hipótesis 10 será la siguiente:

- H10: las empresas familiares presentarán tasas de endeudamiento menores que las empresas no familiares.

La alta concentración de la propiedad manifiesta una relación negativa con el endeudamiento, pero además el miedo a la pérdida de control pondrá de manifiesto que el principal desafío de este tipo de sociedades está en saber gestionar su crecimiento sin temer la pérdida del control familiar, aunque muchas veces es imposible ya que necesita financiación externa para crecer (Allouche y Amann, 2000; Basly, 2006). En este sentido, un trabajo realizado por Mahérault (2000) demuestra que una de cada dos empresas familiares prefiere no crecer a reducir su participación en la empresa. De acuerdo con los argumentos que acabamos de plantear la hipótesis 11 será:

- H11: las empresas familiares tendrán un tamaño menor que las no familiares.

4.2.2.2 | Relaciones de agencia específicas

Si tenemos en cuenta los postulados tradicionales de la teoría de la agencia y los aplicamos a la empresa familiar, podemos presumir que el mantenimiento de la propiedad y la influencia en la dirección minimizarán los costes de agencia (Lemmon y Lins, 2003). Esta relación entre propietarios y directivos tendrá

implicaciones positivas en su estructura financiera, puesto que los objetivos de ambos convergerán en la maximización del valor de la empresa (Jaskiewicz y Klein, 2007), y los directivos no estarán incentivados para comportarse de manera oportunista (Schulze et al, 2001).

Además, el parentesco y el altruismo familiar modera los intereses particulares de los agentes de la familia (Schulze et al, 2003). El compromiso por parte de todos los miembros de la familia minimiza la necesidad de supervisar el comportamiento de los familiares, por la mayor comunicación informal y el conocimiento de las personas, lo que repercute en una mayor reducción de los costes de agencia (Allouche et al, 2008; Pindado et al, 2011).

Por otra parte, los directivos-propietarios tienen un horizonte temporal más amplio, por lo que velarán porque las inversiones sean lo más rentables posible independientemente del tiempo de maduración, hecho que redundará en una mayor eficacia de las inversiones (Sirmon y Hitt, 2003; Anderson y Reeb, 2003). Esta maduración en la consecución de los objetivos por parte de la empresa familiar, puede producir una mayor confianza entre la empresa y los mercados financieros reduciendo su comportamiento adverso hacia la empresa familiar. Esta mayor confianza puede reducir los costes de supervisión y en consecuencia reducir el tipo de interés de la financiación (Steijvers y Voordeckers, 2009).

Poza et al (2004) señalaron que la interacción entre la familia y la empresa reduce los costes de agencia, debido a que la implicación familiar en la dirección de la empresa produce prácticas de buen gobierno, que reduce los costes de control y mejora la rentabilidad de la empresa.

Esta reducción de los costes de agencia se debe sobre todo a que no es necesaria una supervisión de la dirección puesto que sus objetivos están unidos a los propietarios. Por ello las inversiones no serán subóptimas, ya que los directivos

no están incentivados para realizar comportamientos oportunistas que mermen la riqueza de los accionistas (Schulze et al, 2001). Esta reducción de los costes de control se traduce en que las empresas familiares sean estructuras poco costosas y por tanto muy eficientes (Anderson y Reeb, 2003; Lemmon y Lins, 2003).

Teniendo en consideración los argumentos precedentes, nuestra hipótesis 12 será:

- H12: las empresas familiares presentan menores costes de agencia que las no familiares.

4.2.2.3 | Asimetrías informativas, aportación de garantías personales y racionamiento del crédito

La obtención de la financiación está directamente relacionada con las imperfecciones de los mercados, así tanto los problemas de información asimétrica como los costes de agencia se convierten en especialmente relevantes ya que generan problemas de subinversión y sustitución de activos. Pero estos problemas son todavía más notables en las empresas que cuentan con la propiedad más concentrada (Azofra et al, 2007).

Las empresas familiares presentarán una gran asimetría informativa como consecuencia de la gran opacidad informativa que existe en este tipo de organizaciones (Berger y Udell, 1998; Poutziouris, 2001). Esta divergencia de comportamiento con respecto a la información de que disponen los mercados financieros, es debido a que las empresas familiares tienen como objetivo el mantenimiento del control y por tanto presentarán una mayor dependencia de los fondos generados internamente (Romano et al, 2000). Su orientación no será hacia los mercados financieros como en las empresas no familiares (Poutziouris, 2001), por lo que no considerarán un objetivo prioritario la proximidad entre la

empresa y los prestatarios. Siendo las empresas familiares pequeñas las más afectadas por las asimetrías informativas (Vigneron, 2008).

Desde el punto de vista de los mercados financieros estas asimetrías informativas influirán de manera negativa en la obtención de financiación, produciéndose el racionamiento del crédito en las empresas familiares (Schulze et al, 2001; Lubatkin et al, 2005). Como consecuencia de la falta de información, los prestamistas exigirán unas condiciones más estrictas, además de un aumento del coste explícito de la deuda, medido a través del tipo de interés aplicado y un mayor coste implícito, en cuanto a mayores exigencias de las garantías aportadas por la empresa (Voordeckers y Steijvers, 2009).

En uno de los primeros trabajos que midió el racionamiento del crédito ante problemas de información asimétrica, realizado por Stiglitz y Weiss (1981), encontró que para un cierto nivel de garantías colaterales aportadas por la empresa, las entidades financieras no aumentan el tipo de interés. Para la obtención de la financiación existe un cierto equilibrio entre las garantías aportadas y la tasa de interés (Steijvers y Voordeckers, 2009). La tasa de interés y las garantías actúan como sustitutos, por lo tanto existe una relación negativa entre ellos (Besanko y Thakor, 1987; Voordeckers y Steijvers, 2009).

La existencia de información asimétrica dará lugar a racionamiento del crédito si los problemas de la asimetría informativa no se solucionan. Pero la aportación de garantías por parte de los propietarios pueden servir para mitigar las asimetrías informativas y por tanto resolver los problemas de racionamiento del crédito (Voordeckers y Steijvers, 2009). En los modelos que utilizan los prestamistas para fijar el tipo de interés aplicado a la empresa este es función de la inversión que van a realizar, de las garantías de la empresa y por las garantías aportadas personalmente por los socios (Brick y Palia, 2007).

La asimetría informativa se puede mitigar con la aportación de garantías adicionales por parte de la empresa reduciendo el racionamiento del crédito (Freel, 2007). Esta disminución de la información asimétrica puede reducir los costes de supervisión por parte de los mercados financieros, y en consecuencia reducir el tipo de interés de la financiación (Steijvers et al, 2010).

De acuerdo con los razonamientos precedentes, nuestra hipótesis 13 será:

- H13: el coste explícito de la deuda que soportan las empresas familiares es menor al soportado por las empresas no familiares.

La aportación de garantías colaterales por parte de los socios actuarán como elemento disciplinante que protege a los prestamistas de comportamientos oportunistas (Voordeckers y Seijvers, 2009). La aportación de las garantías patrimoniales de los socios nos da muestra de la verdadera fortaleza de la empresa familiar. En la evaluación que realizan los proveedores financieros de las garantías ofrecidas por las empresas familiares, tienen más peso las garantías personales aportadas por los propietarios que las de la propia empresa.

La cercanía entre el patrimonio personal y empresarial que se da en la empresa familiar (Arregle et al, 2007), conllevará que se mitigue el racionamiento del crédito y se facilite el acceso de la empresa familiar al endeudamiento (Colombo y Grilli, 2007).

Para terminar, en la tabla 4.2 presentamos los signos esperados de ciertas características diferenciadoras de las empresas en función de su carácter familiar o no familiar, que van a tener influencia en su estructura financiera.

Tabla 4.2. Características de las empresas en función de su carácter, familiar o no familiar, que van a influir en su estructura financiera.

Variables del estudio	Empresa Familiar	Empresa no Familiar
Nivel de endeudamiento de la empresa	-	+
Tamaño de la empresa	-	+
Costes de agencia	-	+
Coste de la deuda	-	+

Fuente: elaboración propia a partir de diferentes estudios teóricos y empíricos revisados; siendo “+” la relación esperada positiva entre el factor estudiado y el tipo de empresa, “-” la relación esperada negativa entre el factor estudiado y el tipo de empresa.

4.3 | Método

4.3.1 | Base de datos

Los datos necesarios para realizar el estudio se han tomado de la base de datos SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos). Esta base de datos esta gestionada por la empresa Informa, S.A. y recoge toda la información pública económico-financiera individualizada, balance y cuenta de resultados, que las empresas tienen obligación de presentar en el Registro Mercantil; además de numerosa información adicional de cada una de las empresas como fecha de constitución, razón social, número de empleados, accionistas, porcentaje de participación, administradores, etc. Esta información está disponible para todas las empresas domiciliadas fiscalmente en España y Portugal.

Partimos de la información proporcionada sobre las sociedades españolas contenidas en la base de datos SABI para el periodo que va desde el año 2000 hasta el 2008, puesto que este año es el último con datos completos disponibles para todas las empresas.

A continuación procedimos a la depuración de la base de datos mediante la introducción de una serie de restricciones que nos ayudaron a definir una muestra representativa de la población. Así, en primer lugar eliminamos todas aquellas

sociedades cuya forma jurídica fuera diferente a sociedad anónima o sociedad limitada. Posteriormente rechazamos las empresas sin actividad y aquellas que se encontraban en situaciones especiales como concurso de acreedores o en liquidación.

En tercer lugar eliminamos las empresas con un número de trabajadores menor a diez y cuyo volumen de negocio anual, o cuyo balance general anual, no supere los dos millones de euros. Es decir, excluimos las empresas definidas como microempresas por la Recomendación de la Comisión de la Unión Europea del 6 de mayo de 2003.

En el siguiente paso eliminamos todas las sociedades que cotizan en bolsa. Incluimos esta restricción porque, a nuestro juicio, y de acuerdo con Arosa (2009), las empresas cotizadas tanto si son familiares como sino lo son, presentan unas características financieras comunes que las diferencian del resto de empresas no cotizadas.

Posteriormente, y también debido a sus particulares características, eliminamos a las empresas de servicios financieros, lo que facilitará que nuestra muestra sea comparable con otros estudios (King y Santor, 2008).

Por último, para resolver los problemas de heterogeneidad inobservable y endogeneidad construimos un panel no balanceado compuesto por empresas para las cuales hubiera información disponible para al menos, seis años consecutivos entre 2000-2008.

Tras el proceso de depuración, la muestra está compuesta por 2.395 empresas activas domiciliadas en España, que tienen forma jurídica de sociedad anónima o limitada, no cotizan en bolsa, no relacionadas con los servicios financieros y para

las cuales hubiera información disponible para al menos seis años consecutivos entre 2000 y 2008.

4.3.2 | Segmentación de la muestra: empresas familiares y no familiares

Una vez determinadas las empresas que forman parte de la muestra procedimos a dividir esta en dos submuestras: una que contiene las empresas familiares o otra que contiene las que no los son.

Realizar esta segmentación presenta una serie de dificultades, dada la información que tenemos disponible, al no existir ningún registro que nos indique cuales de estas empresas tienen el carácter de familiar. A esto debemos añadir otra limitación de origen, y es que no existe un consenso claro sobre cómo medir cada uno de los elementos o aspectos que identificamos como claves en la definición de empresa familiar: mantenimiento de la dirección/propiedad por parte de la familia, implicación familiar y transferencia generacional de la empresa (Cabrera y García, 1999; Ayala, 2003; López y Sánchez, 2007; Arosa, 2009).

Teniendo en cuenta estas consideraciones, basándonos en la información cualitativa que nos aporta la base de datos SABI, hemos segmentado la muestra siguiendo tres pasos. En primer lugar hemos estudiado la denominación de la empresa y analizado si existe correspondencia entre el nombre de la empresa y el apellido de la familia. En muchas ocasiones las empresas familiares manifiestan el orgullo de pertenencia al grupo familiar denominando sus empresas con su apellido (Davis, 1983; Kets de Vries, 1993).

En segundo lugar, hemos estudiado el número y el nombre de todos los accionistas. La base de datos muestra los dos apellidos de los accionistas, lo que permite observar la coincidencia familiar de segundas y posteriores generaciones.

En este punto se ha encontrado una dificultad añadida: ¿cómo definir aquellas empresas en las que su propiedad se distribuye a partes iguales entre un hombre y una mujer en los cuales no existe coincidencia en los apellidos?. A este respecto, y aunque en su mayoría probablemente son empresas creadas por un matrimonio, ante la duda, decidimos eliminar del análisis.

Y por último, utilizamos el porcentaje de participación que cada socio tiene en la empresa e implicación en la dirección de la misma. Además conocemos el nombre de los administradores que participan en la empresa y cual es la función de cada uno de ellos.

Tomando como referencia la información que nos aporta la base de datos SABI, hemos catalogado una empresa como familiar cuando dos o más miembros de una familia influyan en la marcha de la empresa a través de puestos de dirección o derechos de propiedad (Linz, 1995; Ayala, 2002). En esta definición subyacen dos preguntas a las que debemos dar respuesta: cuál es el porcentaje de propiedad mínimo que debe poseer la familia y cómo debe ser la implicación en la gestión de la empresa.

Con respecto a la implicación en la gestión, hemos seguido el criterio de Chen et al (2008) y hemos clasificado la empresa como familiar cuando más de dos accionistas están implicados en la gestión de la empresa a través de los cargos de dirección.

Definir el porcentaje de propiedad que debe poseer la familia es más complicado, por la falta de consenso entre los investigadores (Rosenblatt et al, 1985; Handler, 1989; Cabrera y García, 1999). Para la mayor parte de los investigadores la familia debe poseer una parte de capital suficiente para mantener el control de la empresa en manos de la familia, pero aquí radica la dificultad de definir en términos cuantitativos cuál es este capital suficiente. Para las empresas cotizadas

el GEEF (European Group of Owner Manager and Family Enterprises) considera que los miembros familiares deben poseer al menos el 25% de los derechos de voto.

Pero para las no cotizadas podemos encontrar numerosos estudios que van desde la posesión de un porcentaje muy reducido a un porcentaje muy elevado. Para Channon (1971) el porcentaje de mantenimiento de los derechos de voto debe ser del 5%, mientras que para Gallo y García Pont (1989) no debe bajar del 10%. En el otro extremo, encontramos estudios que manifiestan la necesidad de asegurar un mínimo del 50% de los derechos de voto en manos del grupo familiar (Leach et al, 1990; Cromie et al, 1995; Astrachan y Kolenko, 1994; López y Sánchez, 2007; García-Borbolla et al, 2009; Steijvers et al, 2011).

A falta de unanimidad y siguiendo un criterio de equidad tomamos en consideración el trabajo realizado por Arosa (2009), que está basado en el realizado por La Porta et al (1999), que definen como empresa familiar aquella en la cual los miembros de una familia poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa. También para King y Santor (2008) el umbral del control familiar para que una empresa sea considerada familiar estará en el 20%.

Una vez realizado el análisis de la muestra en función de los criterios que definen a una empresa como familiar, y desechados todos aquéllos casos que nos plantearon dudas (302 casos), la muestra quedó dividida en dos submuestras. La submuestra I que contiene 1434 empresas familiares y la submuestra II que está compuesta por 659 empresas no familiares. La Tabla 4.3 muestra como se distribuyen porcentualmente la muestra de empresas en función de su naturaleza.

Tabla 4.3 Distribución de la muestra

	Nº de empresas	%
EMPRESAS FAMILIARES	1.434	68,51 %
EMPRESAS NO FAMILIARES	659	31,49 %
TOTAL	2.093	100,00 %

La estructura del panel balanceado construido y el número observaciones anuales por empresa se muestra en la Tabla 4.4.

Tabla 4.4. Estructura de la muestra

Nº observaciones anuales por empresa	Nº de empresas	Nº de observaciones
6	667	4.002
7	514	3.598
8	638	5.104
9	274	2.466
Total	2.093	15.170

4.3.3. | Definición y medida de las variables

En este apartado, partiendo de la revisión de los trabajos teóricos y empíricos previos, mostraremos la medida empleada para cuantificar cada una de las variables utilizadas en el modelo empírico.

En el modelo hemos utilizado como variable dependiente el nivel de endeudamiento (D), mientras que presenta como factores determinantes de la estructura de capital: el nivel de endeudamiento previo (D_{t-1}), los escudos fiscales alternativos (EFA), las oportunidades de inversión y crecimiento (OC), la tangibilidad de los activos (TA), el coste de la deuda (I), la antigüedad de la empresa (ED), el cash flow (CF), la información asimétrica (IA), el sector de

actividad (SC), el tamaño de la empresa (T), y el carácter familiar de la empresa (EF).

