



UNIVERSIDAD DE JAÉN
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y
JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE
EMPRESA, CONTABILIDAD Y SOCIAL

TESIS DOCTORAL
**EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA ESTRUCTURA
FINANCIERA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA
EMPRESA FAMILIAR**

**PRESENTADA POR:
SONIA SÁNCHEZ ANDÚJAR**

**DIRIGIDA POR:
DR. D. JOSÉ LÓPEZ GRACIA**

JAÉN, 1 DE OCTUBRE DE 2004

ISBN 84-8439-263-5

Nombre y apellidos del autor

SONIA SÁNCHEZ ANDÚJAR

Título de la Tesis Doctoral

EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA
EMPRESA FAMILIAR

I.S.B.N.

84-8439-263-5

Fecha de Lectura

1 DE OCTUBRE DE 2004

Centro y Departamento en que fue realizada la lectura

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y JURÍDICAS
Departamento de Administración de Empresa, Contabilidad y Social

Composición del Tribunal/Dirección de la Tesis

Dirección de la Tesis Dr. D. José López Gracia

Presidente/a del Tribunal Dr. D. Vicente Menen Ferrer

Vocales Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela

Dr. D. Juan Carlos Ayala Calvo

Dra. Dña. Katusca Cabrera

Secretario/a Dra. Dña. María Jesús Hernández Ortiz

Calificación Obtenida

SOBRESALIENTE CUM LAUDE POR UNANIMIDAD



UNIVERSIDAD DE JAÉN

tesis doctoral

Resumen

La presente tesis doctoral tiene como finalidad analizar el comportamiento financiero de una muestra de pymes de la provincia de Jaén, tratando de detectar si el carácter familiar o no de las empresas tiene influencia sobre el mismo.

En el capítulo segundo, tras una revisión exhaustiva de la literatura existente relativa al concepto de empresa familiar, se delimita la definición que utilizamos para determinar la muestra objeto de estudio. Para ello, proponemos una definición propia. A continuación, exponemos las características básicas de la empresa familiar que, a nuestro entender, justifican un comportamiento distinto al resto de empresas; para ello, nos centramos en el solapamiento existente entre la empresa y la familia. Por último, aportamos las conclusiones de algunos estudios realizados sobre la naturaleza financiera de la empresa familiar.

En el capítulo tres, exponemos la evolución sufrida por la economía financiera, a lo largo de los años, en el terreno de la estructura de capital. En primer lugar, tratamos los fundamentos teóricos clásicos en los que se ha basado el desarrollo de la teoría financiera. A continuación, desarrollamos la teoría de equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias, ya que son las que sirven de base para el estudio empírico que realizamos. Finalizamos el capítulo tercero con la presentación de las variables que con más frecuencia se han relacionado en la literatura con la estructura financiera de la empresa.

En el capítulo cuarto, realizamos un estudio empírico sobre una muestra de empresas familiares y de empresas no familiares de la provincia de Jaén, tratando de determinar si existe o no diferencia en el comportamiento financiero de unas y otras. Comenzamos este capítulo con una explicación detallada del proceso seguido para obtener los datos, seguida de una descripción de la muestra de empresas objeto de estudio. Seguidamente, apoyándonos en la teoría sobre la estructura financiera presentada en el capítulo tres, presentamos los dos modelos en los que se basa nuestro estudio y que nos permitirán formular las hipótesis que pretendemos contrastar. Asimismo, presentamos detalladamente las variables que utilizamos para realizar el estudio empírico. A continuación, tras la aplicación de un modelo de regresión estimado a través del procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios aplicado a cada una de las teorías que se pretende contrastar, presentamos y analizamos los resultados obtenidos.

Finalizamos la tesis doctoral con un último capítulo en el que exponemos las conclusiones más importantes obtenidas con el desarrollo de este trabajo de investigación.

Abstract

The objective of this doctoral thesis is to analyze the financial behaviour of a 378-SMEs sample taken from the province of Jaén, to determine if their familiar or non-familiar character has any type of influence on the above mentioned behaviour.

After posing the main objectives of this thesis in the first chapter, the second one presents an exhaustive revision of the literature on the family firm concept and, as a result, the definition which delimitates the object under study in this dissertation is described. Then, the characteristics of family firms that are believed to determine their particular behaviour, if compared to other types of firms, are shown. For example, the close relation between the family and the firm in the type of business analyses is the main problem from which the other ones derive. To end with this chapter, some conclusions on studies carried out on the main financial characteristics of family firms are drawn.

Chapter three deals with the evolution undergone by finance economy from, approximately, sixty years, as far as capital structure is concerned. Two of these main theories, trade off and pecking order, are then explained, as they lay the foundations for the empirical study presented. Finally, the variables usually related with the literature on capital structure are also examined.

Chapter four offers the empirical study. A sample of family and non-family firms in the province of Jaén is analyzed to find out if there is any difference in their behaviour. First, we explain the procedure chosen to recollect data and provide a description of the sample under study. Second, a further analysis of the two theories chosen, trade-off and pecking order, is provided to formulate the main hypotheses in this thesis. Similarly, the variables taken into account are also described. Finally, the results obtained by means of the statistical model used to analyze the data, regression model through ordinary least square procedure, cast light on the real situation of firms in the province of Jaén. The most relevant conclusions of this piece of research can be found in chapter five.



UNIVERSIDAD DE JAÉN

EVIDENCIA EMPÍRICA DE
LA ESTRUCTURA
FINANCIERA DE LA
PEQUEÑA Y MEDIANA
EMPRESA FAMILIAR

SONIA SÁNCHEZ ANDÚJAR

tesis doctoral

A mis padres, Vicente y María

A Laure, Jaime y Yago

Agradecimientos

Quisiera dedicar unas palabras de agradecimiento a algunas de las personas que nos han prestado su colaboración y apoyo desinteresado, para que la conclusión de esta tesis sea hoy una realidad.

En primer lugar, a José López, el director de esta tesis, por la dedicación, por los consejos, por las enseñanzas y por la amabilidad, que desde el principio me ha ofrecido. Quisiera destacar, especialmente, su forma honesta de trabajar. Con él he contraído una deuda que difícilmente quedará saldada.

En segundo lugar, de forma general, a todos los miembros del Departamento de Administración de Empresas, Contabilidad y Sociología, por los ánimos y apoyo recibidos. Especialmente, a su directora María Jesús Hernández; a Manuel Carlos Vallejo, porque con él me inicié en la investigación sobre la empresa familiar y, en esa materia, ha sido mi guía; a Manuel Cano, porque me ha sacado de muchos apuros estadísticos e informáticos y siempre ha estado disponible y a mi amiga Guadalupe Fuentes, por lo que hemos pasado juntas desde su incorporación a la universidad.

A Rosa Fernández, del Departamento de Estadística e Investigación Operativa, porque desinteresadamente me ha dedicado incontables horas; creo que sin su ayuda este trabajo no se podría haber realizado.

Por último, a mi padre, Vicente, porque sin su insistencia, quizá nunca habría concluido este trabajo. Y a mi madre, María, por su apoyo y ánimo infinitos. A los dos gracias por todo. A mis hermanos, por el interés con el que han seguido mi trabajo.

A Laure, porque ha vivido muy de cerca la realización de esta tesis y, por tanto, ha soportado las muchas consecuencias negativas que de ella se derivan. Siempre creyó que este trabajo se finalizaría algún día, a pesar de las veces que esto peligró. A Jaime y Yago, por todo el tiempo que no les he dedicado. A los tres intentaré recompensarlos.

*"Hay dos clases de empresarios,
los que piensan que el genio es hereditario
y los que no tienen hijos"*

Donckels y Lambrecht, 1999.

Índice

Capítulo I: Introducción	12
1 Introducción	13
2 Objetivos y estructura de la investigación	14
2.1 Objetivos	14
2.2 Estructura de la investigación	15
Capítulo II: Empresa familiar: Concepto, naturaleza y comportamiento financiero	17
1 Introducción	18
2 La empresa familiar como entidad	19
2.1 El papel de la empresa familiar en la economía	19
2.2 Periodo de vida de la empresa familiar	24
3 Estado de la cuestión sobre la investigación de la empresa familiar	26
4 Concepto de empresa familiar	32
4.1 Definiciones centradas en una sola característica	34
4.1.1 Definiciones centradas en la propiedad	34
4.1.2 Definiciones centradas en la dirección	35
4.1.3 Definiciones centradas en la posibilidad de un relevo generacional	36
4.2 Definiciones centradas en varias características	38
5 La naturaleza de la empresa familiar	43
6 Proceso evolutivo de la empresa familiar	49
7 Antecedentes de investigación sobre las finanzas de la empresa familiar .	50
7.1 Orientación hacia el largo plazo de las empresas familiares	51
7.2 Grado de profesionalización de los directivos financieros y conexión existente entre las finanzas familiares y las empresariales	52
7.3 Nivel de endeudamiento	55

8 Resumen	58
Capítulo III: La estructura financiera de la empresa: Estado de la cuestión	62
1 Introducción	63
2 Fundamentos teóricos clásicos sobre la estructura financiera de la empresa	64
2.1 Los impuestos	66
2.2 Los costes de agencia	67
2.3 Los costes de quiebra	70
2.4 Las asimetrías de información	71
3 Teoría de equilibrio financiero (static tradeoff) y teoría de jerarquía de preferencias (pecking order)	73
3.1 Teoría de equilibrio financiero (static tradeoff)	73
3.2 Teoría de jerarquía de preferencias (pecking order)	75
3.3 La teoría de equilibrio financiero frente a la teoría de jerarquía de preferencias	77
4 Factores determinantes de la estructura financiera de la empresa	82
4.1 Rentabilidad	83
4.2 Grado de crecimiento y riesgo. Oportunidades de crecimiento	84
4.3 Garantías Colaterales	86
4.4 Influencia de los directivos	87
4.5 Tamaño empresarial	88
4.6 Edad de la empresa	91
4.7 Fiscalidad	93
5 Resumen	94
Capítulo IV: Estudio empírico	96
1 Introducción	97
2 Fuentes estadísticas y datos obtenidos	98
3 Descripción de la muestra	99
4 Modelos e hipótesis	106
4.1 Teoría de equilibrio estático	106
4.2 Teoría de jerarquía de preferencias	108
4.3 Carácter familiar de las empresas	110
5 Variables	111

5.1 Modelo de equilibrio estático	111
5.2 Modelo de jerarquía de preferencias	113
6 Análisis de resultados	118
6.1 Metodología	118
6.2 Resultados obtenidos	119
6.3 Análisis de resultados	120
6.3.1 Teoría de equilibrio estático	121
6.3.2 Teoría de jerarquía de preferencias	122
7 Resumen	123
Capítulo V: Conclusiones	126
1 Conclusiones	127
2 Limitaciones	131
3 Futuras líneas de investigación	132
Anexo	133
Cuestionario directorio empresas familiares	134
Bibliografía	136

Índice de tablas

Tabla 2.1: Prevalencia internacional de la empresa familiar	22
Tabla 2.2: Participación de la empresa familiar por tamaños en el sector manufacturero español.....	23
Tabla 2.3: Distribución, por tamaño, de la empresa familiar manufacturera española	24
Tabla 2.4: Expectativas de vida de la empresa familiar en el periodo 1924-1984	25
Tabla 2.5: Distribución de empresas familiares españolas según la generación al frente del negocio.....	25
Tabla 2.6: Investigación en empresa familiar.....	26
Tabla 4.1:	
Panel A: Distribución de empresas por sectores de actividad	101
Panel B: Distribución de empresas familiares y no familiares por sectores de actividad	101
Tabla 4.2:	
Panel A: Distribución de empresas por intervalos de edad	103
Panel B: Distribución de empresas por intervalos de ventas netas	104
Panel C: Distribución de empresas por intervalos de activo total	105
Tabla 4.3: Relación de variables explicativas utilizadas para contrastar la teoría de equilibrio estático	113
Tabla 4.4: Determinación de los valores de la variable discreta <i>necesidad de fondos</i>	114
Tabla 4.5: Relación de variables explicativas utilizadas para contrastar la teoría de jerarquía de preferencias	115

Tabla 4.6: Estadísticos descriptivos de las variables:	
Panel A: Variable dependiente	116
Panel B: Teoría de equilibrio estático. Variables explicativas	116
Panel C: Teoría de jerarquía de preferencias. Variables explicativas	116
Tabla 4.7:	
Panel A: Matriz de correlación de Pearson. Variables que intervienen en el contraste de la teoría de equilibrio estático	117
Panel B: Matriz de correlación de Pearson. Variables que intervienen en el contraste de la teoría de jerarquía de preferencias	118
Tabla 4.8:	
Panel A: Estimación MCO del modelo de equilibrio estático	119
Panel B: Estimación MCO del modelo de jerarquía de preferencias	119
Tabla 4.9: Estimación MCO del modelo de jerarquía de preferencias. Casos particulares	120
Tabla 4.10: Resumen del contraste de hipótesis	
Panel A: Teoría de equilibrio estático	121
Panel B: Teoría de jerarquía de preferencias	121

Índice de figuras

Figura 2.1: Sistema de los tres círculos	46
Figura 3.1: Relación entre el endeudamiento y el valor de la empresa, según Modigliani y Miller, 1958	65
Figura 3.2: Relación entre el endeudamiento y el valor de la empresa, según Modigliani y Miller, 1963, al considerar los impuestos	66
Figura 3.3: Relación entre el valor de la empresa y el nivel de endeudamiento, una vez introducidos los impuestos y los costes de quiebra	74
Figura 4.1: Distribución de empresas por sectores de actividad	102
Figura 4.2: Distribución de empresas por intervalos de edad	103
Figura 4.3: Distribución de empresas por volumen de ventas netas	104
Figura 4.4: Distribución de empresas por intervalos de activo total	105

Capítulo I: Introducción

1. INTRODUCCIÓN

Es ampliamente conocido que la empresa familiar es una fuente muy importante de riqueza y empleo para la economía internacional. Su consideración como materia de estudio y análisis ha ido creciendo a lo largo de los años, a medida que se ha tomado conciencia de su relevancia en el tejido industrial de cualquier país.

Desde nuestro primer contacto con la realidad de la empresa familiar hacia el año 1998, debido a que diversos compañeros del Departamento de Administración de Empresas, Contabilidad y Sociología de la Universidad de Jaén se estaban dedicando a su estudio desde distintos enfoques, despertó especial interés y curiosidad en nosotros, lo que nos indujo a buscar un mayor conocimiento sobre la misma.

Observamos, que una gran parte de las publicaciones que hablaban de la empresa familiar, no dejaban de ser meros anecdóticos; mucho más si tratábamos de buscar información sobre el comportamiento financiero de las mismas. Encontramos una serie de ideas que nos llamaban especialmente la atención, ya que queríamos conocer qué había de cierto en esas opiniones. Así, oímos y/o leímos frases del tipo:

- Las empresas familiares tienen problemas para obtener financiación vía créditos
- Las empresas familiares rechazan el endeudamiento
- Las empresas familiares eluden ampliar capital para evitar intromisiones en su negocio
- Las empresas familiares no tienen diferenciado su patrimonio con el de la familia
- Las empresas familiares tienen una gestión menos profesionalizada que las no familiares
- Las empresas familiares tienen una vida inferior a las no familiares
- Etc..

Debido a la ausencia de información sobre la población de empresas familiares en España y, más concretamente, en Andalucía, el grupo de investigación *Organización Jaén*, SEG 232, de la Universidad de Jaén, con el que hemos colaborado en todas las cuestiones referentes al estudio de la empresa familiar, se planteó la realización de un directorio que contuviera datos sobre el porcentaje de empresas familiares existentes en nuestra comunidad, comenzando su elaboración por la provincia de Jaén. Así, en el año 2000 contábamos con un amplio listado de empresas ubicadas en esta provincia, delimitadas por su carácter familiar. Por tanto, ya disponíamos de la muestra de empresas sobre la que poder realizar nuestro estudio.