El nivel de **Deuda (D)** mide la cantidad de fondos ajenos que tiene una empresa con relación a sus fondos propios. La medimos a través del cociente entre las deudas totales y los activos totales (Suárez, 2003; Acedo, 2005; Vendrell, 2008).

$$D_{it} = \text{Deuda total}_{it} / \text{Activo total}_{it}$$

Para medir los **Escudos Fiscales Alternativos a la deuda (EFA)** la mayoría de los investigadores utilizan la suma de los gastos de amortización más las provisiones sobre el total de activos (Bradley et al, 1984; Titman y Wessels, 1988; Wald, 1999; Chaplinsky y Niehaus, 1993; Deesomsak et al, 2004; López y Sánchez, 2007). Sin embargo, las amortizaciones y provisiones están altamente correlacionadas con el tipo de activo, que a su vez puede afectar al nivel de endeudamiento (Correa, 2007). Para evitar este problema, en nuestro estudio hemos medido la variable escudos fiscales alternativos (EFA) a partir de las deducciones fiscales vinculadas a las cuotas impositivas, como diferencia entre los impuestos a pagar y los impuestos realmente pagados en relación con el activo (Titman and Wessels, 1988; De Miguel y Pindado, 2001; González y González, 2007).

$$EFA_{it} = (\text{BAT}_{it} * 0.35 - \text{Impuestos pagados}_{it}) / \text{Activo total}_{it}$$

En la literatura podemos encontrar múltiples maneras de medir las **Oportunidades de inversión y crecimiento (OC)**. Para las empresas cotizadas una forma de evaluar su potencial de crecimiento por parte del mercado, es el ratio de surge de la diferencia entre valor de mercado y valor contable dividido por el total de activos (Correa, 2007; Adam y Goyal, 2008; Frank y Goyal, 2009). Esta sería la variable ideal para medir las oportunidades de crecimiento, pero en las

empresas no cotizadas es imposible obtener los valores de mercado por lo que se han desarrollado otro tipo de medidas. Así, un indicador de las posibilidades de crecimiento de la empresa son los gastos en I+D+I, cuanto mayores sean estos gastos mayores perspectivas de desarrollo de la empresa (Aybar et al, 2001; Correa, 2007). Una buena aproximación a estos gastos en I+D+I la podemos ver reflejada en el nivel de activos intangibles, para algunos autores la inversión en activos intangibles constituye una ventaja competitiva a futuro para la empresa (Capon et al, 1990; Correa et al, 2002). En nuestro trabajo mediremos las oportunidades de inversión y crecimiento mediante el ratio de activos intangibles sobre el total de activos (Bradley et al, 1984; Titman y Wessels, 1988; Acedo, 2005).

$$OC_{it} = \text{Activos Inmateriales}_{it} / \text{Activo total}_{it}$$

La cantidad de activos tangibles que posee una empresa puede ser considerada un indicador válido de las garantías aportadas por la empresa (De Angelo y Masulis, 1980; Mato, 1990; Fattouh et al, 2002; Frank y Goyal, 2009). Además para los mercados y entidades financieras es más fácil valorar los activos tangibles en comparación con los intangibles. Así, hemos medido la **Tangibilidad de los activos (TA)** como la relación entre los activos materiales y el activo total (Aybar et al, 2001; Vendrell, 2008; Frank y Goyal, 2009).

$$TA_{it} = \text{Activos Materiales}_{it} / \text{Activo total}_{it}$$

El **Coste de la deuda (I)** lo mediremos como el cociente de los gastos financieros entre el total de deudas (Acedo, 2005; Vendrell, 2008).

$$I_{it} = \text{Gastos financieros}_{it} / \text{Deuda}_{it}$$

La **Edad (ED)** indica la madurez en la gestión de la empresa y la definiremos como el tiempo transcurrido entre la fecha de constitución y el año corriente. Lo mediremos como el neperiano de los años de funcionamiento de la empresa (Coleman y Carski, 1990; Romano et al, 2000; Aybar et al, 2001; López y Sánchez, 2007). Hemos utilizado el logaritmo neperiano de la edad por que suele ser la solución habitual para trabajar con variables que tienen valores no negativos y de elevada varianza (Azofra et al, 2007).

$$ED_{it} = Ln (N^{\circ} \text{ años de funcionamiento de la empresa})$$

La variable **Cash flow (CF)** que nos indica los flujos de caja totales generados por la empresa, la medimos como el ratio de la suma del beneficio después de intereses e impuestos (BDIT), más las amortizaciones y las provisiones, dividido entre los activos totales (De Miguel y Pindado, 2001; López y Sánchez, 2007).

$$CF_{it} = (BDIT_{it} + Amortización_{it} + Provisiones_{it}) / Activo total_{it}$$

La **Información Asimétrica (IA)** la podemos medir como la proporción de activos inmateriales sobre los activos materiales. La presencia de activos intangibles indica mayores problemas de información asimétrica en comparación con los activos tangibles (Frank y Goyal, 2009; Sánchez-Vidal, 2009). Así, podemos medir la información asimétrica como una variable *dummy*, que toma el valor 1 cuando la empresa presenta una mayor proporción de activos tangibles que intangibles, por consiguiente presentará menores problemas de información asimétrica; y tomará el valor 0 en el caso de que la proporción de activos intangibles sea superior a los tangibles (De Miguel y Pindado, 2001).

Multiplicaremos la variable *dummy* (IA) por el “cash flow”, para determinar la sensibilidad del nivel de endeudamiento al “cash flow” en presencia o ausencia de información asimétrica.

La composición de la muestra por **Sectores (SC)** de actividad se ha establecido de acuerdo con la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE). Los epígrafes de las distintas actividades económicas de la CNAE se han agrupado en cuatro grandes sectores como son agricultura, ganadería y extracción de minerales, industria, construcción, y servicios (AECA, 2002; Correa et al. 2002).

En el análisis definimos el **Tamaño (T)** de la empresa utilizado el criterio de la Unión Europea en su última recomendación de la Comisión de 6 mayo 2003, 2003/361/CE, distinguiendo entre: empresa pequeña, mediana y grande. Para clasificar una empresa en función de su tamaño se tienen que cumplir dos de las tres características, el criterio que marca el tamaño es el número de empleados y luego se tendrá que cumplir un segundo criterio, que serán las ventas o el volumen de activos.

Tabla 4.5. Distribución por tamaños según clasificación U.E.

Variables	Pequeñas	Medianas	Grandes
Activos*	$X \leq 10.000$	$10.000 < X \leq 43.000$	$X > 43.000$
Ventas*	$X \leq 10.000$	$10.000 < X \leq 50.000$	$X > 50.000$
Empleados	$X < 50$	$50 \leq X \leq 250$	$X > 250$

* En miles €

No obstante, cuando en el análisis necesitamos definir esta variable como continua, basándonos en los criterios de la Unión Europea, y de acuerdo con la literatura precedente utilizaremos el neperiano del volumen de activos (LnA) (Fama y French, 2002; Frank y Goyal, 2009), el neperiano del número de empleados (LnE) (Vendrell, 2008) y el neperiano de las ventas (LnV) (Coleman y Carsky, 1999; Frank y Goyal, 2000; Aybar et al, 2001; López y Sánchez, 2007).

Una empresa fue identificada como **Empresa familiar (EF)** cuando los miembros de la familia poseían como mínimo el 20% de las acciones de la empresa, y al menos hay dos familiares implicados en la dirección de la empresa.

En la Tabla 4.6, resumimos las variables utilizadas en la investigación así como las medidas que hemos utilizado para su cálculo.

Tabla 4.6. Resumen de las variables utilizadas en la investigación

Variable	Medida de cálculo
D	$D_{it} = \text{Deuda total}_{it} / \text{Activo total}_{it}$
EFA	$EFA_{it} = (\text{BAT}_{it} * 0.35 - \text{Impuestos pagados})_{it} / \text{Activo total}_{it}$
OC	$OC_{it} = \text{Activos Inmateriales}_{it} / \text{Activo total}_{it}$
TA	$TA_{it} = \text{Activos Materiales}_{it} / \text{Activo total}_{it}$
I	$I_{it} = \text{Gastos financieros}_{it} / \text{Deuda}_{it}$
ED	$ED_{it} = \text{Ln} (\text{N}^{\circ} \text{ años de funcionamiento de la empresa})$
CF	$CF_{it} = (\text{BDIT}_{it} + \text{Amortización}_{it} + \text{Provisiones}_{it}) / \text{Activo total}_{it}$
AI	Variable <i>dummy</i> que toma el valor: AI = 0 ante fuertes problemas de información asimétrica; y AI = 1 sin presencia de información asimétrica. Posteriormente multiplicaremos AI por el CF.
SC	CNAE cuatro sectores: agricultura, ganadería y extracción de minerales, industria, construcción, y servicios
T	$T_{it} = \text{criterio de la U.E.}$
EF	Los miembros de la familia poseerán como mínimo el 20% de las acciones de la empresa y al menos dos estarán implicados en la dirección de la empresa.

4.3.4 | Análisis estadísticos

En un primer análisis dividiremos la muestra de empresas por sector de actividad (agricultura, industria, construcción y servicios), tamaño empresarial (pequeñas, medianas y grandes) y carácter de la empresa (familiar y no familiar) con el objeto de realizar tres análisis unifactoriales de la varianza. En cada uno de ellos el sector de actividad, el tamaño empresarial y el carácter de la empresa son el factor y las variables dependientes son el nivel de endeudamiento, los escudos fiscales alternativos, las oportunidades de crecimiento, la tangibilidad de los activos, el coste de la deuda, la edad y los flujos de caja.

El objetivo de estos análisis es comprobar si, por término medio, el valor de las variables dependientes se mantiene constante para cada una de las submuestras hechas en función del sector, del tamaño empresarial o del carácter de la empresa. Usaremos el test de Levene para contrastar la hipótesis nula de igualdad de varianzas. Si rechazamos dicha hipótesis nula, para contrastar la igualdad de medias en las diferentes submuestras aplicaremos el test de Tamhane que no asume varianzas iguales. Si no podemos rechazar la hipótesis nula de igualdad de varianzas, utilizaremos para contrastar la igualdad de medias en las diferentes submuestras el test de Scheffé que es válido cuando las varianzas son iguales y los tamaños muestrales diferentes.

El análisis unifactorial de la varianza nos permite observar la influencia de cada factor considerado de forma independiente en la explicación del nivel de endeudamiento. Sin embargo, no permite analizar la influencia de cada factor cuando son considerados de forma conjunta. Por ese motivo, y, con objeto de comprobar qué variables afectan al endeudamiento de las empresas y en qué medida son más o menos importantes, llevamos a cabo un análisis multivariante (datos panel).

En el modelo planteado, con el cual contrastaremos las hipótesis anteriormente formuladas, basadas en la teoría del equilibrio estático y en la teoría de la jerarquía financiera de preferencias, el nivel de endeudamiento objetivo de una empresa (D^*_{it}) es una función:

- de los escudos fiscales alternativos (EFA_{it}),
- de las oportunidades de crecimiento (OC_{it}),
- de la tangibilidad de los activos (TA_{it}),
- del interés de la deuda (I_{it}),
- de la edad de la empresa (E_{it}),
- de los flujos de caja (FC_{it}),

- y del tamaño empresarial, medido en un primer análisis a través del logaritmo neperiano de los activos ($\ln A_{it}$), ventas ($\ln V_{it}$) y empleos ($\ln E_{it}$).

$$D_{it}^* = \beta_1 + \beta_2 EFA_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 TA_{it} + \beta_5 I_{it} + \beta_6 ED_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 (A_{it}, V_{it}, E_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

La existencia de costes de transacción implica que las empresas no ajustan automáticamente su nivel de endeudamiento al endeudamiento objetivo, sino que dicho ajuste es inversamente proporcional a dichos costes de transacción.

$$D_{it} - D_{it-1} = \alpha(D_{it}^* - D_{it-1}), \quad 0 < \alpha < 1 \quad (2)$$

donde α mide los costes de transacción. Si los costes de transacción son nulos ($\alpha = 1$) las empresas ajustan automáticamente su nivel de endeudamiento a su nivel objetivo $D_{it} = D_{it}^*$. Si, por el contrario, los costes de transacción son altos ($\alpha = 0$), las empresas prefieren no hacer nada $D_{it} = D_{it-1}$. Cuando los costes de transacción están en un nivel intermedio $0 < \alpha < 1$, las empresas ajustan su nivel de endeudamiento al endeudamiento objetivo de manera inversa a sus costes de transacción.

La ecuación (2) muestra el nivel de endeudamiento actual:

$$D_{it} = \alpha D_{it}^* + (1-\alpha)D_{it-1} \quad (3)$$

Integrando las ecuaciones 1 y 3, y teniendo en cuenta que estamos trabajando con datos panel, obtenemos el siguiente modelo explicativo del nivel de endeudamiento actual:

$$D_{it} = \alpha \beta_1 + (1-\alpha)D_{it-1} + \alpha\beta_2 EFA_{it} + \alpha\beta_3 OC_{it} + \alpha\beta_4 TA_{it} + \alpha\beta_5 I_{it} + \alpha\beta_6 ED_{it} + \alpha\beta_7 CF_{it} +$$

$$\alpha\beta_8(A_{it}, V_{it}, E_{it}) + d_t + \eta_i + \gamma_j + \xi_k + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

donde :

d_t el efecto temporal,

η_i el efecto empresa,

γ_j el efecto sector,

ξ_k el efecto empresa familiar

ε_{it} es la perturbación aleatoria.

El modelo anterior (4) puede ser modificado para tener en cuenta la influencia de la asimetría de información sobre el cash flow. El modelo resultante a estimar es:

$$D_{it} = \alpha \beta_1 + (1-\alpha)D_{it-1} + \alpha\beta_2EFA_{it} + \alpha\beta_3OC_{it} + \alpha\beta_4TA_{it} + \alpha\beta_5I_{it} + \alpha\beta_6ED_{it} + \\ \alpha(\beta_7 + \beta_8IA_{it})CF_{it} + \alpha\beta_9(A_{it}, V_{it}, E_{it}) + d_t + \eta_i + \gamma_j + \xi_k + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

donde β_7 representa el coeficiente de las empresas con fuertes problemas de información asimétrica, dado que $IA_{it} = 0$. El coeficiente de las empresas con pocos problemas de información asimétrica será $\beta_7 + \beta_8$, al ser la variable $IA_{it} = 1$.

Posteriormente, y una vez constatada la significatividad de la variable *dummy* de empresa familiar en la explicación del nivel de endeudamiento, procederemos a segmentar el conjunto de la muestra en función del dicho carácter familiar o no de la empresa. En este nuevo análisis el efecto tamaño, que en el modelo anterior se había introducido como una variable continua ($\ln A_{it}$, $\ln V_{it}$ o $\ln E_{it}$), lo mediremos a través de una variable *dummy* de acuerdo con el criterio de la Unión Europea. Por tanto, el modelo a estimar es:

$$D_{it} = \alpha \beta_1 + (1-\alpha)D_{it-1} + \alpha\beta_2EFA_{it} + \alpha\beta_3OC_{it} + \alpha\beta_4TA_{it} + \alpha\beta_5I_{it} + \alpha\beta_6ED_{it} +$$

$$\alpha(\beta_7 + \beta_8 IA_{it})CF_{it} + d_t + \eta_i + \gamma_j + \tau_k + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

donde :

d_t el efecto temporal,

η_i el efecto empresa,

γ_j el efecto sector,

τ_k el efecto tamaño

ε_{it} es la perturbación aleatoria.

Finalmente, analizaremos las diferencias estadísticamente significativas observadas en el nivel de endeudamiento de las empresas familiares en función del tamaño empresarial. En un primer lugar segmentando la muestra por tamaños, y posteriormente, a través de un modelo multiplicativo que trate de captar dichas diferencias.

El análisis econométrico con datos panel supone una serie de ventajas respecto al análisis de corte transversal o de series temporales, puesto que un panel de datos es un conjunto de datos que combinan series temporales con unidades de sección cruzada o de corte transversal, de forma que un estudio de los datos considerando estas dos dimensiones por separado deja cuestiones sin resolver.

En el trabajo realizado por Baltagi (1995) se enumera algunas de las ventajas e inconvenientes del uso de los datos de panel. Entre las ventajas se menciona el control sobre la heterogeneidad individual; más variabilidad, menos colinealidad entre las variables, más grados de libertad y mayor eficiencia; mejor adecuación al estudio de las dinámicas de ajuste; mejor capacidad de identificar y medir los efectos que no son detectables en datos puros de sección cruzada o de series temporales y también mejor capacidad de análisis en comportamientos más complicados. Como desventajas, los datos de panel presentan el problema de

recolección de datos, distorsiones por errores de medida y la corta dimensión temporal que se tiene generalmente en los conjuntos de datos.

Los modelos dinámicos con variables predeterminadas se han estimado a través del System MGM (Método Generalizado de los Momentos), en dos etapas, para evitar problemas de heterogeneidad inobservable y endogeneidad (Arellano y Bover, 1990; Arellano y Bond, 1991; Arellano y Bond, 1998). La heterogeneidad inobservable hace referencia a la posible existencia de variables omitidas que afectan al resultado analizado, estando correlacionadas con las variables explicativas. Tenemos en cuenta dicha heterogeneidad inobservable a través del efecto individual-empresa η_i que, posteriormente, eliminamos tomando primeras diferencias. De la especificación del modelo es también evidente que pueden existir problemas de endogeneidad debido: a) al tiempo que transcurre entre que se toma una decisión de ajuste de la estructura de capital y su ejecución efectiva, y b) la posible relación entre alguna variable explicativa y la variable a explicar. Por tanto, todas las variables explicativas retardadas dos o más veces son incluidas como instrumentos.

Para comprobar la validez de la especificación de los modelos utilizaremos los contrastes de correlación serial de Arellano y Bond (1991) que contrastan la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de 1º (m1) y 2º (m2) orden entre los residuos. Para comprobar la validez de los instrumentos realizamos el contraste de restricciones de sobre identificación de Hansen que cuya hipótesis nula es la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término del error. El modelo se estimó utilizando el programa Stata (versión 9).

4.4 | Resultados

En este apartado mostramos un análisis de los rasgos básicos de las empresas que forman parte de la muestra. Para ello en primer lugar, incluimos un análisis descriptivo de la variable dependiente y de las explicativas, además del grado de asociación existente entre las distintas variables. Mostrando, además, los resultados de los análisis de la varianza para determinar si el sector, el tamaño y el carácter familiar de una empresa son factores que permiten explicar el comportamiento financiero de las empresas.

4.4.1 | Análisis descriptivo del endeudamiento y de las variables explicativas

Los datos descriptivos del nivel de endeudamiento y de las variables explicativas pueden observarse en la Tabla 4.7. A modo de síntesis, se puede señalar que por término medio, el ratio de endeudamiento de las empresas es del 56,36%, con unos escudos fiscales alternativos ligeramente inferiores al 0,5% y unas oportunidades de crecimiento próximos al 4%. Además, la tangibilidad de los activos ha representado el 17,90% del total de activos, soportando un costes medio de la deuda del 3,42% y generando a su vez unos flujos de caja medios del 10,27%.

Tabla 4.7. Estadística descriptiva del endeudamiento y de las variables explicativas

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
D_{it}	56,36%	20,28%	0,99%	93,67%
EFA_{it}	0,46%	1,08%	-5,05%	25,88%
OC_{it}	3,88%	6,43%	0,00%	72,46%
TA_{it}	17,90%	14,99%	0,00%	94,86%
I_{it}	3,42%	2,07%	1,57%	23,96%
$InED_{it}$	2,991	0,587	0	4,664
FC_{it}	10,27%	6,88%	0,032%	66,06%

Para analizar el grado de asociación entre las variables hemos realizado un análisis de correlaciones de Spearman, prueba no paramétrica que no asume normalidad de las variables. Los resultados que hemos obtenido se presentan en la tabla 4.8.

Tabla 4.8. Matriz de correlaciones de Spearman de las variables explicativas

	D	EFA	OC	TA	I	ED	CF	InA	InV	InE
D	1									
EFA	-0.2510	1								
OC	0.0993	-0.0250	1							
TA	-0.2876	0.1528	-0.0185	1						
I	-0.0674	0.0413	-0.0637	0.0655	1					
ED	-0.1640	0.1001	-0.1156	0.0467	-0.0141	1				
CF	-0.5011	0.2103	0.1527	0.1479	0.0067	-0.0583	1			
InA	-0.0596	0.1673	-0.1359	0.0787	-0.0867	0.1808	-0.0241	1		
InV	0.0424	0.0681	-0.1316	-0.0428	-0.0461	0.1313	0.0143	0.7590	1	
InE	-0.0556	0.1339	0.1231	0.1663	-0.0648	0.1464	0.1605	0.4781	0.4530	1

4.4.2 | Resultados de los análisis unifactoriales de la varianza

Los resultados de los análisis de varianza, agrupados de acuerdo con el comportamiento de las variables independientes en relación con las dependientes los exponemos en los siguientes apartados.