Paralelamente, entramos en contacto con el Dr. López Gracia de la Universitat de València, que estaba dedicando parte de su labor investigadora al estudio de la estructura financiera de la empresa. Esto, unido al hecho de que hemos dedicado la mayor parte de nuestro trabajo como docentes en la universidad a materias de finanzas corporativas, nos motivó a elegir el tema que sería objeto de estudio en la tesis doctoral.

La presente tesis doctoral, por tanto, tiene como finalidad analizar el comportamiento financiero de una muestra de pymes de la provincia de Jaén, tratando de detectar si el carácter familiar o no de las empresas tiene influencia sobre el mismo. Con tal finalidad, se hace necesario abordar, por un lado, el concepto y las características de la empresa familiar, para conocer el tipo de organización que analizamos y para justificar por qué buscamos diferencias entre estas empresas y las no familiares. Por otro lado, abordaremos los fundamentos de la estructura financiera de la empresa, como punto de apoyo para estudiar el comportamiento financiero de ambos tipos de organizaciones.

A continuación, abordamos los objetivos perseguidos con la elaboración de esta tesis doctoral y la exposición del procedimiento seguido para su consecución.

2. OBJETIVOS Y ESTRUCTURA DE LA INVESTIGACIÓN

2.1 Objetivos

Con el desarrollo de la presente tesis doctoral, nos proponemos, en primer lugar, justificar la importancia que la empresa familiar tiene sobre la economía de cualquier país. Además, queremos estudiar la naturaleza de las empresas familiares y analizar sus diferencias con el resto de empresas, con especial atención a los aspectos financieros de unas y otras. También, nos proponemos presentar una definición particular de empresa familiar como base para clasificar las empresas objeto de estudio en familiares y no familiares.

En segundo lugar, pretendemos analizar el estado de la cuestión acerca de los determinantes de la estructura financiera de la empresa, con especial énfasis en la empresa familiar. Con ello, veremos cómo ha evolucionado la economía financiera en este terreno y seleccionaremos las teorías en las que nos vamos a apoyar para estudiar el comportamiento financiero de la empresa familiar.

Para finalizar, enlazando los dos campos analizados anteriormente, y tras la realización de un estudio empírico sobre un conjunto de pymes de la provincia de Jaén, pretendemos conocer cómo se comportan las empresas de nuestra muestra al tomar sus decisiones sobre financiación y si el carácter familiar de las mismas tiene influencia sobre dicho comportamiento.

2.2 Estructura de la investigación

En la mayor parte de las investigaciones realizadas hasta ahora sobre empresa familiar, es frecuente encontrar una clara presentación de los resultados obtenidos, pero rara vez se detalla cuál ha sido la metodología utilizada para lograr los objetivos de la investigación. Además, en aquellos casos en los que se especifica la metodología, se hace de manera tan simple y tan insuficientemente detallada, que ha conducido a conclusiones y generalizaciones erróneas.

Para llevar a cabo cualquier investigación científica con rigor, es necesario empezar acotando claramente qué vamos a entender por empresa familiar. Hemos de tener en cuenta, a tenor de la existente variedad de posibilidades y, por tanto, de definiciones de empresa familiar recogidas en la literatura, que en función de cuál sea el criterio de definición por el que finalmente nos decantemos, contaremos, casi con toda seguridad, con una población de empresas distinta. Por ello, dedicaremos gran parte del capítulo segundo de este trabajo de investigación, tras una revisión exhaustiva de la literatura existente relativa al concepto de empresa familiar, a delimitar la definición que utilizaremos para determinar la muestra objeto de estudio. Para ello, proponemos una definición propia, que será la que utilizemos para clasificar en familiares y no familiares las empresas de nuestra muestra.

A continuación, exponemos las características básicas de la empresa familiar que, a nuestro entender, justifican un comportamiento distinto al resto de empresas; para ello, nos centramos en el solapamiento existente entre la empresa y la familia. Por último, aportamos las conclusiones de algunos estudios realizados sobre la naturaleza financiera de la empresa familiar. Este segundo capítulo es esencial para entender por qué consideramos el hecho de ser familiar o no, un aspecto que

podría influir sobre la estructura financiera que adopta una empresa. La inmensa mayoría de los estudios sobre este tema datan de finales de los noventa.

En el capítulo tres, exponemos la evolución sufrida por la economía financiera, a lo largo de los años, en el terreno de la estructura de capital. En primer lugar, tratamos los fundamentos teóricos clásicos en los que se ha basado el desarrollo de la teoría financiera. A continuación, desarrollamos la teoría de equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias, ya que son las que servirán de base para el estudio empírico que realizaremos. Finalizamos el capítulo tercero con la presentación de las variables que con más frecuencia se han relacionado en la literatura con la estructura financiera de la empresa. Estas variables servirán como base de los modelos empíricos que posteriormente serán estimados.

En el capítulo cuarto de la presente tesis doctoral, realizamos un estudio empírico sobre una muestra de empresas familiares y de empresas no familiares de la provincia de Jaén, tratando de determinar si existe o no diferencia en el comportamiento financiero de unas y otras. Limitamos el estudio a la provincia de Jaén porque consideramos básico, para obtener conclusiones fiables, que la diferenciación entre empresas familiares y no familiares se haya realizado de forma estricta y precisa. De esta provincia, como expondremos más adelante, tenemos datos obtenidos con rigurosidad.

Comenzamos este capítulo cuarto, con una explicación detallada del proceso seguido para obtener los datos, seguida de una descripción de la muestra de empresas objeto de estudio. Estos dos pasos los consideramos fundamentales, ya que como hemos comentado anteriormente, uno de los problemas encontrados en la literatura sobre empresa familiar, es que no resulta sencillo conocer el tipo de empresas sobre las que se ha realizado el estudio y, por tanto, la comprensión de los resultados extraídos no es completa.

Seguidamente, apoyándonos en la teoría sobre la estructura financiera presentada en el capítulo tres, presentamos los dos modelos en los que se basa nuestro estudio y que nos permitirán formular las hipótesis que pretendemos contrastar; éstos son el modelo de jerarquía de preferencias y el modelo de equilibrio estático. Asimismo, presentamos detalladamente las variables que utilizamos para realizar el estudio empírico.

A continuación, tras una descripción de la metodología utilizada en el análisis de la información, presentamos y analizamos los resultados obtenidos. Finalizamos la tesis doctoral con un último capítulo en el que exponemos las conclusiones más importantes obtenidas con el desarrollo de este trabajo de investigación.

Capítulo II: Empresa familiar: Concepto, naturaleza y comportamiento financiero

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo aborda el análisis de la empresa familiar. Nuestra intención es estudiar si las empresas familiares tienen una naturaleza implícita diferente a la de las empresas no familiares y comprobar, por tanto, si existe diferencia entre el comportamiento y la evolución de unas y otras. Además, es importante conocer la relevancia de la empresa familiar en la economía de cualquier país.

Tras una extensa revisión de la literatura existente en torno a la empresa familiar, hemos seleccionado algunos temas, que creemos son suficientes para justificar la relevancia de este tipo de organizaciones. Así, en la sección segunda, mostramos la toma de conciencia de la empresa familiar como entidad y ofrecemos datos sobre el papel que ésta representa en la economía mundial y, más concretamente, nos centramos en el sector manufacturero español. Además, analizamos las expectativas de vida de este tipo de entidades. En la sección tres, revisamos los distintos aspectos de la empresa familiar sobre los que los investigadores han centrado su atención.

La cuarta sección la hemos dedicado a definir qué entendemos por carácter familiar de una empresa, asumiendo que todavía no existe unanimidad en la comunidad científica en torno a cuáles son los factores que delimitan este concepto. No obstante, han sido múltiples las aportaciones que se han sucedido a lo largo de los años. En la sección cinco, analizamos la naturaleza de la empresa familiar, tratando de conocer su idiosincrasia. La sección sexta aborda el proceso evolutivo de la empresa familiar y la séptima, los temas financieros que se han analizado a lo largo de los años.