4.4.2.1 | Sector

Como podemos observar en la Tabla 4.9 los análisis de la varianza permiten rechazar las hipótesis nulas de que las cuatro submuestras establecidas en función de la variable sector poseen la misma media para cada una de las variables dependientes consideradas. Los resultados del test de Levene permiten rechazar las hipótesis nulas de igualdad de varianzas por lo que en los contrastes post hoc aplicamos el test de Tamhane

Utilizando el test post hoc de Tamhane, la construcción presenta un nivel medio de endeudamiento (69,38%) significativamente superior al resto de sectores. El hecho

de que sea el sector de la construcción sea el más endeudado parece un resultado lógico, dado que nuestro periodo de análisis se corresponde con la etapa de mayor desarrollo urbanístico de la historia de nuestro país, por lo que este sector ha necesitado de importantes niveles de financiación. Este resultado parece apoyar los postulados de la teoría del equilibrio estático de que el sector de actividad al que pertenece la empresa tiene efecto sobre el nivel de endeudamiento (hipótesis 8a).

También rechazamos la igualdad de los escudos fiscales alternativos por sector de actividad. Más concretamente, las pruebas post hoc nos permiten afirmar que es la construcción la que presenta menores deducciones fiscales alternativas (0,28%) en comparación con el resto de sectores.

Con respecto a la variable oportunidades de inversión y crecimiento observamos que el sector que mejor aprovecha las oportunidades de inversión para crecer en el futuro es el de servicios (4,10%), superior a la construcción y a la industria.

Por otra parte, también rechazamos que la importancia de la tangibilidad de los activos sea igual para todos los sectores. El sector con una mayor proporción de activos materiales es la agricultura (30,36%) seguido por la industria (22,84%). Para el resto de sectores se debilita su importancia.

En lo que respecta al coste medio de la deuda, la construcción presenta un coste medio de la deuda (2,88%) inferior al resto de sectores. No es llamativo el hecho de que la construcción sea el sector que paga menos por cada unidad monetaria de fondos ajenos aún siendo el más endeudado (69,38%). Situación debida a que durante este periodo las entidades financieras consideraron la inversión inmobiliaria como una mayor garantía sujeta a una fuerte revalorización, que desembocó en una mayor facilidad de acceso a la financiación con diferenciales exigüos.

El sector servicios presenta una edad media de 2,9 años significativamente inferior al resto de sectores, seguramente debido a que en este sector las barreras de entrada son mínimas por lo que será un sector muy dinámico en cuanto a la creación de empresas, pero a la vez presentará una tasa de fracaso muy elevada por la falta de estructura empresarial y cualificación de los propietarios.

Por último, la construcción presenta unos flujos de caja medios (7,88%) significativamente inferiores al resto de sectores. Por su parte, el flujo de caja de la industria (11,65%) es significativamente superior a la construcción y servicios. Estas diferencias en la generación de recursos pueden ser debidas a que la industria es el sector que mayor valor añadido aporta a los productos que fabrica, lo que implicará que pueda obtener mayores rentabilidades. Mientras que la construcción es un sector que no se basa en la diferenciación, por lo que los retornos que pueda obtener de la venta de sus productos será menor que en el resto de sectores.

Tabla 4.9. Análisis de varianza. Variables dependientes: nivel de endeudamiento, escudos fiscales alternativos, oportunidades de crecimiento, tangibilidad de los activos, coste de la deuda, edad y flujos de caja. Factor: sector de actividad

Variable		Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Anova	Levene
D_{it}	Agricultura	48,14%	23,34%	0,99%	88,47%	457,204 0,000	49,858 0,000
	Industria	50,67%	18,81%	2,25%	93,40%		
	Construcción	69,38%	16,69%	10,75%	93,64%		
	Servicios	57,83%	20,37%	1,08%	93,67%		
EFA_{it}	Agricultura	0,70%	1,19%	-0,69%	6,98%	36,105 0,000	29,604 0,000
	Industria	0,55%	1,12%	-3,04%	25,88%		
	Construcción	0,28%	0,87%	-3,23%	12,33%		
	Servicios	0,42%	1,08%	-5,05%	18,16%		
OC_{it}	Agricultura	4,26%	6,72%	0,00%	34,67%	8,265 0,000	52,869 0,000
	Industria	3,75%	5,91%	0,00%	71,67%		
	Construcción	3,33%	4,57%	0,00%	37,91%		
	Servicios	4,10%	7,14%	0,00%	72,46%		
TA_{it}	Agricultura	30,36%	18,62%	0,70%	94,86%	536,250 0,000	164,850 0,000
	Industria	22,84%	14,10%	0,00%	77,73%		
	Construcción	9,59%	8,90%	0,02%	64,63%		
	Servicios	15,76%	15,26%	0,00%	92,01%		

Factores Determinantes del Comportamiento Financiero de las Empresas Familiares

I_{it}	Agricultura	3,31%	1,50%	1,59%	8,97%		
	Industria	3,48%	2,10%	1,57%	23,78%	20,034	14,983
	Construcción	2,88%	1,47%	1,57%	18,29%	0,000	0,000
	Servicios	3,47%	2,15%	1,57%	23,96%		
ED_{it}	Agricultura	3,060	0,611	1,503	4,664		
	Industria	3,102	0,602	0,149	4,596	132,638	27,552
	Construcción	3,002	0,486	0,342	4,414	0,000	0,000
	Servicios	2,900	0,581	-0,830	4,635		
FC_{it}	Agricultura	11,10%	7,80%	0,59%	37,52%		
	Industria	11,65%	6,87%	0,18%	66,06%	168,370	37,386
	Construcción	7,88%	5,26%	0,11%	39,30%	0,000	0,000
	Servicios	9,77%	6,98%	0,03%	65,26%		

Tabla 4.10. Contrastes post hoc del endeudamiento y de las variables explicativas por sector de actividad. Test de Tamhane

		Agricultura	Industria	Construcción
D_{it}	Agricultura			
	Industria	-0,02536 0,593		
	Construcción	-0,21239 0,000	-0,17803 0,000	
	Servicios	-0,09694 0,000	-0,07159 0,000	0,11544 0,000
EFA_{it}	Agricultura			
	Industria	0,00153 0,406		
	Construcción	0,00424 0,000	0,00271 0,000	
	Servicios	0,00280 0,010	0,00127 0,000	-0,00144 0,000
OC_{it}	Agricultura			
	Industria	0,00511 0,883		
	Construcción	0,00927 0,329	0,00416 0,011	
	Servicios	0,00159 0,999	-0,00352 0,012	-0,00768 0,000
TA_{it}	Agricultura			
	Industria	0,07514 0,000		
	Construcción	0,20761 0,000	0,13247 0,000	

	Servicios	0,14594 0,000	0,07080 0,000	-0,06167 0,000
I_{it}	Agricultura			
	Industria	-0,00163 0,827		
	Construcción	0,00439 0,020	0,00602 0,000	
	Servicios	-0,00153 0,862	0,00009 1,000	-0,00593 0,000
ED_{it}	Agricultura			
	Industria	-0,04189 0,926		
	Construcción	0,05830 0,745	0,10019 0,000	
	Servicios	0,16028 0,003	0,20217 0,000	0,10198 0,000
FC_{it}	Agricultura			
	Industria	-0,00544 0,919		
	Construcción	0,03228 0,000	0,03772 0,000	
	Servicios	0,01338 0,114	0,01882 0,000	-0,01889 0,000

4.4.2.2 | Tamaño

Los resultados del análisis de la varianza al segmentar por tamaño (pequeña, mediana y grande) nos permiten rechazar la hipótesis nula de igualdad de medias para el nivel de endeudamiento, los escudos fiscales alternativos, la tangibilidad de los activos, los coste de la deuda, la edad y los flujos de caja.

Por tanto, el nivel medio de endeudamiento es significativamente distinto en función del tamaño empresarial. Más concretamente, los resultados del test de Scheffé nos permiten afirmar que el nivel medio de endeudamiento de las medianas empresas (55,92%) es superior al de las pequeñas (54,37%). Por el

contrario, no se observan diferencias significativas de las grandes empresas con respecto al resto de los tamaños.

En relación a los escudos fiscales alternativos, los resultados post hoc nos muestran que la importancia que para las empresas pequeñas tienen la deducciones fiscales alternativas al endeudamiento (0,32%) es menor que para las medianas (0,48%) y que para las grandes (0,60%). Por tanto, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa mayores oportunidades de obtención de deducciones fiscales alternativas a la deuda, por lo que recurrirán en menor medida al endeudamiento (Fama y French, 2002; Acedo, 2005; Huang y Song, 2006).

La distribución por tamaños no permite rechazar la hipótesis nula con respecto a las oportunidades de inversión y crecimiento. Este resultado parece indicar que el tamaño que tiene la empresa no influye en las oportunidades futuras de inversión y crecimiento.

La tangibilidad de los activos es significativamente distinta en función de la dimensión empresarial. Más concretamente, el nivel medio de activos tangibles de las pequeñas (16,10%) es menor que el de las medianas (18,46%) y grandes empresas (18,61%).

El tipo de interés que se le aplica a la empresa estará influenciado por su tamaño. Más concretamente, el coste medio de la deuda de las pequeñas empresas (3,58%) es mayor en comparación con el de las medianas (3,37%) y grandes empresas (3,32%).

En nuestro estudio se demuestra la existencia de diferencias significativas de la edad en función del tamaño. Los resultados muestran que las pequeñas empresas presentan una edad media (2,879) significativamente inferior a las medianas

(3,019) y estas, a su vez, inferior al de las grandes (3,065). Para Frank y Goyal (2009) existe una relación directa entre la antigüedad de la empresa y el tamaño. Según la empresa va creciendo sus necesidades de financiación van cambiando y también cambia el acceso a las fuentes de financiación (Sánchez Andujar, 2004).

Por último, también existe una relación entre los flujos de caja y el tamaño empresarial. Los resultados post hoc muestran que las pequeñas empresas generan por término medio unos flujos de caja (9,41%) significativamente menores que los de las medianas (10,46%) y estas, a su vez, menor que los de la grandes (11%). Las empresas más grandes están más diversificadas, por lo que se reduce el riesgo asociado a la obtención de flujos de caja (Fattouh et al, 2000). Para algunos autores las empresas más grandes presentan mayor generación de flujos de caja y en consecuencia mayores niveles de endeudamiento (Barton y Gordon, 1988; Menéndez, 2003).

Tabla 4.11. Análisis de varianza. Variables dependientes: nivel de endeudamiento, escudos fiscales alternativos, oportunidades de crecimiento, tangibilidad de los activos, coste de la deuda, edad y flujos de caja. Factor: tamaño

Variable		Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Anova	Levene
D_{it}	Pequeña	54,37%	20,13%	0,99%	93,64%	6,941 0,001	1,696 0,183
	Mediana	55,92%	20,39%	1,08%	93,67%		
	Grande	56,55%	20,02%	6,08%	92,87%		
EFA_{it}	Pequeña	0,32%	0,86%	-4,15%	14,62%	51,067 0,000	82,253 0,000
	Mediana	0,48%	1,06%	-3,50%	16,93%		
	Grande	0,60%	1,44%	-5,05%	25,88%		
OC_{it}	Pequeña	3,75%	6,55%	0,00%	60,56%	1,345 0,261	3,111 0,045
	Mediana	3,94%	6,35%	0,00%	72,46%		
	Grande	3,80%	6,58%	0,00%	55,02%		
TA_{it}	Pequeña	16,10%	14,32%	0,02%	94,86%	36,255 0,000	18,139 0,000
	Mediana	18,46%	15,06%	0,00%	92,01%		
	Grande	18,61%	15,65%	0,04%	81,02%		
I_{it}	Pequeña	3,58%	2,38%	1,57%	22,74%	9,524 0,000	17,640 0,000
	Mediana	3,37%	1,98%	1,57%	23,96%		
	Grande	3,32%	1,83%	1,57%	21,79%		
ED_{it}	Pequeña	2,879	0,520	0,342	4,635	96,536 0,000	42,281 0,000
	Mediana	3,019	0,599	-0,830	4,664		
	Grande	3,065	0,617	0,149	4,478		
FC_{it}	Pequeña	9,41%	6,83%	0,09%	66,06%	44,383	11,598

Factores Determinantes del Comportamiento Financiero de las Empresas Familiares

	Mediana	10,46%	6,75%	0,11%	64,59%	0,000	0,000
	Grande	11,00%	7,40%	0,03%	65,26%		

Tabla 4.12. Contrastes post hoc del endeudamiento y de las variables explicativas por tamaño empresarial. Test de Tamhane/Scheffé

		Pequeña	Mediana
D_{it}	Pequeña		
	Mediana	0,01448 0,001	
	Grande	0,00814 0,346	-0,00634 0,443
EFA_{it}	Pequeña		
	Mediana	-0,00166 0,000	
	Grande	-0,00278 0,000	-0,00112 0,003
TA_{it}	Pequeña		
	Mediana	-0,02366 0,000	
	Grande	-0,02518 0,000	-0,00151 0,971
I_{it}	Pequeña		
	Mediana	0,00213 0,001	
	Grande	0,00259 0,002	0,00046 0,837
ED_{it}	Pequeña		
	Mediana	-0,14002 0,000	
	Grande	-0,18638 0,000	-0,04635 0,006
FC_{it}	Pequeña		
	Mediana	-0,01045 0,000	
	Grande	-0,01590 0,000	-0,00544 0,007

4.4.2.3 | Naturaleza familiar de la empresa

A la vista de los resultados mostrados en la Tabla 4.13 podemos rechazar la hipótesis nula de igualdad de medias del nivel medio de endeudamiento, los escudos fiscales alternativos, la edad, los flujos de caja y el tamaño medido como $\ln(\text{activo})$, $\ln(\text{ventas})$ y $\ln(\text{empleo})$ en función del carácter de la empresa (familiar o no familiar).

Por el contrario, no podemos rechazar las hipótesis nulas de igualdad de las variables oportunidades de crecimiento, tangibilidad de los activos y coste de la deuda para las dos submuestras (de empresas familiares y de empresas no familiares). Por lo tanto, para el caso concreto del coste de la deuda, rechazamos nuestra hipótesis nula nº 13, la cual nos indicaba que las empresas familiares soportan un coste explícito de la deuda menor que las empresas no familiares.

Los resultados parecen avalar los estudios previos que manifiestan un comportamiento diferenciado en cuanto al nivel de endeudamiento según la propiedad de la empresa. Los datos muestran que las empresas familiares están más endeudadas que las no familiares, teniendo las familiares un nivel de deuda medio de 59,64% y las no familiares de 54,82%. En consecuencia rechazamos la hipótesis nula 10, que dice que las empresas familiares presentarán tasas de endeudamiento menores que las empresas no familiares, debido su profunda aversión al riesgo y búsqueda de la supervivencia a largo plazo.

Este resultado parece indicar que cuando las empresas familiares tienen déficit de financiación interna y necesitan acudir a las fuentes externas para financiar sus actividades, pueden aumentar su ratio de endeudamiento obteniendo la financiación necesaria con mayor facilidad que las no familiares (Azofra et al, 2007). En consecuencia, las empresas familiares parecen tener un menor racionamiento del crédito que las empresas no familiares. Este hallazgo parece

evidenciar la relación positiva que existe entre el gran compromiso que adquieren los propietarios de la empresa familiar con los intermediarios financieros, aportado sus bienes personales como garantía para la obtención de la deuda (Avery et al, 1988; Dyer, 2006; Arregle et al, 2007). Las garantías aportadas por los socios familiares facilitan la obtención de financiación reduciendo el racionamiento del crédito (Steijvers et al, 2011).

En cuanto a los escudos fiscales alternativos, los resultados permiten afirmar que es la empresa familiar la que presenta menores deducciones fiscales alternativas (0,33%) en comparación con las empresas no familiares (0,52%). Este resultado, debe contemplarse unido al hecho de que las empresas familiares están más endeudadas que las no familiares, por lo que no necesitarán recurrir a los escudos fiscales alternativos para reducir el pago de impuestos.

Los datos ponen de manifiesto que la edad media de las empresas familiares de nuestra muestra (3,024) es ligeramente superior a la de las empresas que están en la submuestra de no familiares (2,975). Esta situación que puede ser debida a la orientación al largo plazo de las empresas familiares. La supervivencia en este tipo de empresas se convierte en un objetivo prioritario adoptando horizontes de inversión de más largo plazo (Anderson y Reeb, 2003; Pindado et al, 2011), así como el fuerte deseo de transferir el negocio a las siguientes generaciones (Poutziouris, 2001; Chua et al, 2003; Allouche et al, 2008; Blanco et al, 2009).

Por otra parte, las empresas familiares presentan unos flujos de caja medios (8,82%) inferiores a los de las no familiares (10,95%). Este resultado parece corroborar la opinión de algunos investigadores quienes manifiestan que las empresas familiares no son más eficaces ni más rentables que las empresas no familiares (Faccio et al, 2001; Gómez-Mejía et al, 2001; Arregle et al, 2007).

Por último, podemos rechazar las hipótesis nulas de igualdad del nivel medio de las tres variables que miden en tamaño de la empresa (Ln A, Ln V y Ln E) en función de su carácter familiar o no. Más concretamente, el nivel medio de las tres variables indicadas para el caso de las empresas familiares 9,18, 9,58 y 4,11 son significativamente inferiores a los de las empresas no familiares 9,66, 9,96 y 4,46, respectivamente. Por tanto, no podemos rechazar nuestra hipótesis 11 (*“Las empresas familiares tendrán un tamaño menor que las no familiares”*). Este resultado puede deberse al miedo de las empresas familiares a perder el control (Mahéroult, 2000; McConaughy et al, 2001; Nam et al, 2003), lo que les lleva a utilizar como principal fuente de financiación externa el endeudamiento bancario. Por otra parte, las empresas no familiares suelen crecer acudiendo a otras fuentes de financiación como puede ser la ampliación de capital, sociedades de garantía recíproca, fusiones, etc.