Ya que son muchos y muy diversos los temas tratados en este capítulo, en una última sección realizamos una síntesis de las ideas básicas analizadas.

2. LA EMPRESA FAMILIAR COMO ENTIDAD

2.1 El papel de la empresa familiar en la economía

Hasta fechas muy recientes, la empresa familiar no había despertado el interés de la comunidad científica como objeto de investigación. Esta falta de interés por las empresas familiares tiene como razones fundamentales las siguientes:

- 1 A pesar de la importancia que las empresas familiares tienen en las economías desarrolladas, la mayor parte de la comunidad científica opina que la propiedad de las empresas en manos de una familia no dura mucho tiempo. El auge de estas empresas, además, se produce a medida que las familias que las controlan van perdiendo el dominio del capital de las mismas y, por tanto, su poder e influencia sobre la gestión, dando lugar a una evolución clara hacia una gestión profesionalizada.
- 2 Los investigadores encuentran difícil estudiar de forma simultánea la familia y la empresa ya que, desde un punto de vista académico, son expertos conocedores de uno de los campos, no de los dos, como requeriría la investigación de este tipo de empresas. A menudo, las normas de funcionamiento del negocio provocan comportamientos excesivamente burocratizados entre los miembros de la organización, tendentes a ocultar o a no facilitar información suficiente para conocer la influencia de las relaciones familiares. De manera análoga, las normas familiares pueden conducir a los miembros de la familia a no dar pruebas del impacto que el negocio tiene sobre el comportamiento de la familia. Esta situación dificulta enormemente que se pueda lograr información fiable a cerca de los vínculos familia-empresa.
- 3 La convicción generalizada de que el trabajo y la familia son dos mundos totalmente separados e independientes institucionalmente. Por ello, es probable que, ni los investigadores de gestión empresarial, ni los de la familia, se decidan a investigar asuntos propios del campo de estudio de los otros. Tampoco es de esperar que lleguen a interesarse por las relaciones entre ambos, incluso cuando el objeto de estudio es una organización como la empresa familiar en la que existe un claro solapamiento entre ambos campos (Lansberg, 1983). Así pues, el compromiso ideológico de carácter tácito asumido por la mayor parte de los investigadores, en torno a que las consideraciones relativas a la eficiencia y la racionalidad burocrática deberían predominar en el trabajo, les ha conducido a ignorar cómo influye la dinámica de la familia propietaria en el comportamiento organizacional.

Sin embargo, algunos cambios importantes que se han venido produciendo recientemente, han despertado la sensibilidad hacia este tipo de empresas, provocando una toma de conciencia generalizada por los problemas que les afectan. Este proceso se inició en los Estados Unidos de América, tras comprobar que existía un número importante de propietarios de empresas que debían afrontar los problemas derivados del relevo generacional y el retiro (Sonnenfeld, 1986). Este interés por la empresa familiar tuvo su primera concreción en el nacimiento del Instituto de la Empresa Familiar en los Estados Unidos que, a parte de poner en marcha la publicación de la "Revista de la empresa familiar", ha contribuido de manera firme a este proceso de concienciación.

Pero, ¿por qué este interés por la empresa familiar?, ¿Cuál es su punto de arranque? La respuesta a estas preguntas hemos de buscarla en la información que aportan las principales macromagnitudes económicas. A poco que revisemos los principales indicadores económicos hallaremos respuesta, si bien habría que matizar que, aunque los resultados puedan ser distintos según las fuentes consultadas, las conclusiones que se pueden extraer del análisis de cualquiera de ellos son semejantes. Así, el hecho de que una considerable proporción de las iniciativas empresariales de los países desarrollados, aproximadamente entre el 70 y el 90 por 100, cobren vida bajo la fórmula de empresa familiar (Amat, 2000), pone de manifiesto el elevado peso que tienen dentro del contexto económico mundial y, por ende, en el nacional, regional, etc. También, podemos constatar su importancia observando el desglose de algunos indicadores económicos significativos.

Es relevante mencionar que en torno al 95 por cien de las empresas de los Estados Unidos son de propiedad familiar y que, si bien una proporción importante de ellas son pequeñas empresas, 175 de las pertenecientes a la clasificación "Fortune 500" son de naturaleza familiar. Además, este tipo de empresas genera casi la mitad del Producto Nacional Bruto de los Estados Unidos y casi la mitad de los salarios pagados en este país. Sin lugar a dudas, la empresa familiar es el tipo predominante de organización empresarial en la economía moderna (Ward, 1987 y Dyer, 1986). Davis (1983) señala que las empresas familiares suponían el 40 por cien del total de empresas más grandes de Estados Unidos, llegando al 98 por cien cuando se tenía en cuenta el número total de empresas que existía entonces en el país.

Stoy Hayward y la London Business School (1990) estimaron que el 76% de las 8.000 principales compañías del Reino Unido eran de propiedad y control familiar (Smyrniotis *et al*, 1998). En Francia, la pequeña empresa familiar representa el 45% del valor global añadido de su economía (Mahéroul, 2000)

Como ya comentaremos en varias ocasiones a lo largo del desarrollo de esta tesis doctoral, uno de los problemas que presenta la investigación sobre la empresa

familiar es la falta de una definición unánime sobre este tipo de organizaciones. No obstante, ha habido numerosos intentos por lograr una definición adecuada, al menos para ofrecer datos demográficos sobre la contribución de la empresa familiar a la economía general de cualquier país. En esta línea, la Academia Internacional de Investigación sobre la Empresa Familiar¹ (2003) ha hecho un importante esfuerzo por recopilar información sobre la representación de la empresa familiar en distintos países y su contribución a algunos indicadores económicos de los mismos. Para ello, ha enviado un cuestionario a diferentes investigadores sobre empresa familiar de distintos países. La información recogida tras la elaboración de este estudio, se presenta en la tabla 2.1.

Aunque los datos que recoge esta tabla son tan sólo aproximados, nos dan una idea general sobre la importancia de la empresa familiar en los distintos países. En España, las empresas familiares suponen entre el 65 y el 80 por 100 del total de empresas (con una media de facturación algo superior a un millón doscientos mil euros anuales), entre el 50 y el 65 por 100 del PIB (con un mínimo de 156.263 millones de euros sobre un total de 306.516 millones) y el 59 por 100 de las exportaciones. Además, dan ocupación al 65 por 100 de la población activa española (8.450.000 sobre un total de 13.000.000 de personas) (Amat, 2000).

Los resultados del análisis realizado por Casado *et al* (1997), acerca de la información proporcionada por la encuesta sobre estrategias empresariales (ESEE), relativa al sector manufacturero español, que presentamos en la tabla 2.2, no son más que una confirmación de lo que venimos afirmando.