Tabla 4.13. Análisis de varianza. Variables dependientes: nivel de endeudamiento, escudos fiscales alternativos, oportunidades de crecimiento, tangibilidad de los activos, coste de la deuda, edad, flujos de caja y tamaño (empleados, ventas, activos). Factor: carácter familiar o no

Variable		Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Anova
D _{it}	Familiar	59,64%	19,43%	1,57%	93,64%	187,912
	No familiar	54,82%	20,49%	0,99%	93,67%	0,000
EFA _{it}	Familiar	0,33%	0,79%	-2,87%	16,93%	105,959
	No familiar	0,52%	1,19%	-5,05%	25,88%	0,000
OC _{it}	Familiar	3,93%	6,13%	0,00%	60,56%	0,419
	No familiar	3,85%	6,57%	0,00%	72,46%	0,518
TA _{it}	Familiar	17,82%	13,78%	0,02%	77,84%	0,185
	No familiar	17,93%	15,53%	0,00%	94,86%	0,667
I _{it}	Familiar	3,42%	1,89%	1,57%	21,35%	0,009
	No familiar	3,42%	2,17%	1,57%	23,96%	0,924
ED _{it}	Familiar	3,024	0,510	0,516	4,635	23,446
	No familiar	2,975	0,619	-0,830	4,664	0,000
FC _{it}	Familiar	8,82%	5,71%	0,09%	66,06%	322,708
	No familiar	10,95%	7,27%	0,03%	65,26%	0,000
LnA _{it}	Familiar	9,18	0,783	6,61	12,73	781,728
	No familiar	9,66	1,059	6,15	16,82	0,000
LnV _{it}	Familiar	9,58	0,670	6,48	13,18	623,436
	No familiar	9,96	0,967	4,45	16,28	0,000
LnE _{it}	Familiar	4,11	0,861	1,61	8,35	424,279

	No familiar	4,46	1,016	1,61	10,32	0.000
--	--------------------	------	-------	------	-------	-------

4.4.3 | Resultados del análisis multivariante

En la Tabla 4.14 se muestran los resultados del modelo de ajuste parcial del nivel de endeudamiento para el conjunto de la muestra distinguiendo entre las tres medidas propuestas para identificar el tamaño: activos, ventas y empleos. Los resultados del análisis econométrico los presentamos en tres columnas en las que, como hemos indicado, medimos la dimensión mediante el logaritmo neperiano del total de activos, de las ventas totales y del número de empleados.

Para comprobar la validez de la especificación del modelo utilizamos el estadístico m_2 , que muestra el grado de correlación serial de segundo orden entre los residuos. Los resultados obtenidos no nos permiten rechazar la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de segundo orden entre los errores. Sin embargo, debido a la transformación efectuada, no hay ausencia de correlación serial de primer orden entre los residuos (m_1). El test de Hansen no nos permite rechazar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error.

Los resultados son parcialmente consistentes con las dos teorías que estamos analizando, teoría del equilibrio estático y de ordenación jerárquica. Mientras las variables tangibilidad de los activos, coste de la deuda, edad de la empresa y generación de flujos de caja presentan unos resultados consistentes con los postulados de la teoría de la jerarquía de preferencias financieras, las variables que miden el tamaño empresarial en cualquiera de sus tres formas, el sector de actividad, las oportunidades de crecimiento, los escudos fiscales alternativos y el endeudamiento previo apoyan la teoría del equilibrio estático.

El nivel de endeudamiento previo es positivo y significativo, independientemente de la medida del tamaño que se utilice para determinar la dimensión empresarial. Por tanto, esto nos indica que las empresas tienden a un ratio óptimo de endeudamiento. En los tres casos los costes de transacción toman un valor medio de aproximadamente 0,6 superiores al 0,21 obtenido por De Miguel y Pindado (2001), cuya muestra estaba compuesta por grandes empresas españolas cotizadas en bolsa. Como el complemento a la unidad de los costes de transacción es la velocidad de ajuste del nivel de endeudamiento previo al objetivo, podemos decir que la velocidad de ajuste de nuestra muestra (0,4) es inferior a la que encontraron (0,79) De Miguel y Pindado (2001). Esta menor velocidad de ajuste de nuestro trabajo en comparación con De Miguel y Pindado podría ser debida a la introducción en nuestro estudio de empresas pequeñas y medianas, las cuales presentarán unos costes de ajuste inusualmente grandes en comparación con las grandes empresas cotizadas, mayores problemas de asimetría informativa y mayores conflictos de agencia (Flannery y Rangan, 2006). Posteriormente, cuando segmentemos las empresas en función de su carácter (familiar y no familiar) veremos que son las pequeñas empresas familiares las que presentan unos menores costes de transacción en comparación con las medianas y grandes.

Los escudos fiscalmente alternativos presentan una relación negativa y significativa con el endeudamiento, cuando se mide el tamaño a través del logaritmo neperiano del total de activos, indicando que la existencia de desgravaciones fiscales alternativas a la deuda hace menos necesario el uso de la deuda.

Por su parte las oportunidades de inversión y crecimiento también presentan una relación negativa y significativa con la deuda para evitar los problemas de sobreinversión y subinversión, así como por la menor necesidad de disciplinar a los directivos al presentar este tipo de empresas menores flujos libres de caja.

Los resultados del análisis econométrico muestran que la variable tamaño con independencia de cómo sea medida, presenta con el endeudamiento una relación positiva y estadísticamente significativa. Este resultado, que confirma hallazgos previos (Rajan y Zingales, 1995; Fama y French, 2002; Frank y Goyal, 2003; Gaud et al, 2005; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009) apoya los postulados de la teoría del equilibrio estático y constatándose el cumplimiento de la hipótesis 9a (*“las empresas de mayor tamaño presentarán mayores tasas de endeudamiento en comparación con las empresas de menor dimensión”*).

Las variables *dummies* de sector y empresa familiar también se muestran significativas en la explicación del nivel de endeudamiento, por lo que procederemos a segmentar la muestra en función del carácter familiar o no de la empresa.

Tabla 4.14. Determinantes del nivel de endeudamiento atendiendo a tres medidas de tamaño (activos, ventas y empleados)

Variable/Test	Coeficiente de regresión (p-valor)		
	ACTIVOS	VENTAS	EMPLEADOS
Constante	-0,2321 (0,232)	-0,1642 (0,596)	0,5216**(0,017)
D_{it-1}	0,6738* (0,000)	0,5751*(0,000)	0,6512*(0,000)
EFA_{it}	-1,8672* (0,008)	-0,2027 (0,832)	-0,3276 (0,726)
OC_{it}	-0,1985*** (0,052)	-0,1932 (0,154)	-0,2905**(0,048)
TA_{it}	-0,3217* (0,000)	-0,3416* (0,002)	-0,3719*(0,003)
I_{it}	-0,2949 (0,179)	-0,0847 (0,807)	- 0,5618*** (0,064)
ED_{it}	-0,0838**(0,017)	-0,1160** (0,024)	- 0,0960*** (0,080)
FC_{it}	-0,4190* (0,010)	-0,6794* (0,004)	-0,5945*(0,009)
FC_{it}×IA_{it}	0,2030 (0,152)	0,0695 (0,754)	-0,0820 (0,710)
Ln A_{it}	0,0879* (0,000)	--	--
Ln V_{it}	--	0,1014*(0,001)	--
Ln E_{it}	--	--	0,0636*(0,004)
z₁ (significatividad conjunta del modelo)	55,61* (0,000)	37,94*(0,000)	48,08*(0,000)
z₂ (dummies de tiempo)	4,34* (0,0002)	2,55**(0,0186)	1,68 (0,1232)
z₃ (dummies de sector)	3,54** (0,0141)	4,40*(0,0043)	4,21*(0,0057)

z₄ (dummies de empresa familiar)	15,72* (0,0001)	7,55*(0,0061)	28,11*(0,000)
m₁	-6,76* (0,000)	-6,01* (0,000)	-7,15*(0,000)
m₂	1,64 (0,100)	1,33 (0,182)	1,27(0,203)
Hansen	100,66 (0,276)	66,42 (0,296)	67,87 (0,255)

Una vez visto que la variable ficticia empresa familiar es significativa, segmentamos la muestra en dos grupos de empresas según la naturaleza de su propiedad, distinguiendo entre empresas familiares y no familiares. Así, en la Tabla 4.15 presentamos los resultados para cada uno de los grupos segmentados.

Además en este nuevo análisis, el efecto tamaño que anteriormente lo habíamos medido como una variable continua de tres maneras distintas, pasa a ser una variable *dummy* según el criterio de la Unión Europea.

Tabla 4.15. Determinantes del nivel de endeudamiento en función de su carácter familiar o no familiar

Variable/Test	Coeficiente de regresión (p-valor)	
	Familiar	No Familiar
Constante	1,2224*(0,000)	0,3316***(0,090)
D_{it-1}	0,3838*(0,000)	0,8653*(0,000)
EFA_{it}	-3,2998*(0,000)	-0,3205 (0,658)
OC_{it}	0,1346 (0,257)	-0,1863* (0,002)
TA_{it}	-0,0196(0,848)	-0,2636*(0,004)
I_{it}	-1,2698*(0,000)	-0,9657*(0,000)
ED_{it}	-0,2488*(0,000)	-0,0368 (0,482)
FC_{it}	-0,6123*(0,000)	-0,5762*(0,002)
FC_{it}×IA_{it}	0,0816 (0,514)	0,2810***(0,090)
z₁ (significatividad conjunta del modelo)	26,66*(0,000)	55,56*(0,000)
z₂ (dummies de tiempo)	5,33*(0,000)	3,82*(0,0009)
z₃ (dummies de sector)	1,78 (0,1505)	2,13***(0,095)
z₄ (dummies de tamaño UE)	7,36*(0,0007)	2,17(0,1151)
m₁	-4,18*(0,000)	-8,17*(0,000)
m₂	0,93 (0,354)	0,70 (0,483)
Hansen	88,84 (0,338)	72,45 (0,812)

Los resultados confirman que el nivel de endeudamiento previo influye en sus niveles actuales. Las empresas varían su nivel de deuda tratando de ajustarse a su ratio objetivo de endeudamiento. La variable independiente endeudamiento

previo D_{it-1} , que es la variable dependiente retardada un periodo, muestra una relación positiva y estadísticamente significativa para los dos grupos de empresas. Este resultado apoya nuestra hipótesis 1 (*“el nivel de endeudamiento previo influye en la deuda actual”*).

Merece la pena destacar los bajos costes de transacción o ajuste de las empresas familiares (0,3838) en comparación con las no familiares (0,8653), aunque en ambos casos son superiores a los obtenidos por Miguel y Pindado (2001) para una muestra de empresas españolas cotizadas en bolsa donde los costes de transacción o ajuste fueron del 0,21. Este hecho parece indicar que los mecanismos de mercado ayudan claramente a que las grandes empresas bursátiles ajusten más ágilmente su nivel de endeudamiento al óptimo. Esta menor velocidad de ajuste de nuestro trabajo en comparación con De Miguel y Pindado podría ser debida a la introducción en nuestro estudio de empresas pequeñas y medianas, las cuales presentarán unos costes de ajuste inusualmente grandes en comparación con las grandes empresas cotizadas, mayores problemas de asimetría informativa y mayores conflictos de agencia (Flannery y Rangan, 2006).

Los resultados muestran que las empresas familiares ajustan su nivel de endeudamiento al objetivo con mayor facilidad con que las no familiares, confirmando la opinión general de que el solapamiento de empresa y familia reduce los costes de agencia, disminuyendo los costes de ajuste del endeudamiento a su nivel óptimo y haciendo más sencillo la obtención de recursos financieros (Poza et al, 2004, Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007). Este hecho confirma nuestra hipótesis 12 (*“las empresas familiares presentarán unos costes de agencia menores que las empresas no familiares”*) En las empresas familiares los directivos no están incentivados para comportarse de manera oportunista, y los objetivos de los propietarios y directivos convergerán para maximizar el valor de la empresa (Schulze et al, 2001; Jaskiewicz y Klein, 2007).

Los resultados muestran una relación negativa y estadísticamente significativa entre los escudos fiscales alternativos a la deuda y el nivel de endeudamiento para las empresas familiares. Para el grupo de empresas no familiares no se ha podido confirmar esta relación. Podemos decir, por consiguiente, que en el caso de las empresas familiares se cumple la relación entre el endeudamiento y los escudos fiscales propuesta por la teoría del equilibrio estático, hipótesis 2 (*“las empresas que tengan importantes deducciones fiscales alternativas a la deuda presentarán menores niveles de endeudamiento”*).

Por lo que se refiere a la variable oportunidades de crecimiento e inversión, los resultados muestran, para el caso de las empresas no familiares, una relación negativa y estadísticamente significativa con el endeudamiento. Estos resultados apoyan la hipótesis 3a (*“las empresas con grandes oportunidades de inversión y crecimiento presentarán menores niveles de endeudamiento”*). Los mercados e intermediarios financieros considerarán que las inversiones en activos intangibles, en las que se suelen materializar las oportunidades de crecimiento, merman sus posibilidades de cobro, por lo que a las empresas les resultará más difícil y costoso obtener financiación (Frank y Goyal, 2003). Además, las oportunidades de crecimiento suelen estar asociadas con menores flujos libres de caja y por tanto menor necesidad de utilizar la deuda como mecanismo disciplinario del comportamiento de los directivos (Stulz, 1990).

La relación entre el endeudamiento y las oportunidades de crecimiento e inversión no es estadísticamente significativa para el grupo de las empresas familiares. Este hecho podría deberse a que el objetivo familiar de mantenimiento del control implica frenar el crecimiento de la empresa. Las empresas familiares son reacias a la obtención de financiación ajena debido al riesgo de pérdida de control (Gallo y Pont, 1989; Abella, 2000). Para Poutziouris (2003) la conducta de los propietarios familiares estará dirigida al mantenimiento del control de la empresa, por lo que

preferirán sacrificar el crecimiento con el objetivo del manteniendo del control de la empresa; de la misma opinión es Mahérault (2000).

En el caso de las empresas no familiares, los resultados apoyan nuestra hipótesis 4b (*“cuanto mayor sea el volumen de activos tangibles menor será el nivel de endeudamiento”*). El comportamiento de este grupo de empresas se puede explicar a través de la teoría de la jerarquía de preferencias, que nos indica que cuanto mayor es la proporción de activos tangibles menor es el nivel de información asimétrica, por lo que disminuirán los costes relativos de las ampliaciones de capital en comparación con el endeudamiento (Harris y Raviv, 1991; González y González, 2007; Frank y Goyal, 2009).

Por el contrario, en las empresas familiares la mayor proporción de activos materiales reflejados en el balance no es significativa en la explicación del nivel de endeudamiento. Esta falta de relación puede ser debida a que este tipo de organizaciones cuenta con los avales personales de los socios que no se reflejan en el balance oficial. Un objetivo para futuras investigaciones sería establecer una medida que nos diera una aproximación de las garantías empresariales y personales aportadas por las empresas familiares, así como su reflejo en la obtención de la financiación necesaria.

En lo que se refiere a la relación entre el tipo de interés de la deuda y el endeudamiento, los resultados han mostrado en ambos grupos de empresas una relación inversa y estadísticamente significativa. Esto es, los resultados apoyan la hipótesis 5b (*“el coste de la deuda presenta una relación inversa con el nivel de endeudamiento”*), defendida por la teoría de la jerarquía de preferencias. Observamos que la relación tiene una mayor fuerza en las empresas familiares.

La relación de la variable edad no es estadísticamente significativa para el grupo de las empresas no familiares, pero sí manifiesta una relación significativa e

inversa para las empresas familiares. Este resultado, además de apoyar parcialmente nuestra hipótesis 6b (*“las empresas más antiguas presentarán menores niveles de endeudamiento que las empresas más jóvenes”*) es similar al hallado por estudios previos (Coleman y Carsky, 1999; Romano et al, 2000; Poutziouris, 2001; López y Sánchez, 2007).

Las empresas familiares con mayor edad presentan menores tasas de apalancamiento financiero, debido a que habrán generado mayores recursos internos durante sus años de vida. Además, las empresas con mayor edad tendrán menor asimetría informativa y por tanto, les resultará menos costoso en términos relativos las ampliaciones de capital en relación con la deuda. Si cuanto más edad tiene una empresa más tiempo ha tenido para acumular fondos internamente, y además añadimos la orientación al largo plazo y supervivencia como objetivos principales de las empresas familiares, entonces encontramos los motivos por los que este tipo de organizaciones siguen políticas de autofinanciación. Para muchos dirigentes familiares la autofinanciación se considera que es una buena inversión para las generaciones futuras (Ward, 1988). Las empresas familiares basan sus estrategias financieras en la autofinanciación con bajas tasas de endeudamiento y la negativa a distribuir dividendos (Hirigoyen, 1984; Allouche y Amann, 1995; Harvey, 1999; Calvi-Reveyron, 2000).

Los dos grupos de empresas muestran una relación negativa y estadísticamente significativa entre los flujos de caja y los niveles de deuda. Los resultados apoyan la hipótesis 7b (*“las empresas con elevadas tasas de generación de “cash flow” recurrirán en menor medida al endeudamiento”*) propuestas por la teoría de la jerarquía de preferencias. Las empresas sólo recurrirán al endeudamiento cuando hayan agotado los recursos generados internamente (Myers y Majluf, 1984; Chen y Zhao, 2004). A la vista de los resultados obtenidos, la generación de flujos de caja tiene una mayor trascendencia en las empresas familiares que en las no familiares, resultado que ratifica las conclusiones obtenidas en un trabajo previo

por Poutziouris (2001), en el cual se demostraba que las empresas familiares son más dependientes de los fondos generados internamente que las no familiares, ya que recurren en menor medida al endeudamiento (Nam et al, 2003; Allouche et al, 2008). Numerosos autores han demostrado el efecto negativo que producen la generación de flujos de caja en los niveles de deuda de las empresas familiares (Coleman y Carsky, 1999; Poutziouris, 2001; Azofra et al, 2007; López y Sánchez, 2007).

Además, en la construcción de nuestro modelo hemos interactuado los flujos de caja con la variable de información asimétrica, para analizar la sensibilidad del nivel de endeudamiento de la empresa ante la presencia o la ausencia de asimetrías informativas. Los resultados revelan que para las empresas familiares la información asimétrica no influye significativamente en la relación entre el cash flow y su nivel de endeudamiento, mientras que para el grupo de las no familiares la presencia de información asimétrica si influye en dicha relación.

Para las empresas no familiares, el coeficiente de los flujos de caja en presencia de asimetría informativa es β_7 (-0,5762) mientras que en ausencia de información asimétrica el coeficiente de los flujos de caja es $\beta_7 + \beta_8 = -0,5762 + 0,2810 = -0,2952$. Por ello podemos decir, que aunque la relación de los flujos de caja y la deuda es siempre significativa y negativa siguiendo los principios de la teoría del “pecking order”, dicha relación negativa se debilita en ausencia de información asimétrica.

Aunque no hemos podido demostrar que la información asimétrica influya en la relación entre los flujos de caja y el apalancamiento financiero de las empresas familiares, eso no implica que no influya en el nivel de endeudamiento. Esta situación podría ser debida a que las empresas familiares cuentan con garantías adicionales que reducen las asimetrías informativas con los mercados financieros y facilitan el acceso a la deuda (Steijvers et al, 2010). Los modelos teóricos

predicen que la existencia de información asimétrica dará lugar a racionamiento del crédito si los problemas de la asimetría informativa no se solucionan. Pero la aportación de garantías por parte de los propietarios pueden servir para mitigar las asimetrías informativas y por tanto resolver los problemas de racionamiento del crédito (Voordeckers y Steijvers, 2009).

Por otra parte, la variable *dummy* de sector no se muestra significativa en la explicación del nivel de endeudamiento en el caso de las empresas familiares pero sí en el grupo de empresas no familiares. Por tanto, en cuanto al sector de actividad, mientras el resultado hallado para las empresas familiares apoya los planteamientos de la teoría del “pecking order” (hipótesis 8b), el resultado hallado para las no familiares apoya los planteamientos de la teoría del equilibrio estático (hipótesis 8a). En el caso de las empresas familiares, el principal factor que influye en la estructura financiera de una empresa son sus características internas, siendo la pertenencia a un sector no demasiado relevante en la composición de su estructura de capital (McKay y Phillips, 2002).

Finalmente, nuestros datos muestran que el ratio de endeudamiento de una empresa familiar esta influenciado por su tamaño, mientras que para el grupo de empresas no familiares la relación no se manifiesta significativa.

4.4.4 | Factores determinantes del endeudamiento de las empresas familiares en función del tamaño empresarial

Con objeto de profundizar más en el estudio del comportamiento financiero de la empresa familiar, ampliamos los análisis anteriores para ver si las variables que influyen en la estructura de capital tienen un comportamiento diferenciado en función del tamaño.

Los resultados de este análisis pueden verse en la Tabla 4.16. En ella, las tres primeras columnas muestran los coeficientes de regresión y el p-valor asociado para cada una de las variables consideradas en cada uno de los subgrupos: empresas pequeñas (1), medianas (2) y grandes (3); mientras que en la columna (4) se enfrentan las empresas pequeñas contra el resto.

La columna (4) recoge la interacción de la variable *dummy* PEQUEÑA con cada una de las variables explicativas. La variable *dummy* PEQUEÑA toma el valor 1 para las pequeñas empresas, y 0 para el resto; interactuando con el resto de variables explicativas. El coeficiente de las variables explicativas (D_{it-1} , EFA_{it} , OC_{it} , TA_{it} , I_{it} , ED_{it} , FC_{it} , $FC_{it} \times IA_{it}$) recoge el efecto directo de cada una de estas variables sobre la variable dependiente para las empresas que no son pequeñas, es decir, medianas y grandes. Por otra parte, para las empresas pequeñas, el tamaño modera la relación entre las variables independientes y la dependiente; por lo que la interpretación del coeficiente debe tener en cuenta además del efecto directo el efecto que se obtiene de la interacción con la variable *dummy* PEQUEÑA ($D_{it-1} \times Pequeña$; $EFA_{it} \times Pequeña$; $OC_{it} \times Pequeña$; $TA_{it} \times Pequeña$; $I_{it} \times Pequeña$; $ED_{it} \times Pequeña$; $FC_{it} \times Pequeña$; $FC_{it} \times IA_{it} \times Pequeña$). Por tanto, para las empresas pequeñas deberemos sumar al efecto directo el efecto multiplicativo.

La columna (1) presenta la estimación del modelo propuesto sobre la submuestra de empresas pequeñas. Como puede observarse, todos los factores de nuestro modelo influyen significativamente en el nivel de endeudamiento. Además los resultados ponen de manifiesto que en las empresas pequeñas familiares los postulados de la teoría del “pecking order” se cumplen en mayor medida que las relaciones propuestas por la teoría de jerarquía de preferencias. Así, para este tipo de organizaciones hemos encontrado una relación significativa e inversa del nivel de endeudamiento con la tangibilidad de los activos, el coste de la deuda, la edad de la empresa, los flujos de caja y la importancia de la información asimétrica en la relación entre el cash flow y el nivel de endeudamiento. En cambio, el signo de la

relación entre el endeudamiento y las variables endeudamiento previo, escudos fiscales alternativos y oportunidades de crecimiento apoyan los postulados de la teoría del equilibrio estático. Por tanto, los resultados parecen indicar que ambas teorías no son mutuamente excluyentes sino más bien complementarias.

Los resultados respecto a la submuestra de empresas medianas (columna 2) y grandes empresas (columna 3), coinciden en que los escudos fiscales alternativos a la deuda y la información asimétrica no influyen en su endeudamiento. Además de estos dos factores para las medianas encontramos que la tangibilidad de los activos tampoco influye en el nivel de endeudamiento. Los resultados de las columnas 2 y 3 parecen evidenciar que en las empresas medianas y grandes, las variables que influyen en el endeudamiento y los signos de esta relación, responden en mayor medida a los postulados de la teoría de la jerarquía de preferencias que a los de la teoría del equilibrio estático.

La significatividad de los coeficientes de endeudamiento previo para las medianas y grandes empresas, así como el signo positivo de la tangibilidad de los activos para las grandes, estarían apoyando la teoría del equilibrio estático. Por tanto, de nuevo, ambas teorías no son mutuamente excluyentes sino más bien complementarias.

Los coeficientes del endeudamiento previo resultan significativos para los tres tamaños de empresa familiares. Sin embargo, las pequeñas empresas familiares presentan unos costes de transacción sensiblemente inferiores a los del resto de tamaños. Así, las pequeñas empresas familiares presentan unos costes de transacción de 0,3935 y por tanto una velocidad de ajuste, mayor al resto de empresas, cercana al 60% ($\alpha = 0,6$). Las medianas empresas familiares presentan unos costes de transacción de 0,4307 lo que implica que ajustan su nivel de endeudamiento a su nivel objetivo al 57% aproximadamente, mientras que las grandes al presentar unos costes de transacción del 0,7471 presentan un menor

ritmo de ajuste de alrededor del 25%. Por tanto, la mayor asimetría informativa y los conflictos de agencia que explican por qué las empresas de menor dimensión tienen unos mayores costes de transacción parece que no son válidos en el caso de las organizaciones familiares. El solapamiento de empresa y familia reduce los costes de ajuste del endeudamiento a su nivel óptimo, sobre todo en las empresas de menor dimensión que son las organizaciones donde dicho solapamiento es más importante. Por tanto, estos datos sugieren que en las empresas familiares los directivos no están incentivados para comportarse de manera oportunista, convergiendo los objetivos de los propietarios y directivos para maximizar el valor de la empresa.

Tabla 4.16. Determinantes del nivel de endeudamiento de las empresas familiares por tamaño empresarial

Variable/Test	Coeficiente de regresión (p-valor)			
	Pequeña (1)	Mediana (2)	Grande (3)	Pequeña vs. Resto (4)
Constante	0,9321*(0,000)	1,1809*(0,000)	0,6422*(0,009)	0,8280*(0,000)
D_{it-1}	0,3935*(0,000)	0,4307*(0,000)	0,7471*(0,000)	0,4300*(0,000)
EFA_{it}	-2,9439*(0,000)	-0,7251(0,297)	-0,2402 (0,729)	-1,5826*(0,005)
OC_{it}	-0,2877*(0,000)	0,2980*(0,008)	0,5677*(0,001)	0,0691(0,420)
TA_{it}	-0,5835*(0,000)	0,1337(0,163)	0,2870***(0,036)	-0,0997(0,134)
I_{it}	-0,9652*(0,000)	-0,8982*(0,000)	-1,2241*(0,000)	-0,9855*(0,000)
ED_{it}	-0,1299*(0,001)	-0,2594*(0,000)	-0,1397***(0,022)	-0,0926*(0,005)
FC_{it}	-0,5320*(0,000)	-0,8208*(0,000)	-1,5516****(0,094)	-0,6934*(0,000)
FC_{it}×IA_{it}	0,2359* (0,000)	0,1795 (0,114)	0,5954 (0,550)	0,3398*(0,004)
D_{it-1} × PEQUEÑA	--	--	--	-0,1147****(0,055)
EFA_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	-1,1594****(0,061)
OC_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	-0,3996*(0,000)
TA_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	-0,4449*(0,000)
I_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	-0,1123(0,511)
ED_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	-0,0692*(0,000)
FC_{it} × PEQUEÑA	--	--	--	0,2951***(0,043)
FC_{it}×IA_{it}× PEQUEÑA				-0,1373(0,268)
z₁ (significatividad conjunta del modelo)	291,64*(0,000)	20,98*(0,000)	95,42*(0,000)	208,66*(0,000)
z₂ (dummies de tiempo)	4,62*(0,0002)	4,54*(0,0002)	6,27*(0,0003)	12,28*(0,000)
m₁	-8,45*(0,000)	-4,06*(0,000)	-2,84*(0,005)	-4,04*(0,000)
m₂	-0,09(0,929)	0,29 (0,774)	0,16(0,873)	0,18(0,858)
Hansen	98,34(0,136)	77,27(0,685)	18,13(0,750)	182,45(0,315)

Una vez examinado el efecto que las variables independientes tienen sobre la dependiente para cada una de las submuestras establecidas en función del tamaño, pasamos a examinar la muestra completa. El objetivo del análisis es observar cómo el tamaño modera las relaciones establecidas entre las variables explicativas y la dependiente. Así, en la columna (4) enfrentamos las empresas pequeñas familiares con el resto de empresas familiares. Observamos diferencias en los costes de transacción y, por tanto, en la velocidad de ajuste entre las pequeñas empresas y el resto de empresas (medianas y grandes) dado que el coeficiente del nivel de endeudamiento previo de las pequeñas empresas es negativo y significativo ($D_{it-1} \times PEQUEÑA$). Las pequeñas empresas familiares pueden ajustar su nivel de endeudamiento al objetivo con mayor facilidad ($0,4300 - 0,1147 = 0,3153$) dado que sus costes de transacción son menores. En consecuencia, las empresas familiares buscan un nivel de endeudamiento objetivo, aunque son las pequeñas las que se ajustarán a su objetivo de manera más rápida. Como indicábamos anteriormente, el solapamiento que se da entre los subsistemas familia y empresa más importante en las empresas de menor dimensión, hace que la velocidad de ajuste del endeudamiento a su óptimo sea más alta en las pequeñas empresas en comparación con las de mayor tamaño.

El coeficiente de los escudos fiscales alternativos de las pequeñas empresas ($EFA_{it} \times PEQUEÑA$) es significativamente negativo, por tanto muestra que la influencia de las deducciones fiscales alternativas a la deuda en las empresas familiares de menor dimensión es más importante ($-1,5826 - 1,1594 = -2,4720$). Los resultados revelan que tiene una mayor importancia el beneficio fiscal alternativo a la deuda para las pequeñas empresas familiares que para el resto.

Sin embargo, el coeficiente de las oportunidades de inversión y crecimiento ($OC_{it} \times PEQUEÑA$) es significativo y negativo para las pequeñas empresas en comparación con las medianas y grandes, aunque no es significativo el coeficiente de estas últimas. Las empresas pequeñas siguen lo dicho por la teoría del

equilibrio estático mientras que las medianas y grandes, observando las columnas 2 y 3, apoyarían los postulados de la teoría de ordenación jerárquica. Siguiendo la teoría del “trade off”, las empresas pequeñas familiares cuando necesitan crecer son reacias a recurrir a la financiación externa por la consiguiente pérdida de control a favor de los intermediarios y mercados financieros, rechazando proyectos de inversión rentables con tal de mantener el control de la sociedad (Abella, 2000; Mahéroul, 2000; Poutziouris, 2001; López y Sánchez, 2007). Por el contrario, las medianas y grandes empresas familiares, el enfoque de la teoría del orden jerárquico predice una relación positiva con el nivel de endeudamiento, dado que las mayores oportunidades de crecimiento provocan mayores necesidades financieras para poderlas llevar a cabo, a partir del momento en el que los fondos internos no sean suficientes para cubrir dicho crecimiento, por lo que se recurrirá a la deuda en primer lugar (Myers, 1984).

El coeficiente de la tangibilidad de los activos de las pequeñas empresas ($TA_{it} \times PEQUEÑA$) resulta significativo, no así el del resto de empresas (medianas y grandes). Los resultados de las columnas 1 y 3 de la tabla 4.16 muestran que dicha variable presenta una relación negativa para el caso de las pequeñas empresas, siendo positiva para las grandes. En consecuencia, las pequeñas empresas parecen seguir los postulados de la teoría del orden jerárquico dado que las asimetrías de información son menores debido a la posible garantía que ofrecen sus activos tangibles. Por el contrario, las grandes empresas parecen seguir la teoría del equilibrio estático según la cual los activos tangibles presentan mayores garantías y menores conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, por lo que cabe esperar una relación positiva con el nivel de endeudamiento.

Los resultados revelan que el coste de la deuda está relacionado inversamente con el nivel de endeudamiento para las medianas y grandes empresas familiares, no siendo significativa la diferencia en el coste de la deuda de las empresas

pequeñas en comparación con las de mayor dimensión. Estos datos parecen avalar el seguimiento de los postulados de la teoría de la jerarquía de preferencias, según la cual los directivos acudirán a los mercados de deuda cuando los tipos de interés sean bajos o ante expectativas de incremento de tipo de interés (Antoniou et al, 2002; Bougheas et al, 2006).

El coeficiente de la edad de las pequeñas empresas familiares ($ED_{it} \times PEQUEÑA$) es significativamente negativo lo que indica que la relación inversa entre la antigüedad de la empresa y su nivel de deuda es más fuerte en el caso de las pequeñas empresas familiares ($-0,0926 - 0,0692 = -0,1618$). Por tanto, los años de funcionamiento de una empresa aunque es un factor que influye en todas las empresas familiares denotando una relación significativa e inversa con el nivel de deuda, tiene más importancia para las pequeñas que para el resto de sociedades. Estos resultados avalan la teoría de que la supervivencia de la empresa a largo plazo es uno de los objetivos fundamentales de la empresa familiar (James, 1999; Galve y Salas, 2003; Poutziouris, 2003; Blanco et al, 2009; Pindado et al, 2011). Muchos directivos son reacios al incremento de la deuda por el aumento del riesgo financiero que conlleva, preferirán financiar sus inversiones mediante fondos propios (Latrous, 2007).

En presencia de información asimétrica, cuando la variable dicotómica IA_{it} toma el valor cero, la influencia negativa de los flujos de caja sobre el nivel de endeudamiento en las medianas y grandes empresas familiares ($-0,6934$), se reduce en el caso de las pequeñas empresas ($-0,6934 + 0,2951 = -0,3983$) dado que el coeficiente de generación de flujos de caja de las pequeñas empresas familiares ($FC_{it} \times PEQUEÑA$) es significativamente positivo. Por tanto, los tres grupos de empresa siguen los postulados de la teoría de la jerarquía de preferencias financieras aunque dicha relación inversa es más débil en el caso de las empresas de menor dimensión. La mayor generación de fondos internos tendrá mayor importancia en las medianas y grandes empresas familiares. Las

empresas familiares buscando el mantenimiento del control y la supervivencia a largo plazo favorecerán en primer lugar el uso de la autofinanciación, después el endeudamiento y por último lugar las ampliaciones de capital (Khan, 2000; Poutziouris, 2001; Basly, 2007).

Por último, en ausencia de información asimétrica, cuando la variable dicotómica toma el valor uno, al no ser significativo el coeficiente que trata de recoger la influencia de ejerce la información asimétrica en la relación establecida entre el cash flow y el nivel de endeudamiento de las pequeñas empresas familiares ($FC_{it} \times IA_{it} \times PEQUEÑA$), no podemos constatar que haya diferencias entre dichas empresas en comparación con las medianas y grandes empresas familiares.

En el análisis segmentado de las pequeñas empresas se observaba que en presencia de información asimétrica la relación inversa entre cash flow y deuda (-0,5320) es más fuerte que en ausencia de información asimétrica (-0,5320+0,2359=-0,2961). Según la teoría del “pecking order” las empresas con altos niveles de información asimétrica tendrán muy complicado el acceso a los mercados financieros, debido a que la falta de información les hará muy costoso acudir a las ampliaciones de capital y el endeudamiento se constituirá como la única fuente de financiación externa (Harris y Raviv, 1991). Las empresas familiares se caracterizan por una gran opacidad informativa que aumenta sus asimetrías informativas y que les produce un gran racionamiento del crédito (Vigneron, 2008), situación que se equilibra con la aportación de garantías adicionales por parte de los dueños de las empresas familiares, favoreciendo la obtención de financiación (Sánchez, 2004; Steijvers y Voordeckers, 2009).

05

Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación

5 | CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

5.1 | Principales conclusiones de la investigación

Como colofón del trabajo de investigación, en este capítulo se recogen las principales conclusiones derivadas de la revisión teórica y del análisis empírico realizado.

Primera conclusión

Los objetivos de supervivencia y orientación al largo plazo, determinan que las empresas familiares se diferencien de las no familiares en cuanto a funcionamiento, diseño de estrategias y financiación.

Segunda conclusión

Tanto las empresas familiares como las no familiares tienden hacia un ratio de endeudamiento objetivo, que vendrá determinado por las características propias de cada uno de los grupos. La velocidad de ajuste al endeudamiento objetivo será diferente dependiendo del carácter familiar o no de la empresa.

Las empresas no familiares se acercan a su nivel de endeudamiento objetivo más lentamente que las empresas familiares, lo que sugiere que estas últimas soportan unos costes de transacción menores y les resulta más fácil la obtención de financiación.

Dentro del grupo de las familiares, las empresas pequeñas muestran una mayor velocidad de ajuste que el resto. Consecuencia del mejor acceso a las fuentes de financiación por la mayor cercanía entre el patrimonio personal y empresarial.

Tercera conclusión

Las empresas familiares presentan tasas de endeudamiento mayores que las empresas no familiares. Aunque las empresas familiares son adversas al endeudamiento, los datos del nivel de deuda parecen demostrar que tienen un menor racionamiento del crédito que las empresas no familiares cuando tienen necesidad de financiación. Esta situación responde al gran compromiso que adquieren los propietarios de la empresa familiar con los intermediarios financieros, aportado sus bienes personales como garantía para la obtención de la deuda.

La proximidad entre el patrimonio personal y empresarial será valorada por los mercados financieros como un indicio de reducida probabilidad de insolvencia. Los proveedores financieros basarán sus decisiones en las aportaciones potenciales de los propietarios que sumados a los bienes de la empresa, nos indicarán la verdadera fortaleza financiera de la empresa.

Cuarta conclusión

El nivel de endeudamiento de las empresas familiares no depende del volumen de activos materiales reflejados en su balance. Este resultado podría deberse a que este tipo de organizaciones cuenta con los avales personales de los socios que no se reflejan en el balance oficial.