¹ Internacional Family Enterprise Research Academy (IFERA)

Tabla 2.1: Prevalencia internacional de la empresa familiar

País	Definición Empresa familiar*	Calidad de los datos**	% empresas familiares	% Producto Nacional Bruto	% Empleo empresas familiares	Nº de trabajadores		
						1-100	100-500	>500
NORTE Y SUR AMÉRICA Y CANADÁ								
Argentina***	Amplia	ES	65			90%	70%	40%
Brasil	Media	ES	90	65		95%	90%	50%
Chile	Amplia	ES	75	50-70				
Canadá	Amplia	ES		45				
USA	Amplia	NRS	96	40	60			
EUROPA								
Bélgica***	Estrecha	NRS	70	55		70%	45%	35%
Chipre***	Amplia	NRS	80					
Dinamarca***	Media	ES		45				
Finlandia	Estrecha	RS	80	40-45		90%	55%	35%
Francia	Amplia	NRS	>60	>60	45			
Alemania	Media	RS	60	55	58	90.000	60.400	33.000
Grecia***	Amplia	NRS	80					
Islandia	Amplia	ES		47		99%	1%	
Irlanda	Media	ES			40-50			
Italia	Amplia	NRS	93		79	3.508.000	13.000	
Holanda	Estrecha	NRS	74	54	43	77%	47%	
Polonia***	Amplia	ES	50-80	35		25-45%	15-25%	10%
Portugal	Amplia	NRS	70	60				
España	Estrecha	NRS	75	65				
Suecia	Estrecha	RS	79			54%	48%	26%
Reino Unido	Media	NRS	70		>50			
AUSTRALIA								
Australia	Estrecha	RS	75	50	50			
ASIA								
India	Amplia	ES		65	75			
Indonesia	Amplia	RS		82				
AFRICA	No existen datos disponibles							

*Hay tres categorías de definición (Shanker y Astrachan, 1996):

- Amplia: Se pretende que el control efectivo sobre la dirección estratégica se mantenga en la familia; poca implicación familiar directa
- Media: Fundadores/descendientes manejan el negocio; control legal sobre los derechos de voto; alguna implicación familiar
- Estrecha: Múltiples generaciones; la familia está envuelta directamente en la gestión y en la propiedad de la empresa familiar; más de un propietario miembro de la familia tiene responsabilidad significativa sobre la dirección; bastante implicación familiar.

**Estimados (ES), extrapolaciones (EP), muestras no representativas (NRS), muestras representativas (RS).

***Son estimaciones o extrapolaciones hechas por la persona que responde al cuestionario. Sin embargo, no hay referencia sobre si las publicaciones mencionan esas cifras.

Fuente: Internacional Family Enterprise Research Academy, 2003

Tabla 2.2: Participación de la empresa familiar por tamaño en el sector manufacturero español

SUBSECTORES MANUFACTUREROS	% empresas familiares sobre el total	% empresas familiares <200 empleados	% empresas familiares >200 empleados
<i>Metales férricos y no férricos</i>	60,10	66,70	3,70
<i>Productos minerales no metálicos</i>	55,50	55,70	16,30
<i>Productos químicos</i>	45,70	40,10	11,10
<i>Productos metálicos</i>	62,30	58,30	18,80
<i>Maquinaria agrícola e industrial</i>	50,10	50,00	16,20
<i>Instrumentos de precisión y procesamiento de datos</i>	25,30	28,60	0,00
<i>Material eléctrico</i>	54,30	47,80	11,20
<i>Vehículos automóbiles y accesorios</i>	25,30	26,70	8,30
<i>Otro material de transporte</i>	40,80	44,40	13,00
<i>Productos cárnicos</i>	52,00	50,00	40,00
<i>Alimentación y tabaco</i>	55,00	56,80	25,00
<i>Bebidas</i>	43,20	44,40	19,40
<i>Textil y vestido</i>	61,30	62,70	35,50
<i>Cuero, piel y calzado</i>	52,00	53,70	37,50
<i>Madera y corcho</i>	59,90	71,90	25,0
<i>Papel y artes gráficas</i>	55,80	56,60	9,8
<i>Productos de caucho y plástico</i>	50,30	52,30	15,20
<i>Otros productos manufacturados</i>	64,50	65,50	33,30
TOTAL	56,80		

Fuente: Casado *et al*, 1997

Así, la proporción de empresas familiares en los distintos subsectores del sector manufacturero español, es superior al 50 por cien, salvo en los casos de los subsectores de "productos químicos", "instrumentos de precisión y procesamiento de datos", "vehículos automóbiles y accesorios", "otro material de transporte" y "bebidas". No obstante, al analizar dichos subsectores y utilizar como medida del

tamaño de las empresas el número de empleados, observamos que la presencia de empresas familiares es menor, de forma generalizada, si limitamos el análisis sectorial a empresas que cuentan con una plantilla superior a 200 empleados (véase tabla 2.2).

La información aportada en la tabla 2.2, junto a la que presentamos en la tabla 2.3, nos permite afirmar que la empresa familiar manufacturera española no es de gran dimensión, a pesar de su importancia. Previamente, Gallo y Estapé (1993) habían llegado a conclusiones similares, al encontrar que entre las 1.000 empresas españolas de mayor dimensión, en el año 1989, solamente el 17 por cien eran familiares. Otros estudios que confirman la poca presencia de la empresa familiar en el grupo de las grandes empresas españolas son los de Gallo y García Pont (1989), Galve y Salas (1993) y Merino y Salas (1993).

Tabla 2.3: Distribución, por tamaño, de la empresa familiar manufacturera española

Número de empleados	% de empresas familiares
<i>De 10 a 50</i>	61,65
<i>De 51 a 200</i>	35,59
<i>Más de 200</i>	17,10

Fuente: Adaptado de Casado *et al*, 1997

2.2 Periodo de vida de la empresa familiar

El logro de la supervivencia resulta ser el reto más importante al que se han de enfrentar los propietarios de un negocio familiar, ya que muchas de estas empresas desaparecen porque fracasa el proceso sucesorio o de relevo generacional. En este sentido, si bien podemos encontrar que las cifras que muestran los distintos estudios no son exactamente las mismas, sí que coinciden en evidenciar el alto índice de mortalidad de las empresas familiares. Así, mientras que Poe (1980) señala que solamente un tercio de estas empresas sobrevive al primer relevo generacional, Ward (1987) dice que son menos de dos tercios las que sobreviven a la segunda generación y que sólo un 13% perdura más allá de la tercera. Ward (1987) obtuvo sus conclusiones de un estudio realizado sobre la evolución de 200 empresas familiares manufactureras de los Estados Unidos, en el período comprendido entre los años 1924-1984.

Todas las empresas estudiadas contaban con un número de empleados igual o superior a 20 y su existencia se remontaba al menos a 5 años antes a 1924. En la tabla 2.4 mostramos los resultados que obtuvo.

Tabla 2.4: Expectativas de vida de la empresa familiar en el periodo 1924-1984

EMPRESAS QUE NO HAN SOBREVIVIDO: 80%	• Sobrevivieron entre 0 y 29 años: 33%	
	• Sobrevivieron entre 30 y 59 años: 35%	
	• Sobrevivieron entre 60 y 89 años: 16%	
	• Sobrevivieron 90 o más años: 16%	
EMPRESAS INDEPENDIENTES QUE SOBREVIVEN CON EL MISMO NOMBRE: 20%	• Fueron vendidas totalmente a personas ajenas a la familia: 25%	
	• Se admitió la participación de capital no familiar, de forma que nunca más fueron controladas por la familia fundadora: 10%	
	• Están todavía controladas por la misma familia que en 1924: 65%	• Crecieron de forma significativa: 23,1%
		• No crecieron: 23,1%
	• Entraron en declive: 53,8%	

Fuente: Adaptado de Ward, 1987

En relación a la voluntad de continuidad de la empresa como entidad familiar, un estudio de 3I Europe revela que, en España, el 87 por cien de los propietarios que planifican su sucesión, esperan que la dirección de la empresa y su propiedad se mantenga bajo la órbita de la familia, mientras que sólo el 13 por cien contempla su venta (Amat, 2000).

Como sabemos, este planteamiento da lugar a una clasificación de las empresas familiares atendiendo a la generación que se halle al frente del negocio. En la tabla 2.5, tomando como base los resultados del estudio 3I Europe, mostramos la distribución de las empresas familiares españolas según la generación al frente de la misma.

Tabla 2.5: Distribución de empresas familiares españolas según la generación al frente del negocio

• Empresas controladas por la primera generación	61%
• Empresas controladas por la segunda generación	24%
• Empresas controladas por la tercera generación	9%
• Empresas controladas por la cuarta o posteriores generaciones	6%

Fuente: Amat, 2000

3. ESTADO DE LA CUESTIÓN SOBRE LA INVESTIGACIÓN EN TORNO A LA EMPRESA FAMILIAR

A pesar del destacado papel desempeñado por las empresas familiares en la sociedad contemporánea (Danco, 1980; Alcorn, 1982; Beckhard y Dyer, 1983a, 1983b; Stern, 1986; Casado *et al*, 1997 y Amat, 2000), la investigación en torno a ellas es relativamente reciente, puesto que los estudios realizados acerca de la empresa familiar anteriores a 1975 han sido muy escasos (Handler, 1989).