El balance de la empresa familiar no refleja fielmente el nivel de activos tangibles aportados para la obtención de la financiación, y las garantías personales aportadas por los socios reducen sensiblemente los problemas de asimetría

informativa y mejoran la confianza de los intermediarios financieros en la sociedad. Los mercados financieros entienden que las garantías personales tiene un efecto disciplinante sobre el comportamiento financiero de los propietarios, por lo que se facilitará el acceso a la financiación.

Quinta conclusión

No existe una relación significativa entre el incremento oportunidades de inversión y el nivel de endeudamiento para el grupo de empresas familiares. Los propietarios familiares basarán la financiación de su crecimiento en los fondos generados internamente, prefiriendo sacrificar crecimiento para salvaguardar el control de la sociedad.

La relación de las oportunidades de inversión y crecimiento con el nivel de deuda para las empresas familiares pequeñas es significativa e inversa, tal y como propone la teoría del equilibrio estático, mientras que el comportamiento de las medianas y grandes vendría mejor explicado por la teoría de la jerarquía de preferencias.

Esta situación es debida a que las empresas familiares pequeñas tienen más oportunidades de crecimiento pero también mayor aversión a endeudarse para financiar ese crecimiento. El deseo de mantenimiento del control por parte de los propietarios familiares es mayor en las empresas pequeñas que en las grandes.

Sexta conclusión

Las empresas familiares más antiguas son las que presentan un menor endeudamiento, estas empresas habrán tenido más tiempo para generar mayores recursos internos, por lo que necesitarán en menor medida acudir a los mercados

externos de financiación. Esta relación es más fuerte en el grupo de empresas familiares de menor tamaño.

Si cuanta más edad tiene una empresa más tiempo ha tenido para acumular fondos internamente, y además añadimos la orientación al largo plazo y supervivencia como objetivos principales de las empresas familiares, entonces encontramos los motivos por los que este tipo de organizaciones siguen mayoritariamente políticas de autofinanciación.

Séptima conclusión

La pertenencia de una empresa familiar a un determinado sector no influye en su comportamiento financiero, siendo las características internas de la propia empresa las que condicionan su política financiera.

Octava conclusión

El tamaño es un factor que influye en la estructura financiera de las empresas familiares. El tamaño favorece la obtención de financiación debido a que las empresas más grandes están más diversificadas, tienen menores probabilidades de quiebra y sus resultados sufren menos variabilidad.

Además el tamaño muestra una relación inversa con la existencia de información asimétrica, así cuanto más grande es la empresa, la información que reciben los mercados financieros es más fiable y por tanto cuentan con mayor facilidad de acceso al endeudamiento.

Novena conclusión

En relación al “cash flow” hemos tenido que rechazar la hipótesis de partida de que las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares, como consecuencia de que estas últimas presentan mayores tasas de generación de flujos de caja.

Pero tanto las empresas familiares como las no familiares, preferirán los fondos generados internamente como fuente de financiación y sólo acudirán a las fuentes externas cuando hayan agotado los fondos autogenerados.

Décima conclusión

Los resultados avalan que la generación de flujos de caja tiene mayor importancia para las empresas familiares que para las no familiares. Siendo todavía más significativa esta relación para las empresas medianas y grandes familiares en presencia de información asimétrica, perdiendo relevancia para las empresas pequeñas.

La aversión que tienen las empresas familiares a incrementar el apalancamiento financiero, determina la importancia que conceden a los fondos generados internamente, aumentando la dependencia de la autofinanciación.

Undécima conclusión

La existencia de información asimétrica supondrá diferencias de comportamiento entre las empresas familiares y las no familiares en cuanto a la utilización de los flujos de caja.

En lo que se refiere a las empresas familiares, nuestros datos no permiten apoyar la hipótesis de que ante problemas de información asimétrica los flujos de caja

influyen en el nivel de deuda. Sin embargo, esta relación es significativa para las empresas no familiares.

Por su parte, la influencia del “cash flow” en el nivel de endeudamiento ante ausencia de información asimétrica, determina que no existen diferencias de comportamiento entre las pequeñas empresas familiares y el resto de empresas.

Las empresas familiares cuentan con otros mecanismos suplementarios que reducen la asimetría informativa, razón que podría explicar por qué no hemos obtenido una relación significativa entre los flujos de caja y el endeudamiento ante situaciones de información asimétrica. La aportación de garantías por parte de los propietarios puede servir para mitigar las asimetrías informativas y facilitar el acceso a la deuda.

Duodécima conclusión

El carácter familiar de la empresa determina su comportamiento financiero, mostrando un efecto significativo con su nivel de endeudamiento. Por lo tanto, el estudio confirma que las empresas familiares y no familiares no poseen los mismos patrones de comportamiento financiero.

Las políticas financieras implementadas por las empresas familiares estarán orientadas a la utilización principalmente de los fondos generados internamente, pero soportarán menor racionamiento del crédito que las empresas no familiares cuando necesiten recurrir al endeudamiento.

Decimotercera conclusión

Todos los factores determinantes del endeudamiento analizados guardan una relación significativa con el nivel de deuda para las empresas pequeñas familiares.

Este grupo de empresas establece claramente una jerarquía de preferencias en sus decisiones de financiación.

Además, el grupo de las empresas medianas y grandes también manifiesta un seguimiento de la teoría de la jerarquía pero en menor grado.

Decimocuarta conclusión

Tanto la teoría del equilibrio estático como la teoría de la jerarquía de preferencias explican parcialmente el comportamiento financiero tanto de las empresas familiares como de las no familiares.

Aunque de forma parcial, los resultados parecen avalar que la teoría del “pecking order” encaja mejor con las decisiones financieras que toman los dos grupos de empresas, mostrando una mayor validez para el conjunto de las empresas familiares.

5.2 | Limitaciones y futuras líneas de investigación

En el desarrollo de la investigación nos hemos encontrado con una serie de dificultades que es necesario identificar, ya que pueden provocar ciertas limitaciones al trabajo.

Una de estas limitaciones hace referencia a la fuente de información que hemos utilizado, hemos tomado la información reflejada en la base de datos SABI para las empresas domiciliadas en España. Como no existe un registro que recoja a las empresas de carácter familiar, hemos tenido que segmentar la muestra según criterios cuantitativos y cualitativos. SABI es una base de datos que recoge mucha información, pero que no aporta toda la información que necesitamos para

determinar categóricamente que empresa es familiar. A lo que debemos añadir que no existe unanimidad en los estudios empíricos para definir a una empresa como familiar, como por ejemplo, cual es el porcentaje mínimo que es necesario que tenga una familia para considerarla familiar, así como tampoco queda claro que grado de implicación debe tener la familia en la empresa.

Para salvar estos problemas, hemos considerado que una empresa es familiar si la familia posee como mínimo el 20% de la propiedad, aunque en este estudio hemos utilizado esta acotación para definir a un empresa como familiar no podemos decir tajantemente que las empresas cuyos miembros familiares posean menos de este porcentaje no sean familiares. Por otro lado, hemos eliminado aquellas empresas en las que la propiedad esta repartida a partes iguales entre dos personas de distinto sexo y no coinciden sus apellidos, aunque probablemente sean empresas creadas por un matrimonio y esta decisión está sujeta a errores. Además hemos descartado como empresas familiares aquellas empresas donde no existe coincidencia de apellidos, aunque pueden existir lazos de parentesco de otro tipo.

Otra limitación importante a la vista de los resultados es la importancia de las garantías aportadas por los propietarios, el balance de las empresas familiares no recoge fielmente los activos con que cuenta la empresa. Para este tipo de sociedades los balances oficiales no aportan la información necesaria en cuanto a las garantías aportadas para la obtención de la financiación, ya que debemos sumar los activos personales de los propietarios. El modelo que hemos propuesto no ha tenido en cuenta las garantías personales de los propietarios, por lo que nos limita las conclusiones en cuanto a la reducción de la información asimétrica, pero intuimos que existe aportación de garantías adicionales ya que las empresas familiares presentan mayores tasas de endeudamiento que las no familiares.

05. Conclusiones, Limitaciones y futuras líneas de investigación

Un reto para trabajos posteriores sería ser capaces de recoger toda esta información sobre las garantías colaterales aportadas por las empresas familiares. A partir del modelo de ecuaciones propuesto por Brick y Palia (2007), podríamos analizar para el caso español las garantías exigidas para la obtención de la financiación, así como el tipo de interés aplicado en función de los activos aportados.

Sería interesante analizar cuál es la cantidad y el precio pagado por la deuda cuando solamente se aporta como garantía los activos de la sociedad, en comparación a cuando los propietarios aportan además sus activos personales.

Otro análisis relevante sería determinar cuando existe racionamiento del crédito, qué grado de garantías personales tienen que aportar los propietarios para obtener la financiación necesaria. Así, como corroborar si las empresas familiares deben aportar mayores garantías para las operaciones financieras a largo plazo que para las que se financian con un horizonte temporal más corto.

06

Bibliografía

6 | 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. (2002): Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las empresas riojanas. Análisis empírico por tamaños, En *The Limits of the Firm*, Batsch, L. y Cossío, F. (Edts.), 105-113.

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.

AECA (2002): Factores determinantes de la eficiencia y rentabilidad en la PYME en España, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.

AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N. (1990): Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms, *Journal of Finance*, 45 (4), 1325-1331.

AKERLOF, G. (1970): The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.

ALBOUY, M. (1999): Théories, applications et limites de la mesure de la création de valeur, *Revue Française de Gestion*, 122, 81-90.

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.

ALLEN, F. (1995): Capital structure and imperfect competition in product markets, Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.

ALLOUCHE, J.; AMANN, B. (1998): La confiance: une explication des performances des entreprises familiales, *Économies et Sociétés, Sciences de Gestion*, 8-9, 129-154.

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

ALLOUCHE, J.; AMANN, B. (2007): Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales: le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial, XVI Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.

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.; MANSI, S.; REEB, D.M. (2003): Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.

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.

ANG, J. (1991): Small business uniqueness and the theory of financial management, *Journal of Small Business Finance*, 1 (1), 1-13.

ANG, J.; CHUA, J.; MCCONNELL, J. (1982): The administrative costs of corporate bankruptcy: a note, *Research in Finance*, 37 (1), 219-226.

ANG, J.; LIN, J.; TYLER, F. (1995): Evidence on the lack of separation between business and personal risks among small businesses", *Journal of Small Business Finance*, 4 (2-3), 197-210.

ANG, J.; COLE, R.; LIN, J. (2001): Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance*, 55 (1), 81-106.

ANTONIOU, A.; GUNEY, Y.; PAUDYAL, K. (2002): Determinants of corporate capital structure: evidence from european countries, University of Durham, UK, Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, 1-31.

ARELLANO, M.; BOND, S. (1991): Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equation, *Review of Economics Studies*, 58, 277-297.

ARELLANO, M.; BOND, S. (1998): Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss", *A Guide for Users*, 58, 1-27.

ARELLANO, M.; BOVER, O. (1990): La econometría de datos panel, *Investigaciones Económicas (Segunda Época)*, 14 (1), 3-45.

ARONOFF, C.E.; WARD, J.L. (1990): Family business sourcebook, Detroit, MI: Omnigraphics.

ARONOFF, C.E.; WARD, J.L. (1995): Family-owned business: a think of the past or a model for the future, *Family Business Review*, 8 (2), 121-130.

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.

ASQUITH, P.; MULLINS, D. (1986): Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.

ASTRACHAN, J.H.; KOLENKO, T.A. (1994): A neglected factor explaining family business success: human resources practices, *Family Business Review*, 7 (3), 251-262.

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.

ASTRACHAN, J.H.; SHANKER, M.C. (2003): "Family businesses, contribution to the U.S. economy: a closer look", *Family Business Review*, 16 (3), 211-219,

AVERY, R.B.; BOSTIC, R.; SAMOLYK, K. (1998): The role of personal wealth in small business finance, *Journal of Banking and Finance*, 22 (6-8), 1019-1061.

AYALA, J.C. (2002): Características diferenciadoras de las empresas familiares, en Informe de la ponencia de estudio para la problemática de la empresa familiar, Secretaría General del Senado, 49-54.

AYALA, J.C. (2003): Aprendiendo a manejar la empresa familiar. Algunos retos pendientes, en G. Hirigoyen, Actas del XVII Congreso Nacional de la Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa.

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.

AYBAR, C.; CASINO, A.; LÓPEZ-GARCÍA, J. (2004): Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa, *Moneda y Crédito*, 219, 71-99.

AZOFRA, V. (1986): Bases para un modelo explicativo de la estructura de capital en la empresa, *Revista Española de financiación y contabilidad*, 15 (49).

AZOFRA, V. (1987): La estructura de capital de la empresa: factores explicativos, Valladolid, Universidad de Valladolid.

AZOFRA, V.; LÓPEZ, F. (1997): Incidencia de la información asimétrica en el comportamiento económico-financiero de la empresa industrial española, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (3), 111-128.

AZOFRA, V.; SAONA HOFFMANN, P.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. (2007): Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36 (133), 11-30.

BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. (1993): Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure, *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.

BALTAGI, B. (1995): *Econometric analysis of panel data*, Ed. John Wiley and Sons Ltd., Baffins Lane, Chichester, England.

BANERJEE, S.; HESHMATI, A.; WIHLBORG, C. (1999): The dynamics of capital structure, Working Paper Series in Economics and Finance, vol. 333, SSE/EFI, pp. 1-20.

BARCLAY, M.; SMITH, C. (1996): On financial architecture: leverage, maturity and priority, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (4), 6-24.

BARCLAY, M.; SMITH, C. (1999): The capital structure puzzle: another look at the evidence, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (1), 8-20.

BARNEA, A.; HAUGEN, R.; SENBET, L. (1985): Agency problems and financial contracting, Ed. Prentice-Hall, Nueva Jersey.

BARNES, L. B.; HERSHON, S. A. (1976): Transferring power in the family business, *Harvard Business Review*, 54, 105-114.

BARNEY, J.; CLARK, C.; ÁLVAREZ, S. (2002): Where Does Entrepreneurship Come from: Network Models of Opportunity Recognition and Resource Acquisition with Application to The Family Firm, Paper presented at Second Annual Conference on Theories of The Family Enterprise, Wharton School of Business, Philadelphia.

BARON, D.P. (1974): Default risk, homemade leverage and the Modigliani-Miller theorem, *The American Economic review*, marzo, 176-182.

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

BARTON, S.L. (1989): Capital structure decisions in privately held firms: a summary of owner interviews, Working Paper, College of Business Administration, University of Cincinnati.

BARTON, S.L.; GORDON, P.J. (1988): Corporate strategy and capital structure, *Strategic Management Journal*, 9, 623-632

BASCO, R. (2005): Comportamientos en la dirección y gobierno de la empresa familiar: análisis empírico de la profesionalización como garantía de continuidad, Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

BASLY, S. (2006): Propriété, decision et strategie de l'entreprise familiale: una analyse théorique, Colloque de l'Association Française de Finance, Poitiers.

BASLY, S. (2007): Conservatisme: an explanation of the financial choices of the small and medium family enterprise, *Corporate Ownership and Control*, 5 (1).

BAXTER, N.D. (1967): Leverage, risk of ruin and the cost of capital, *Journal of Finance*, 65-69.

BEBCZUK, R. (2000): Asymmetric information in financial markets, Cambridge University Press.

BECKHARD, R.; DYER, W. (1983): Managing change in the family firm-issues and strategies, *Sloan Management Review*, 24 (3), 59-65.

BELLETANTE, B.; PARANQUE, B. (1998): Accès aux marchés financiers et performances des entreprises industrielles, Comunicación en la 43 Conferencia Mundial de la International Council of Small Business, Singapur.

BERGER, A.N.; UDELL, G.F. (1995): Relationship lending and lines of credit in small form finance, *Journal of Business*, 68 (3), 351-381.

BERGER, A.N.; UDELL, G.F. (1998): The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22 (6-8), 613-673.

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

BESANKO, D.; THAKOR, A. (1987): Competitive equilibrium in the credit market under asymmetric information, *Journal of Economic Theory*, 42 (1), 167-182.

BESTER, H. (1985): Screening vs rationing in credit markets with imperfect information, *American Economic Review*, 75 (4), 850-855.

BESTER, H. (1987): The role of collateral in credit markets with imperfect information, *European Economic Review*, 31, 887-899.

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.

BLUMBERG, B.; LETTERIE, W. (2008): Business starters and credit rationing, *Small Business Economics*, 30 (2), 187-200.

BODENHORN, H. (2003): Short-term loans and long-term relationships: relationship lending in early America", *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (4), 485-505.

BOEDO, L.; CALVO, A. (2004): Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español, en Fraiz, J. y Vila, M. (2004), "La empresa y su entorno", Papers Proceedings, pp. 345-355, AEDEM, Orense.

BOOT, A. (2000): Relationship banking: what do we know?", *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7-25.

BOOTH, L.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (2001): Capital structures in developing countries, *Journal of Finance*, 56, 87-120.

BOUGHEAS, A.; MIZEN, P.; YALCIN, C. (2006): Access to external finance: theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics, *Journal of Banking and Finance*, 30, 199-227.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.A.; KIM, E.H. (1984): On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, *Journal of Finance*, julio, 857-880.

BRAILSFORD, T.J.; BARRY, O.L.; PUA, S.L.H. (2002): On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting and Finance*, 42 (1), 1-26.

BRAU, J.C. (2002): Do banks price owner-manager agency costs? an examination of small business borrowing, *Journal of Small Business Management*, 40 (4), 273-286.

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

BRYANT, J. (1980): A model of reserves, bank runs, and deposit insurance, *Journal of Banking and Finance*, 4, 335-344.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. (1997): Large shareholders monitoring, and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, 62, 693-728.

CABRERA, M.K.; DE SAÁ, P.; GARCÍA, D. (2001) : The sucesión process from a resource and knowledge based view of the family firm, *Family Business Review*, 14 (1), 37-47.

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.

CALVI-REVEYRON, M. (2000): Le capitalismo familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendos que les autres formes d'accionariat?, *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (1).

CALVO, M. (2011): L'amour et l'engagement a la famille, *Cahiers de Chaque Jour*, 9, 1994-2012.

CALVO-FLORES, A.; GARCÍA, D.; ARQUÉS, A. (2000): Posición del riesgo financiero en la industria española", en *Decisiones financieras y fracaso empresarial*, AECA, Madrid.

CAMPOS, J. (2000): Estructura financiera y decisiones reales en las empresas: un análisis empírico, XII Jornadas de Economía Industrial, pp. 203-209.

CAPON, N.; FARLEY, J.U.; HOENIG, S. (1990): Determinants of financial performance: a meta-analysis, *Management Science*, 36 (10), 1143-1159.

CARDONE, C. (1997): El mercado de crédito y las empresas de menor tamaño, *Información Comercial Española. Avances Recientes en Finanzas*, vol. Julio-agosto (764), pp. 55-64.

CARNEY, M. (2005): Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), 249-265.

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.

CECCHETTI, S.; KRAUSE, S. (2001): Financial structure, macroeconomic stability and monetary policy", Work Paper 8354, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

CHANNON, D.F. (1971): The strategy and the structure of British enterprise, London Macmillan.

CHAPLINSKY, S., NIEHAUS, G.(1993): Do inside ownership and leverage share common determinants?, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32, 51-65.

CHARREAUX, G. (1991): Structures de propriété, relations d'agence et performances financières, *Revue économique*, 3, 521-552.

CHEN, S.; CHEN, X.; CHENG, Q.; HUTTON, A. (2008): Conservative financial reporting in family firms.

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

CHIRINKO, R.; SINGHA, A. (2000): Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment, *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.

CHITTENDEN, F.; HALL, G.; HUTCHINSON, P. (1996): Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation, *Small Business Economics*, 8 (1), 59-67.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; KELLERMANS, F. (2009): Priorities, resource stocks, and performance in family and nonfamily firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (3), 739-760.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; LITZ, R. (2004): Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual and exploratory evidence, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 335-354.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; SHARMA, P. (2003): Current trends and future directions in family business management studies: toward a theory of the family firms, Coleman White Paper Series.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; SHARMA, P. (2005): Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 555-575.

CHRISMAN, J.; SHARMA, P.; TAGGAR, S. (2007): Family influences of firms: an introduction, *Journal of Business Research*, 60, 1005-1011.

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

CHUA, J.H.; CHRISMAN, J.J.; BERGIEL, E.B. (2009): An agency theoretic analysis of the profesionalized famiy firm, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33, 355-372.

CHUA, J.H.; CHRISMAN, J.J.; SHARMA, P. (2003): Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers, *Family Business Review*, 16 (2), 89-108.

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.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. (2000): The separation of ownership and control in east asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

CLAVER, E.; LLOPIS, J.; MOLINA, J.F. (2002): Recursos de la empresa y pertenencia a un sector industrial: un estudio empírico de su influencia sobre la rentabilidad empresarial, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 8 (1), 39-52.

COLEMAN, S.; CARSKY, M. (1999): Sources of capital for small family-owned business: evidence from the nacional survey of small business finances, *Family Business Review*, 12 (1), 73-86.

COLLI, A. (2002): The history of family business, 1850-2000, Cambridge University Press.

COLOMBO, M.G.; GRILLI, L. (2007): Funding gaps? access to bank loans by hich-tech start-ups, *Small Business Economics*, 29, 25-46.

COLOT, O.; CROQUET, M. (2005): Les entreprises familiares sont elles plus ou moins endettées que les entreprises non familiales?, Centre de Recherche Warocqué, Universidad de Mons-Hainaut.

COPELAND, T.E.; LEE, W.H. (1991): Exchange offers and stock swaps, *Financial Management*, 20 (3), 34-48.

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

CORREA RODRÍGUEZ, A.; GONZÁLEZ PÉREZ, A.L.; ACOSTA MOLINA, M. (2002): Crecimiento y pyme: un estudio empírico, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 11 (3), 76-102.

CRESSY, R. (1996): Are business startups debt-rationed?, *The Economic Journal*, 106 (438), 1253-1270.

CROMIE, S.; STEPHENSON, B.; MONTEITH (1995): The management of family firms: an empirical investigation, *International Small Business Journal*, 13 (4), 11-34.

CUÑAT, V. (1999): Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas, *Investigaciones Económicas*, 33 (3), 351-392.

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.

DANCO, L.A. (1992): Beyond survival, The Center for Family Business.

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

DAVIS, J.A.; TAGIURI, R. (1989): The influence of life stage on father-son work relationships in family companies, *Family Business Review*, 2 (1), 47-74.

DAVIS, J.A.; TAGIURI, R. (1991): Bivalent attributes of the family firm, en C.E. Aronoff y J.L. Ward (Ed.): *Family Business Sourcebook*, Omnigraphics, Inc.

DE ANDRÉS, P.; AZOFRA, V.; RODRÍGUEZ, J.A. (2000): Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español, *Investigaciones Económicas*, 24 (3), 641-679.

DE ANGELO, H.; DE ANGELO, L. (2000): Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate layout policy: a study of the times mirror company, *Journal of Financial Economics*, 56, 153-207.

DE ANGELO, H.; MASULIS, R.W. (1980): Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

DE LA BRUSLERIE, H. (2004): Actionnaires controlants, bénéfiques privés et endettement, Documento de trabajo, Universidad de París 1 Panthéon Sorbonne.

DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001): Determinants of capital structure: new evidence from spanish panel data, *Journal of Corporate Finance*, 7 (1), 77-99.

DEESOMSAK, R., PAUDYA, K., PESCIOTTO, G. (2004): The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387-405.

DEMSETZ, H. (1983): The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 375-390.

DENNIS, S.; NANDY, D.; SHARPE, I. (2000): The determinants of contracts terms in bank revolving credit agreements, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 87-110.

DIAMOND, D. (1984): Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economics Studies*, 51.

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

DIAMOND, D. (2004): Presidential address, committing to commit: short-term debt when enforcement is costly, *Journal of Finance*, 59 (4), 1447-1479.

DONALDSON, G. (1961): Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Division of Research, Harvard University, Boston.

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

DONNELLEY, R. (1964): The family business, *Harvard Business Review*, 42 (4), 93-105.

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

DURAND, D. (1952): Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement, Conference and research on business finance, National Bureau of economic research, New York.

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.

EASTERBROOK, F.H. (1984): Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74, 650-659.

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.

ERGUNGOR, O. (2004): Market vs bank-based financial systems: do investor rights really matter?, *Journal of Banking and Finance*, 28, 2869-2887.

FACCIO, M.; LANG, H. (2002): The ultimate ownership of western european corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.

FACCIO, M.; LANG, H.; YOUNG, L. (2001): Dividends and expropriation, *American Economic Review*, 91, 54-78.

FACCIO, M.; MASULIS, R.W. (2005): The choice of payment method in european mergers and acquisitions, *Journal of Finance*, 60, 1345-1388.

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

FAMA, E.F.; FRENCH, M.C. (2000): Forecasting profitability and earnings, *Journal of Business*, 73 (2), 161-175.

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

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. (1983): Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.

FAMA, E.F.; MILLER, M. (1972): The theory of finance, Ed. Holt et al, New York.

FATHI, E.; GAILLY, B. (2003): La structure financière del PME de la haute technologie, XII Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, Les Côtes de Carthage.

FAZZARI, S.; HUBBARD, R.; PETERSEN, B. (1988): Financing constraints and corporate investment, *Brooking on Economic Activity*, 1, 141-206.

FERNÁNDEZ, Z.; NIETO, M.J. (2001): Estrategias y estructuras de las pymes, *Papeles de Economía Española*, 89-90.

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

FERNÁNDEZ RAMOS, M.Y.; DE ROJAS, M.C.; ZULIANI, D. (2004): Contrastación de la teoría del pecking order: el caso de las empresas españolas, XIV Congreso Nacional de ACEDE.

FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E.; MONTES, J.M.; VÁZQUEZ, C.J. (1998): Efecto industria y estructura de capital, Actas de las XIV Jornadas de Economía Industrial, pp. 73-78.

FERRI, M.; JONES, W. (1979): Determinants of financial structure: a new methodological approach, *Journal of Finances*, 34 (3), 631-644.

FLANNERY, M.J.; RANGAN, K.P. (2006): Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, 79 (3), 469-506.

FRANK, M.; GOYAL, V. (2003): Capital structure decisions, Working Paper, University of British Columbia and HKUST.

FRANK, M.; GOYAL, V. (2003): Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

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

FREDY-PLANCHOT, A. (2002): La gestion de ressources humaines dans les PME à caractère familial, La Gestion des Entreprises Familiales, Ed. Economica, Paris.

FREEL, M. (2007): Are small innovators credit rationed?, *Small Business Economics*, 28, 23-35.

FRIEND, I.; LANG, L. (1988): An empirical test of impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *Journal of Finance*, 43 (2), 271-281.

FUENTES, G.; VALLEJO, M.C.; MARTINEZ, R. (2007): Factores a tener en cuenta en al expansión internacional de la empresa familiar, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 13 (2), 1135-2523.

GAGNON, J.M.; KHOURY, N. (1982): *Traité de gestion financier*, Quebec: Gaetan Morin Editeur.

GALLO, M.A. (1995): La empresa familiar: textos y casos, Barcelona, Editorial Praxis.

GALLO, M.A.; ESTAPÉ, C. (1993): La empresa familiar entre las 100 mayores empresas de España, en Gallo, M.A. (ed.) La empresa familiar 4, Estudios y Ediciones IESE, Barcelona.

GALLO, M. A.; GARCÍA PONT, C. (1989): La empresa familiar en la economía española, *Papeles de Economía Española*, 39, 67-85.

GALLO, M.A.; VILASECA, A. (1996): Finance in family business in Spain, *Family Business Review*, 9 (4), 387-405.

GALLO, M.A.; TAPIES, J.; CAPPUYNS, K. (2004): Comparaison of family and non family business: financial logic and personal preferences, *Family Business Review*, 17 (4), 303-318.

GALVE, C. (2002): "Propiedad y gobierno: la empresa familiar", *Ekonomiaz*, 50, 2º cuatrimestre, 158-181.

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

GARCÍA, P.; MARTÍNEZ, P. (2004): Endeudamiento a corto plazo de las pymes españolas, Working Papers Economics Analysis, Primera edición abril 2004, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

GARCÍA-BORBOLLA, A.; HERRERA, J.; LARRÁN, M.; SÁNCHEZ, G.; SUÁREZ, A. (2009): Análisis empírico de la influencia de la propiedad familiar sobre la orientación estratégica de las pequeñas y medianas empresas, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15 (1), 45-59.

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. (2005): The capital structure of swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data, *European Financial Management*, 11 (1), 51-69.

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

GERSICK, K.; DAVIS, J.; MCCOLLOM, H.; LANDSBERG, I. (1997): Generation to generation: life cycles of the family business, Boston, Harvard Business School Press.

GERTLER, M.; GILCHRIST, S. (1994): Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms, *Quarterly Journal of Economics*, 109 (2), 309-340.

GHOSAL, V.; LOUNGANI, P. (1996): Firm size and the impact of profit-margin uncertainty on investment: do financing constraints play a role?, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers nº 557.

GILSON, S.C. (1990): Bankruptcy, boards, banks and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default, *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.

GILSON, S.C. (1997): Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms, *Journal of Financial Economics*, 42, 187-221.

GOFFEE, R. (1996): Understanding family business: issues for further research, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 2 (1), 36-48.

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.

GÓMEZ-MEJÍA, L.; LARRAZA-KINTANA, M.; MAKRI, M. (2003): The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal*, 46, 226-237.

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 nº 340/2007.

GORDON, M. (1989): Corporate finance under MM theorems, *Financial Management*, 18 (2), 19-28.

GOYAL, V.; LEHN, K.; RACIC, C. (2002): Growth opportunities and corporate debt policy: the case of the U.S. defense industry, *Journal of Financial Economics*, 64.

GRAHAM, J. (2000): How big are the tax benefits of debt?, *Journal of Financial Economics*, 41, 41-73.

GRANT, R. (1991): The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation, *California Management Review*, primavera, 114-135.

GROSSMAN, S.J.; HART, O. (1982): Corporate Financial structure and managerial incentives.

GUISADO, M. (1987): La cara oculta de la estructura financiera en las pequeñas empresas y su incidencia sobre la capacidad de crecimiento, *Revista de Economía y Empresa*, 6 (15-16).

GUISADO, M (1987): La estructura financiera de la empresa y los impuestos personales y la posibilidad de quiebra, *Revista de Economía y Empresa*, 7 (19).

GUL, F.A.; TSUI, J.; SU, X.; RONG, M. (2002): Legal protection, enforceability and tests of the debt hypothesis: an international study, Work Paper.

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.

HABBERSHON, T.G.; WILLIAMS, M.L.; MACMILLAN (2003): A unified systems perspective of family firm performance, *Journal of Business Venturing*, 18, 451-465.

HACKBARTH, D.; HENNESSY, C.; LELAND, H. (2004): Can the tradeoff theory explain debt structure.

HALEY, C.; SCHALL, L. (1979): The theory of financial decision, Nueva York, McGraw Hill Book Company.

HALL, R. (1992): The strategic analysis of intangible resources, *Strategic Management Journal*, 13, 135-144.

HALL, G.; HUTCHINSON, P.; MICHAELAS, N. (2000): Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure, *International Journal of the Economics of Business*, 7 (3), 297-312.

HAMILTON, R.T.; FOX, M.A. (1998): The financial preferences of small firm owners, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 4 (3).

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.

HANDLER, W.C. (1989): Managing the family firm succession process: the next-generation family member's experience, UMI Dissertation Services.

HARHOFF, D.; KÖRTING, T. (1998): Lending relationships in germany, empirical evidence from survey data, *Journal of Banking and Finance*, 13, 221-235.

HARIJONO, A.; ARIFF, M.; TANEWSKI, G. (2004): The impact of family control of firms on leverage: australian evidence, EFMA 2004, Basel Meeting Paper.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1988): Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1990): Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance*, 45, 321-349.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991): The theory of capital structure, *Journal of Finance*, vol. 46 (1), 297-355.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (2004): A theory of board control and size, CRSP Working Paper nº 559.

HARRIS, D.; MARTÍNEZ, J.L.; WARD, J.L. (1994): Is strategy different for the family-owned business?, *Family Business Review*, 7 (2), 159-174.

HART, O.; MOORE, J. (1995): Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review*, 85, 567-585.

HAUBRICH, J. (1989): financial intermediation: delegated monitoring and long term relationships, *JBF*, 13.

HAYNES, G.; WALKER, R.; ROWE, B.; HONG, G. (1999): The intermingling of business and family finances in family-owned business, *Family Business Review*, 12 (3), 225-239.

HELLMANN, T.; STIGLITZ, J. (2000): Credit and equity rationing in market with adverse selection, *European Economic Review*, 44, 281-304.

HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. (2006): Banking relationships: effects on debt terms for small spanish firms, *Journal of Small Business Management*, 44 (3), 315-333.

HERNANDO, I.; VALLÉS, J. (1992): Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas, *Moneda y Crédito*, 195, 185-222.

HILL, C.W.; SNELL, S.A. (1989): Effects of ownership structure and control on corporate productivity, *Academy of Management Journal*, 32, 25-46.

HILL, R.; STEWART, J. (2000): Human resource development in small organisations, *Journal of European and Industrial Training*, 24 (2/3/4), 105-117.

HIRIGOYEN, G. (1984): La fonction financière dans les moyennes entreprises industrielles et familiales, *Revue Française de Gestion*, janvier-février, 23-30.

HIRIGOYEN, G. (1984): Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées?, *Revue Française de Gestion, Revue Banque*, 436, 207-210.

HOLLANDER, B.S.; ELMAN, N.S. (1988): Family owned businesses: an emerging field of inquiry, *Family Business Review*, 1, 154-164.

HOLMES, S.; KENT, P. (1991): An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises, *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), 141-154.

HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T.; TITMAN, S. (2001): The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.

HOVAKIMIAN, A.; HOVAKIMIAN, G.; TEHRANIAN, H.(2004) Determinants of target capital structure: the case of dual debt and equity issues, *Journal of Financial Economics*, 71, 517-540.

HUANG, G.; SONG, F.M. (2006): The determinants of capital structure: evidence from China, *China Economic Review*, 17, 14-36.

JACQUEMIN, A.; GHELLINCK, E. (1978): Propriété, Contrôle et Profitabilité des Grandes Entreprises Françaises, *Revue d'Economie Politique*, 3, 383-403.

JALIVLAND, A.; HARRIS, R. (1984): Corporate behavior in adjusting to capital structure and divided targets: an econometric study, *Journal of Finance*, 39, 127-145.

JAMES, H. Jr (1999): Owner as manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of Economics and Business*, 6 (1), 41-55.

JASKIEWICZ, P.; KLEIN, S. (2007): The impact of goal alignment on board composition and board size in family business, *Journal of Business Research*, 60, 1080-1089.

JENSEN, M.C. (1986): Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economics Rreview*, 76, 323-339.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

JENSEN, G.R.; SOLBERG, D.P.; ZORN, T.S. (1992): Simultaneous determinants of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), 247-263.

JIMÉNEZ, F.; PALACÍN, M.J. (2007): Determinantes de la estructura financiera de la empresa, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16 (4), 9-24.

JIMÉNEZ, G.; SALAS, V.; SAURINA, J. (2006): Determinants of collateral, *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 255-282.

JIMÉNEZ, G.; SAURINA, J. (2004): Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk, *Journal of Banking and Finance*, 28 (9), 2191-2212.

JUNG, K.; KIM, Y.; STULZ, R. (1996): Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision, *Journal of Financial Economics*, 42, 159-185.

KAYO, E.K.; KIMURA, H. (2011): Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking and Finance*, 35, 358-371.

KELLERMANN, F.W.; EDDLESTON, K.A. (2007): A family perspective on when conflict benefits family firm performance, *Journal Business Research*, 60, 1048-1057.

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

KIM, E. H.(1974): A theory of optimal financial structure in market equilibrium: a critical examination of the effects of bankruptcy and corporate income taxation, Tesis Doctoral, Universidad de Nueva York.

KIM, E. H.(1978): A mean variante theory of optimal capital structure and corporation debt capacity, *Journal of Finances*, marzo, 45-63.

KIM, W.S.; SORENSEN, E.H. (1986): Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, junio,131-144.

KING, M.R.; SANTOR, E. (2008): Family values: ownership structure, performance and capital structure of canadian firms, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2423-2432.

KOLE, S. (1995): Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data, *Journal of Corporate Finance*, 1 (3-4), 413-435.

KOTEY, B.; FOLKER, C. (2007): Employee training in smes: effect of size and firm type-family and nonfamily, *Journal of Small Business Management*, 45 (2), 214-238.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R.H. (1979): A state-preference model of optimal financial leverage, *Journal of Finance*, septiembre, 911-922.

KROPP, F.; LINDSAY, N.; SHOHAM, A. (2002): Entrepreneurial, market and learning orientations as determinants of family and non-family firm performance, Comunicación para la Conferencia Frontiers for Entrepreneurship Research 2002.

KURASHINA, T. (2003): Management studies on family business, Tokio: Tokio Keizai Shimbun Sha.

LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999): Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54 (2), 471-519.

LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997): Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.

LAFUENTE, A.; YAGÜE, M.J. (1989): Estructura económico financiera de la empresa industrial española, *Economía Industrial*, 267, 175-190.

LANG, L.H.P.; LITZENBERGER, R. (1989): Dividend announcements: cash-flow signalling vs cash-flow hypotheses, *Journal of Financial Economics*, 24 (1), 181-191.