Christensen (1953), Donnelley (1964) y Levinson (1971) fueron quienes, del reducido número de autores interesados en la investigación sobre la empresa familiar, aportaron resultados relevantes en esa época. Desde entonces, la investigación, prácticamente centrada en el solapamiento de la familia y el negocio (Miller y Rice, 1967) y en los conflictos que esta situación genera, se ha diversificado bastante dando lugar a nuevas áreas o líneas de investigación (Handler, 1989).

Aunque la empresa familiar ha existido desde hace cientos de años, su estudio no se ha reconocido como una disciplina académica separada hasta los noventa. En los primeros años en los que se abordó el tema de la empresa familiar (antes de los ochenta), se hizo desde el terreno de la sociología y, posteriormente, en el de la dirección de las pequeñas empresas; de forma que ni uno ni otro permitieron a la empresa familiar desarrollarse como una disciplina particular. Esto es, la investigación sobre la empresa familiar “tomaba prestados” principios que no eran propios (Bird *et al*, 2002).

Si bien ha habido contribuciones desde diferentes disciplinas al campo de la empresa familiar, la falta de una estructura teórica unificada ha provocado que este campo no haya evolucionado de forma rápida y ello a pesar de que las contribuciones desde diferentes disciplinas científicas no han parado de sucederse (Wortman, 1994). En la tabla 2.6 puede verse una tipología de los distintos aspectos sobre los que ha versado la investigación en empresa familiar, así como algunas de las contribuciones teóricas y/o empíricas más relevantes habidas hasta la fecha.

Tabla 2.6: Investigación en empresa familiar

CAMPO	APORTACIONES
1. Componentes teóricos	
A. Fundamentos empresa familiar	
A.1. Explicativos	-Whatmore <i>et al</i> (1987); Churchill y Hatten (1987); Hollander y Elman (1988); Dreux (1990); Kepner (1991); Whiteside y Brown (1991) ; Dyer y Handler (1994).
A.2. Administración	
üTeoría de la organización	
üComportamiento organizacional	-Dyer (1994)

iiAspectos sociales de la dirección	-Baker y Wiseman (1998)
A.3. Teoría de sistemas	
A.4. Ciencias Políticas	-Pistrui <i>et al</i> (1997).
A.5. Economía	-Gallo y Estapé (1996)
iiOrganización industrial	
A.6. Ciencias del comportamiento	
iiPsicología	-Dyer (1994); Matthews <i>et al</i> (1994); Davis y Herrera (1998)
iiSociología	-Barkhatova <i>et al</i> (2001)
iiDerecho	-Carrera y Souza (1984); Bradley (1985); Quinn (1988); Karjala (1989); Shishido (1990); Krasnow y Wolkoff (1998); Everett <i>et al</i> (2001)
B. Teorías sobre empresa familiar	-Davis y Stern (1980); Whatmore <i>et al</i> (1987); Handler (1989); Riordan y Riordan (1993); Stafford <i>et al</i> (1999); Gómez-Mejía <i>et al</i> (2001); Schulze <i>et al</i> (2001); Danes <i>et al</i> (2002); Stewart (2003); Peredo (2003); Chua <i>et al</i> (2003)
C. Definición de empresa familiar	-Litz (1995); Heck y Scannell (1999); Chua <i>et al</i> (1999); Astrachan <i>et al</i> (2002)
D. Tipos de empresa familiar	-Gallo (1993); Daily y Thompson (1994); Corbetta <i>et al</i> (2002); Gómez (2002)
E. Metodología de investigación	-Handler (1989); Daily y Dollinger (1993); Litz (1995 y 1997); Sharma <i>et al</i> (1997); Winter <i>et al</i> (1998); Dyer y Sánchez (1998); Bird <i>et al</i> (2002); Dyer (2003)
F. Métodos pedagógicos	-Casrud (1994); Frishkoff (1998); Jaffe (1998); Kaplan <i>et al</i> (2000); Hoy (2003)
2. Elementos históricos	-Mintzberg y Watters (1990)
3. Elementos del entorno	
A. Análisis del entorno interno	
B. Análisis del entorno externo	-Covin (1994)
4. Contextos organizacionales	
A. Empresa	-Donckels y Lambrecht (1999)
B. Gobierno	-Wagner (1996); Apolinsky (1996); Foster y Fleenor (1996); Davis <i>et al</i> (1996)
C. Cultural y Multicultural	-Lee (1996); Birley (2001); Chrisman <i>et al</i> (2002)

<i>D. Economía-Derecho</i>	-Shanker y Astrachan (1996); Dunn (1996); Flören (1998); Klein (2000); Murphy y Murphy (2001)
5. Elementos de contenido	
<i>A. Filosófico</i>	
A.1.Ética en la empresa familiar	-Adams <i>et al</i> (1996); Gallo (1998); Vinton (1998)
A.2.Valores en la empresa familiar	-LaChapelle y Barnes (1998); Stavrou (1998); Sorenson (1999); Steir (2001); García y López (2001); García <i>et al</i> (2002)
A.3.Responsabilidad social	-Post (1993)
<i>B. Estratégico</i>	
B.1.Elementos de la estrategia	
üMisión, objetivos y filosofía	-Tagiuri y Davis (1992); Anderson <i>et al</i> (2002)
üEstrategias genéricas	-Manikutty (2000)
üGrupos estratégicos	
üEstrategias de mercado	-File y otros (1994)
üEstrategias del ciclo de vida	-Peiser y Wooten (1983); Ward (1988); McConaughy y Philips (1999); Yeung (2000)
üEstrategias de innovación	-Litz y Kleysen (2001)
üTecnología	
üRiesgo e incertidumbre	
B.2. Diseño estratégico	-Daily y Thompson (1994)
üEstrategias horizontales	
üEstrategias verticales	
üAlianzas estratégicas	-Pant y Rajadhyksha (1996)
üEstrategias internacionales	-Vago (1995); Gallo y García Pont (1996); Okoroafo (1999); Davis y Harveston (2000); Tan y Tong Fock (2001); Tsang (2001, 2002)
üFusiones y adquisiciones	-Hollander (1989); Klaris (1990)
üDiversificación	-Kenyon-Rouvinez (2001)
üEstrategias de riesgo	
B-3. Evaluación de la Estrategia	
üMedidas de desempeño	
-De mercado	
-De productividad	-Stier (1993); Wall (1998)

-De rentabilidad	-Chaganti y Schneer (1994); Ellington <i>et al</i> (1996); Rue e Ibrahim (1996); McConaughy (2000)
üMedida de logro de objetivos	-Danes y otros (1999); Habberson y Pistrui (2002)
C. <i>Proceso estratégico</i>	-Habberson y Williams (1999); Sirmon y Hitt (2003); Christman <i>et al</i> (2003)
C.1. Análisis estratégico	-Gudmundson <i>et al</i> (1999); Miller (2000)
C.2. Formulación de la estrategia	-Upton <i>et al</i> (2001)
C.3. Aplicación de la estrategia	-Holland y Boulton (1984); Laband (1984); Lease <i>et al</i> (1984); Goffee y Scase (1985); Francis (1991); Harris <i>et al</i> (1994); McCann <i>et al</i> (2001)
üSistemas de apoyo decisional	-Beckhard y Dyer (1983 ^a)
C.4. Control estratégico	-Moores y Mula (2000)
C.5. Evaluación estratégica	
D. <i>Estructural</i>	
D.1. Gobierno Corporativo	-Ward y Handy (1988); Schwartz y Barnes (1991); Ehrhardt y Nowak (2003); Morck y Yeung (2003)
üInteresados externos	-Poza <i>et al</i> (1997)
üEquipo directivo	-Barach (1984); Ward y Handy (1988); Schwartz y Barnes (1991); Corbetta y Tomaselli (1996); Veliyath y Ramaswamy (2000); Vilaseca (2002)
üPropietario-director ejecutivo	-Boles (1996); Kaye (1996)
D.2. Diseño	
üSucesión	-Davis (1968); Barnes y Herson (1976); McGivern (1978); Ambrose (1983); Beckhard y Dyer (1983.b); Birley (1986); Hutson (1987); Barach <i>et al</i> (1988); Handler y Dram (1988); Lansberg (1988); Barry (1989); Pettker y Cross (1989); Keating y Munro (1989); Malone (1989); McGivern (1989); Sonnenfeld y Spence (1989); Berenbeim (1990); Handler (1990); Chau (1991); Friedman (1991); Goldberg y Wooldridge (1993); Seymour (1993); Kurato <i>et al</i> (1994); Handler (1994); Lansberg y Astrachan (1994); Mandelbaun (1994); Fiegner <i>et al</i> (1994); Harvey y Evans (1994 y 1995); Rogers <i>et al</i> (1996); Keating y Little (1997); Chrisman <i>et al</i> (1998); Kaslow (1998); Dunn (1995 y 1999); Matthews <i>et al</i> (1999); Sharma y Rao (2000); Perricone

	<i>et al</i> (2001); Steier (2001); Sharma <i>et al</i> (2001 y 2003); Murray (2003)
iiProfesionalización	-Astrachan y Kolenko (1994); Goodman (1998); Boyd <i>et al</i> (1999); Johannisson y Huse (2000); Gubitto y Gianecchini (2002)
iiDesarrollo familia-empresa	-Harvey y Evans (1994); Dyer y Handler (1994); Eckrich y Loughhead (1996); Gersick <i>et al</i> (1999); Westhead <i>et al</i> (2001); Birley (2002)
iiConflicto familiar	-Haynes y Usdin (1997); Filbeck y Smith (1997); Leon-Guerrero <i>et al</i> (1998); Miller <i>et al</i> (1999); Davis y Harveston (1999); Littunen y Hirskey (2000); Karofsky <i>et al</i> (2001); Romano (2001); Galbraith (2003); Smyrnios <i>et al</i> (2003)
E. Comportamental	
E.1. Toma decisiones estratégicas	-Davis (1983); St. James (1999); Hall <i>et al</i> (2001)
iiLiderazgo y cultura familiar	-Jithoo (1985); Gallo (1993, 1995); Dyer (1986); Poza <i>et al</i> (1997); Haynes <i>et al</i> (1999); Sorenson (2000); Kelly <i>et al</i> (2000)
iiEl papel de la mujer	-Ponthieu y Caudill (1993); Gundry y Welsch (1994); Galiano y Vinturela (1995); Cole (1997); Harveston <i>et al</i> (1997); Nelton (1998); Dumas (1998); Rowe y Hong (2000); Curimbaba (2002); Danes y Olson (2003)
F. Financiero	-Dreux (1990); Ang (1991); Donckels y Frolich (1991); Kleinsorge (1994); Harvey y Evans (1995); Gallo (1995); Hutchinson (1995); Aronoff y Ward (1995); McConaughy <i>et al</i> (1996); Gallo y Vilaseca (1996 y 1998); Coleman y Carsky (1999); Haynes <i>et al</i> (1999); McConaughy y Phillips (1999); Donckels y Lambrecht (1999); Mishra y McConaughy (1999); Filbeck y Lee (2000); Upton y Petty (2000); Romano <i>et al</i> (2000); Mahéroult (2000); Poutziouris (2001); McConaughy <i>et al</i> (2001); Potts (2001); Thomas (2002); Krasnow (2002)
6. Futuro de la empresa	-Shepherd y Zacharakis (2002); Kayser y Wallau (2002)

Fuente: Elaboración propia. Desarrollado a partir del estudio de Wortman, 1994

Resulta obvio que la mayoría de los autores que han estudiado la empresa familiar, se ha centrado en el problema de la sucesión. Esto es lógico, ya que es una de las cuestiones que más preocupa, por su complejidad y consecuencias, a los propietarios y sucesores de las empresas familiares.

Uno de los principales problemas que encontramos en el análisis de la literatura existente, en torno a la empresa familiar, es la delimitación de su concepto. Tradicionalmente, se ha identificado empresa familiar con pequeña y mediana empresa, debido a que la mayor parte de las empresas nacen siendo familiares y pequeñas y a que es más frecuente encontrar empresas familiares entre las de pequeña y mediana dimensión que entre las grandes. Sin embargo, desde este prisma, estaríamos dejando de barajar la posibilidad de que existan grandes empresas familiares y a nadie escapa que en el mundo existen grandes empresas familiares (Gallo, 1993).

A esta confusión generalizada contribuye la escasa bibliografía que existe sobre las grandes empresas familiares y de la que destacamos la siguiente (Gallo, 1993):

- Ward (1983), trabajando con las 293 corporaciones norteamericanas incluidas en la base de datos PIMS, del *Strategic Planing Institute*, que lógicamente agrupa a empresas de tamaños muy importantes, encontró que entre el 18% y el 27% podían considerarse empresas familiares.
- La revista *Business Week* (1988), comentando el resurgimiento de las dinastías empresariales, afirmó que entre las 500 compañías industriales más importantes de Estados Unidos, 175 eran empresas familiares con nombres tan conocidos como "Ford Motor", "McDonell Douglas", "Anheuser-Busch", "Marriot", "Grace", "Corning Glass", "Works", "Betchel", "Levi Strauss", "Hyatt", etc.
- La revista *Forbes* (1989), con motivo de ciertos cambios en la legislación del impuesto de transmisiones, indicó que la mayoría de las primeras 400 empresas de Estados Unidos que no cotizan en bolsa son empresas familiares. Esta lista está encabezada por "Cargill", que facturaba 43.000 millones de dólares, e incluía importantes distribuidoras de automóviles y empresas de distribución y venta de productos alimenticios.
- Leach (1990), estudiando las 8.000 empresas de mayor tamaño de Reino Unido, encontró que el 76 por cien eran empresas familiares, identificando empresas como "Cadbury-Schweppes", "Pilkintong", "Sainsbury", "Heinz" y "Carnation".
- Viedma (1990), estudiando las políticas practicadas por las empresas españolas excelentes, afirma que entre éstas, la mayoría son empresas familiares, citando nombres como "Ferrys", "Freixenet", "Elbe" y "Previassa".
- A tenor de la presencia de la empresa familiar entre las grandes del mundo, Gallo (1993) realizó un estudio sobre las 1.000 primeras empresas españolas

por volumen de ventas, según la revista Fomento de la Producción, cuyos datos corresponden al ejercicio 1989. Del estudio se desprende que en España, el 17 por cien de las 1.000 empresas de mayor tamaño son familiares, con una facturación superior a 48 millones de euros.

- Jetha (1993) encuentra que el 37% de las empresas de *Fortune* 500 en 1992, son familiares. Y McConaughy (1994) considera como familiares al 21% de la *Business Week* 1000 (Astrachan y Shanker, 2003).

Podemos deducir de los estudios anteriores que, como ya quedó manifiesto en la sección dos, la presencia de la empresa familiar entre las grandes empresas no es tan importante en España como en otros países más desarrollados económicamente, tal vez debido al retraso y lentitud con que tuvo lugar el desarrollo empresarial del país, y a que la mayor parte del mismo se hizo con ayuda de empresas propiedad del Estado. Esta última circunstancia dificultó que las empresas familiares locales alcanzaran el tamaño preciso para competir, antes que las barreras de entrada fueran excesivamente elevadas para ellas (Gallo, 1993).

La determinación del ratio de empresas familiares necesita un nivel de precisión en su definición, que no se ha conseguido hasta la fecha en la literatura sobre empresa familiar. Un estudio de Wortman (1995), sobre la literatura correspondiente a este campo, muestra la existencia de más de veinte definiciones de empresa familiar. Upton y Heck (1997) apuntan la necesidad de una definición de empresa familiar consistente. El refinamiento de tal definición permitiría realizar estudios comparativos y réplicas de los existentes, así como el desarrollo de un marco conceptual para la empresa familiar (Heck y Scannell, 1999).