LANK, A. (1992): Launching a family business program: a european case study and its lessons, Presented at the Annual Conference of the Family Firm Institute, Boston, MA.

LANSBERG, I.S. (1983): Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap, *Organizational Dynamics*, 12, 39-46.

LANSBERG, I.S. (2000): Los sucesores en la empresa familiar, Ed. Juan Granica.

LARRÁN, M.; GARCÍA-BORBOLLA, A.; GINER, Y. (2010): Empresa familiar y racionamiento de crédito, *Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa*, 1 (3), 15-39.

LASFER, M.A. (1996): Taxes and dividends: the UK evidence, *Journal of Banking and Finance*, 20, 455-472.

LATROUS, I. (2007): Structure de propriété et structure du capital: approche par la méthode des équations simultanées, Documento de trabajo, febrero, Universidad de Paris 1 Sorbonne.

LE BRETON-MILLER, I.; MILLER, D. (2006): Why do some family businesses out-compete?. governance, longterm orientations, and sustainable capability, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 731-746.

LEACH, P. (1990): *Managing the family business in the UK: A Stoy Hayward Survey in Conjunction with the London Business School*, London: Stoy Hayward.

LEACH, P. (1993): *La Empresa Familiar*, Ediciones Granica, Barcelona.

LEHMANN, E.; NEUBERGER, D. (2001): Do lending relationships matter? evidence from bank survey data in Germany, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45, 339-359.

LELAND, H.; PYLE, D. (1977): Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.

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.

LEMMON, M.L.; ROBERTS, M.R.; ZENDER, J.F. (2008): Back to the beginning: persistence and the cross section of corporate capital structure, *Journal of Finance*, 63, 1575-1608.

LEMMON, M.L.; ZENDER, J.F. (2001): Looking under the lamppost: an empirical examination of the determinants of capital structure, Working Paper, University of Utah and University of Arizona.

LEV, B. (1969): Industry averages as targets for financial ratios, *Journal of Accounting Research*, 7, 290-299.

LEVINSON, H. (1971): Conflicts that plague the family business, *Harvard Business Review*, 49, 90-98.

LITZ, R.A. (1995): The family business: toward definitional clarity, *Family Business Review*, 8, 71-81.

LONG, M.S.; MALITZ, I.B. (1985): Investment patterns and financial leverage, Ed. Benjamin J. Friedman, *Corporate Capital Structures in the US*, Chicago, University of Chicago Press.

LÓPEZ-GRACIA, J.; AYBAR, C. (2000): An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies, *Small Business Economics*, 14, 55-63.

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.

LÓPEZ-GRACIA, J.; SOGORB-MIRA, F. (2008): Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs, *Small Business Economics*, 31 (2), 117-136.

LOZANO, B.; DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001): Determinantes financieros de los activos inmateriales, *Revista de Economía Aplicada*, 9 (27), 63-81.

LUBATKIN, M.; DURAND, R.; LING, Y. (2007): The missing ink in family firm governance theory: a self-other typology of parental altruism, *Journal Business Research*, 60, 1022-1039.

LUBATKIN, M.; SCHULZE, W.; LING, Y.; DINO, R. (2005): The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms, *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330.

LYMAN, A.R. (1991): Customer service: does family ownership make a difference?, *Family Business Review*, 4 (3), 303-334.

MACKIE-MANSON, J. (1990): Do taxes affect corporate financing decisions?, *Journal of Finance*, 45, 1471-1494.

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.

MANN, R.J. (1997): The role of secured credit in small-business lending, *Georgetown Law Journal*, 86 (1), 1-44.

MAROTO, J.A. (1996): Estructura financiera y crecimiento de las pymes, *Economía Industrial*, 310, 29-40.

MARRIS, R. (1963): A model of the managerial enterprise, *The Quarterly Journal of Economics*, 77 (2), 185-209.

MARSH, P. (1982): The choice between equity and debt: an empirical study, *Journal of Finance*, 37 (1), 121-144.

MARTIN, J.; CABRERA, M.K. (2007): La gestión del marketing estratégico en la pequeña empresa familiar, *Cuadernos de Gestión*, 7 (1), 85-100.

MARTINELLI, C. (1997): Small firms, borrowing constraints and reputation, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 91-105.

MASULIS, R. (1988): The debt/equity choice, Ballinger, Ed. Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

MATO, G. (1990): Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales, *Economía Industrial*, 272, 107-114.

MCCOLLON, M.E. (1990): Problems and prospects in clinical research on family firms, *Family Business Review*, 3 (3), 245-262.

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.

MCCONAUGHY, D.L.; MATTHEWS, C.H.; FIALKO, A.S. (2001): Founding family controlled firms: efficiency, risk and value, *Journal of Small Business Management*, 39 (1), 31-50.

MCCONNELL, J.J.; SERVAES, H. (1990): Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 26, 595-612.

MCKAY, P.; PHILIPS, G. (2002): Is there an optimal industry financial structure?, NBER, Working Paper 9032.

MELLE, M. (2001): Características diferenciales de la financiación entre las pymes y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento, *Papeles de Economía Española*, 89-90, 140-166.

MENÉNDEZ, S. (1995): La decisión de endeudamiento ante la existencia de información asimétrica, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24 (82), 81-102.

MENÉNDEZ ALONSO, S. (2001): Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa, *Cuadernos de Economía y Dirección de la empresa*, 10.

MENKHOFF, L.; NEUBERGER, D.; SUWANAPORN, C. (2006): Collateral-based lending in emerging markets: evidence from Thailand, *Journal of Banking and Finance*, 30, 1-21.

MERINO, F.; SALAS, V. (1993): Estrategia y resultados de la empresa familiar, Documento de Trabajo 9307, diciembre.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUZITOURIS, P. (1999): Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, 12, 113-130.

MIGNON, S. (2000): La pérennité des entreprises familiales: un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire?, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 3 (1), 169-196.

MILGRON, P.; ROBERTS, J. (1993): Economía, organización y gestión de la empresa, *Revista de Economía Aplicada*, 1 (3), 203-207.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I. (2007): Kicking the habit: broadening our horizons by studying family business, *Journal of Management Inquiry*, 16, 1-4.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I.; LESTER, R.H.; CANNELLA, A.A. (2008): Are family firms really superior?, *Journal of Corporate Finance*, 13, 829-858.

MILLER, D.; STEIER, L.; LE BRETON-MILLER, I. (2003): Lost in time: intergenerational succession, change and failure in family business, *Journal of Business Venturing*, 18 (4), 513-531.

MINTON, B.; WRUCK, K. (2001): Financial conservatism: evidence on capital structure from low leverage firms, Working Paper, Max. M. Fisher College of Business, The Ohio State University.

MIRA, F.S.; GARCÍA, J.L. (2002): Un enfoque de jerarquización financiera vs la teoría del tradeoff: un enfoque empírico para la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas, Universidad Cardenal Herrera, pp. 1-35.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958): The cost of capital corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48 (3).

MOORE, B. (1971): Introducción a la teoría financiera, Amorrortu Editores, Buenos Aires.

MORCK, R.; YEUNG, B. (2004): Family control and the rent seeking society, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 391-409.

MURRAY, F.; GOYAL, V. (2003): Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 217-248.

MYERS, S. (1977): Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.

MYERS, S. (1984): The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.

MYERS, S. (2001): Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15 (2), 81-102.

MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): Corporate financing and investment decision when firms have information that investor do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

NAM, J.; OTTOO, R.E.; THORNTON, J.H. (2003): The effects of managerial incentives to bear risk on corporate capital structure and r&d investment, *Finacial Review*, 38 (1), 77-101.

NEUBAUER, F.; LANK, A. (1999): The family business, its governance for sustainability, McMillan Press, Houndmills.

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.

ORTIZ-MOLINA, H.; PEÑA, M. (2007): Lending to small businesses: the role of loan maturity in addressing information problems, *Small Business Economics*.

PETERSEN, M.; RAJAN, R. (1994): The benefits of lending relationships: evidence from small business data, *Journal of Finance*, 49 (1), 3-37.

PIEPER, T.M.; KLEIN, S.B.; JASKIEWICZ, P. (2008): The impact of goal alignment on board existence and top management team compensation: evidence from family-influenced business, *Journal of Small Business Management*, 46 (3), 372-394.

PINDADO, J.; REQUEJO, I.; DE LA TORRE, CH. (2011): Concentración de propiedad y valor de mercado en la empresa familiar: un enfoque de gobierno corporativo, *Pecunia Monográfico 2011*, 111-131.

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

POUTZIOURIS, P.Z. (2003): The strategic orientation of owner-managers of small ventures, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 9, 185-214.

POZA, E.J. (1995): A la sombra del roble. La empresa familiar y su continuidad, Cleveland, Editorial Universitaria para la Empresa Familiar.

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

POZA, E.J.; HANLON, S.; KISHIDA, R. (2004): Does the family business interaction factor represent a resource or a cost?, *Family Business Review*, 17 (2), 99-118.

PROWSE, S.D. (1990): Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the US and Japan, *Journal of Financial of Economics*, 27, 43-66.

RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1995): What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.

REDER, M. (1947): A reconsideration of the marginal productivity theory, *Journal of Political Economy*, 55, 450-458.

RIORDAN, D.A.; RIORDAN, M.P. (1993): Field theory: an alternative to system theories in understanding the small family business, *Journal of Small Business Management*, abril, 66-78.

RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (1993): Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados de la empresa industrial española: un enfoque de agencia, Tesis Doctoral, Universidad de Valladolid.

ROGOFF, E.G.; HECK, R.K. (2003): Evolving research in entrepreneurship and family business: recognizing family as the oxygen that feeds the fire of entrepreneurship, *Journal of Business Venturing*, 18 (5), 559-566.

ROMANO, C.A.; TANEWSKI, G.A.; SMYRNIOS, K.X. (2000): Capital structure decision making: a model for family business, *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

ROSENBLATT, P.C.; DE MIK, L.; ANDERSON, R.M.; JOHNSON, P.A. (1985): "The Family in Business", Jossey-Bass Inc.

ROSS, S.A. (1973): The economic theory of agency: the principal's problem, *American Economic Review*, 63 (2), 134-139.

ROSS, S.A. (1977): The determination of financial structure: the incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. (2001): *Finanzas Corporativas*, McGraw-Hill, Méjico D.F.

RUMELT, R. (1991): How much does industry matter?, *Strategic Management Journal*, 12, 167-185.

SAÁ-REQUEJO, J. (1996): Financing decisions: lessons from the spanish experience, *Financial Management*, 25 (3), 44-56.

SAN MARTÍN-REYNA, J.M. (2010): Mecanismos de gobierno y protección al inversor como forma de control de la discrecionalidad directiva: un estudio para países europeos, *Innovar*, 20 (37), 73-88.

SÁNCHEZ ANDUJAR, S. (2004): Evidencia empírica de la estructura financiera de la pequeña y mediana empresa familiar, Tesis doctoral, Universidad de Jaén.

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

SÁNCHEZ-VIDAL, J.; MARTÍN-UGENDO, F.J. (2004): Preferencias de financiación de las empresas españolas: nueva evidencia de la Teoría de la Jerarquía, Working Paper, DOAJ.

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

SCHMALENSEE, R. (1985): Do markets differ much?, *American Economic Review*, 75 (3), 341-351.

SCHWATZ, E. (1959): Theory of capital structure of the firm, *Journal of Finance*, 14, (1), 18-39.

SCHWATZ, E.; ARONSON, J.R. (1967): Some surrogate evidence in support of optimal finance structure, *Journal of Finance*, 22 (1), 10-19.

SCOTT, D.; MARTIN, J. (1975): Industry influence on financial structure, *Financial Management*, 4 (1), 67-73.

SCOTT, J.H. (1976): A theory of optimal capital structure, *The Bell Journal of Economics*, 34, 33-54.

SCHULZE, W.; GEDAJLOVIC, E. (2010): Whither family business?, *Journal of Management Studies*, 47 (2), 191-204.

SCHULZE, W.; LUBATKIN, M.; DINO, R. (2003): Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms, *Academy of Management Journal*, 46 (2), 179-194.

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

SEGURA, J.; TOLEDO, L. (2003): Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas, *Investigaciones Económicas*, 27(1), 39-69.

SELVA, M. J.; GINER, Y. (1999): Incidencia del racionamiento del crédito en la estructura financiera de las pymes, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8 (4), 125-134.

SESTO PEDREIRA, M. (2000): Teoría de la financiación, Madrid, Centro de Estudios Ramón Areces.

SHANKER, M.C.; ASTRACHAN, J. (1996): Myths and realities: family businesses, contribution to the U.S. economy, a framework for assessing family business statistics, *Family Business Review*, 9 (2), 107-127.

SHARMA, P. (2004): An overview of the field of family business studies: current status and directions for future, *Family Business Review*, 17 (1), 1-36.

SHARMA, P.; CHRISTMAN, J.J.; CHUA, J.H. (1997): Strategic management of the family business: past research and future challenges, *Family Business Review*, 10, 1-35.

SHARMA, P.; MANIKUTTY, S. (2005): Strategic divestments in family firms: role of family structure and community culture, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), 293-311.

SHARPE, S. (1990): Asymmetric Information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships, *Journal of Finance*, septiembre.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. (1999): Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

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.

SINGER, J.; DONOHO, C. (1992): Strategic management planning for the successful family business, *Journal of Business and Entrepreneurship*, 4, 39-51.

SMITH, A.J.; BOOCOCK, G.; LOAN-CLARKE, J.; WHITTAKER, J. (2002): IIP and SMEs: awareness, benefits and barriers, *Personnel Review*, 31 (1/2), 62-86.

SMITH, C.W.; WARNER, J. (1979): On financial contracting: an analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.

SMITH, C.W.; WATTS, R.L. (1992): The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.

SOGORB, F. (2002): Estudio de los determinantes de la estructura de capital de las pymes: aproximación empírica al caso español, Tesis Doctoral, Universidad de Alicante.

SOGORB, F.; LÓPEZ, J. (2003): Pecking order versus tradeoff: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure, Working Papers WP-EC 2003-09, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

STEIER, L. (2001): Next-generation entrepreneurs and succession: an exploratory study of modes and means of managing social capital, *Family Business Review*, 14 (3), 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.

STEIJVERS, T.; VOORDECKERS, W. (2009): Collateral and credit rationing: a review of recent studies as a guide for future research, *Journal of Economic Surveys*, 23 (5), 924-926.

STEIJVERS, T.; VOORDECKERS, W. (2009): Private family ownership and the agency costs of debt, *Family Business Review*, 22 (4), 333-346.

STEIJVERS, T.; VOORDECKERS, W.; VANHOOF, K. (2010): Collateral, relationship lending and family firms, *Small Business Economics*, 34 (4), 243-259.

STERN, M.H. (1986): Inside the family-held business, Nueva York: Harcourt, Brace, Jovanovich.

STIGLITZ, J.E. (1969): A re-examination of the Modigliani-Miller theorem, *American Economic Review*, diciembre, 787-793.

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

STIGLITZ, J.E.; WEISS, A. (1981): Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, 71 (3), 393-410.

STULZ, R. (1990): Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.

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

SURIÑACH, J.; MORENO, R.; ORTEGA, R. (2005): Innovación y estructura de propiedad de las empresas españolas, *Colección Pensamiento Pyme*, 2, Universidad de Barcelona.

TAGGART, R.A. (1985): Secular patterns in the financing of US corporations, in B.M. Friedman, Ed. *Corporate Capital Structures in the United States*, Chicago, University of Chicago Press.

TAGIURI, R.; DAVIS, J.A. (1996): Bivalent attributes of the family firm, *Family Business Review*, 9 (2), 199-208.

TAPIES, J. (2003): ¿Qué aporta el “family office” a la empresa familiar?, en *Manual de Family Office: como gestionar el patrimonio de la empresa familiar*, Beta Capital-Mees Pierson, Inversor Ediciones.

TITMAN, S. (1984): The effect of capital structure on a firm’s liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, 13, 137-183.

TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988): The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.

USSMAN, A.; JIMÉNEZ, J.J.; GARCÍA, P.M. (2000): Una Reflexión sobre el Proceso de Dirección Estratégica de la Empresa Familiar: Propuesta de un modelo, I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar, Valencia, Organismo Público Valenciano de Investigación, pp. 347-372.

VALLEJO, M.C. (2008): CORAJE: la respuesta cultural a los problemas evolutivos de la empresa familiar, *Dirección y Organización*, 36, 51-60.

VAN HORNE, J. (1977): *Financial management and policy*, Prentice-Hall, Endlewood Cliffs, N.J.

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.

VICENTE LORENTE, J.D. (2001): Specificity and opacity as resource-based determinants of capital structure: evicende for spanish manufacturing firms, *Strategic Management Journal*, 22 (2), 157-177.

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

WALD, J.K. (1999): How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research*, 22 (2), 161-187.

WARD, J.L. (1987): Keeping The family business healthy: how to plan for continuing growth, profitability, and family leadership, San Francisco, CA: Jossey-Bass.

WARD, J. L. (1988): The special role of strategic planning for family businesses, *Family Business Review*, 1 (1), 105-117.

WARD, J.L. (2003): La planificación estratégica de la familia empresaria. Cómo planificar para unir a la familia y asegurar la continuidad de la empresa familiar, Deusto Gestión 2000.

WATSON, R.; WILSON, N. (2002): Small and médium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a pecking order, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 557-578.

WESTHEAD, P.; COWLING, M.; HOWORTH, C. (2001): The developement of family companies: management and ownership imperatives, *Family Business Review*, 14 (4), 369-385.

WESTHEAD, P.; COWLING, M.; STOREY, D.; HOWORTH, C. (2002): The scale and nature of family business, en understanding the small business, Routledge in Small Business, Ed. Fletcher.

WERNERFELT, B.; MONTGOMERY, C. (1988): Tobin's q and the importance of focus in firm performance, *American Economic Review*, 78, 246-250.

WHITE, W. (1974): Debt management and the form of business financing, *Journal of Finance*, 29 (2), 565-577.

WIJST, D.V.D. (1989): Financial structure in small business, (320), Springer-Verlag, Berlín.

WIJST, D.V.D.; THURIK, R. (1993): Determinants of small firm debt ratios: an analysis of retail panel data, *Small Business Economics*, (5), 55-65.

WU, Z.; HEDGES, P.; ZHANG, S. (2007): Effects of concentrated ownership and owner management on small business debt financing, *Journal of Small Business Managemen*, 45 (4), 422-437.

ZIANE, Y. (2002): La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises françaises: une étude sur données de panel, Documento de Trabajo, MODEM, Universidad de Paris X Nanterre.

ZWEIBEL, J. (1996): Dynamics capital structure under managerial entrenchment, *American Economic Review*, 86, 1197-1215.

Parte I

**MARCO
TEÓRICO**

Parte II

**MARCO
EMPÍRICO**