4. CONCEPTO DE EMPRESA FAMILIAR

El interés por definir y estudiar las empresas familiares como entes diferentes de las no familiares surge en los Estados Unidos de América, para, posteriormente, extenderse al resto de la comunidad científica. Hasta 1971 fueron muy pocas las publicaciones en torno a esta cuestión, destacando las aportaciones de autores como Christensen (1953), Calder (1961), Trow (1961), Donnelley (1964), Willmott (1971) y Levinson (1971). A partir de esa fecha, el interés por la empresa familiar aumenta progresivamente. Así, el "American Business Index" muestra que el número de artículos en torno a la empresa familiar se elevó a 188 durante los 14 años

comprendidos entre enero de 1971 y diciembre de 1985, pasando a ser de 680 para el período comprendido entre 1986 y 1995.

Al analizar la literatura referente al concepto de empresa familiar, se aprecia la falta de consenso en el seno de la comunidad científica, pero la confusión en torno al concepto de empresa familiar, fuera de dicho ámbito, llega a ser generalizada. A menudo, las empresas familiares son asociadas con pequeñas y medianas empresas o, incluso, con las denominadas empresas artesanales y microempresas, siendo la asociación de ideas *empresa familiar* y *empresa de gran dimensión* prácticamente inexistente. Aunque en 1989, Handler dijo que definir la empresa familiar es el primero y más obvio reto al que se enfrentan los investigadores en este campo, más de diez años después, el reto perdura. Hasta la fecha no existe una definición de empresa familiar ampliamente aceptada (Littunen y Hyrsky, 2000). En lugar de eso, en la literatura nos encontramos con varias definiciones (Astrachan *et al*, 2002).

Un gran número de investigadores evitan el uso de una definición precisa, manteniendo que la clasificación de las empresas familiares se realiza caso por caso. Esta ausencia de claridad conceptual puede ser atribuida a la dificultad asociada con la diferenciación entre empresas familiares y no familiares (Wortman, 1995). Astrachan y Shanker (2003) hacen referencia a la existencia de aspectos intangibles muy importantes que hacen a las empresas familiares diferentes, lo cual dificulta la cuantificación de su impacto sobre la economía. A diferencia de cómo se han aplicado medidas objetivas para identificar otro tipo de empresas –por ejemplo, cifra de ventas, número de empleados, etc.-, los criterios adoptados en el caso de la empresa familiar han resultado ser muy complejos. Esta es la primera razón por la que la mayoría de las investigaciones en esta área no han sido bien encauzadas.

A continuación, trataremos de acotar el concepto de empresa familiar revisando, para ello, la literatura existente hasta la fecha. Los distintos autores han definido la empresa familiar basando la mayor parte de su contenido semántico en diversos aspectos. Son muchos los investigadores que han fundado sus definiciones en dos muy concretos. De un lado, en quién o quiénes dirigen de forma efectiva la empresa, o lo que es lo mismo, aquellos que tienen capacidad para tomar decisiones importantes en su gestión. De otro, en quién o quiénes controlan la propiedad del capital.

Otros, sin embargo, basan sus definiciones en el potencial para una posible transmisión generacional, entendida como la disponibilidad de miembros de la familia para que, llegado el caso, pudiera tener lugar el relevo a la siguiente generación.

No obstante, la complicación más importante, al tratar de definir qué se entiende por empresa familiar, surge a causa de la variedad de formas que pueden adoptar

cada uno de los criterios especificados anteriormente. Tanto la propiedad y la dirección, como la implicación de la familia en el negocio y la disponibilidad de miembros de la familia para poder llevar a cabo un relevo generacional, varían en función de aspectos como el tamaño y el tipo de negocio (Handler, 1989). Además, todos estos criterios pueden ser importantes características para describir un negocio familiar, dependiendo del momento del ciclo de vida en el que se encuentre la empresa (Astrachan y Shanker, 2003).

Consecuentemente, el abanico de definiciones que tratan de acotar el término "empresa familiar" es bastante amplio. Existen algunas construidas solamente en torno a uno de los aspectos mencionados, mientras que otras se apoyan en más de uno. Esto nos ha llevado, a efectos de organizar la literatura existente al respecto, a establecer dos grupos de definiciones, a saber:

- 1 Definiciones que se apoyan en una sola característica.
- 2 Definiciones que se apoyan en varias características.

Seguidamente, revisamos algunas de las definiciones más relevantes que tienen cabida en cada uno de los grupos anteriores.

4.1 Definiciones centradas en una sola característica

El conjunto de definiciones relativas a este epígrafe podemos estructurarlo a su vez en distintos subgrupos, dependiendo de cuál sea el aspecto utilizado para acotar el concepto de "empresa familiar". Así, distinguimos los siguientes: definiciones centradas en la propiedad, definiciones centradas en la dirección o gestión y definiciones centradas en la posibilidad de un relevo generacional.

4.1.1 Definiciones centradas en la propiedad.

Este grupo de definiciones se caracteriza por utilizar la dimensión *propiedad* como elemento fundamental. Todas ellas aluden al control de la propiedad del capital de la empresa por parte de una familia.

En esta línea, Donckels y Frohlich (1991) definen la empresa familiar como aquella en la que los miembros de una familia poseen, al menos, el 60% del patrimonio; Barnes y Herson (1976), como aquella en la que el control de la propiedad reside en un individuo o en los miembros de una única familia; Lansberg *et al* (1988),

como un negocio en el que los miembros de una familia tienen control legal sobre la propiedad; por último, Littunen y Hyrsky (2000) la definen como aquella en la que el control de la propiedad descansa en manos de un individuo o de los miembros de una familia.

4.1.2 Definiciones centradas en la dirección

En este caso, es la dimensión *dirección* la que sustenta la mayoría de las definiciones incluidas en este grupo. A continuación, mencionamos algunas de ellas.

Barry (1975) define la empresa familiar como aquella que, en la práctica, está dirigida por los miembros de una familia. Asimismo, Davis y Tagiuri (1985) la definen como aquella en la que dos o más miembros de una familia influyen en la dirección del negocio. Dreux (1990), como las empresas que están controladas por una o más familias, entendiendo el control como un grado de influencia en el gobierno de la organización, suficiente para influir sustancialmente en la gestión de la empresa y Ward (1990), como una empresa que está influida por dos o más familias. Por último, Filbeck y Lee (2000) consideran que una empresa es familiar cuando las principales decisiones de gestión vienen determinadas por el fundador de la misma o, al menos, un descendiente de éste.

De todas las definiciones anteriores, quizás sea la propuesta por Dreux (1990) la más rigurosa, ya que las otras se limitan a señalar la necesidad de una influencia de la familia en la dirección del negocio, sin mencionar en ningún momento en qué consiste o cómo se manifiesta dicha influencia.

Estos dos grupos de definiciones nos parecen insuficientes para definir la empresa familiar. El primero de ellos, basado en la propiedad, no tiene en cuenta las decisiones del día a día, tomadas por los directivos; son decisiones que influyen necesariamente en la marcha de la empresa y que no cuentan con la opinión de los propietarios, aunque las directrices generales del funcionamiento empresarial sean marcadas por estos últimos. Si los directivos no forman parte de la familia propietaria, en principio, no tienen por qué actuar de forma diferente a como lo harían si trabajaran en una empresa no familiar. Por ello, este único aspecto no nos parece suficiente para definir una empresa familiar.

Sobre el segundo de ellos, basado en la dirección, opinamos que tampoco es aceptable, por sí solo, para definir a la empresa familiar. De forma contraria a lo que acabamos de argumentar, los directivos controlan las decisiones del día a día, pero puesto que no establecen las directrices generales que marcan el desarrollo

de la empresa, ésta funciona bajo unas pautas de conducta fijadas por personas que no tienen carácter familiar y, por tanto, estas pautas, en principio, no tienen por qué ser diferentes a las de una empresa no familiar.

Creemos que, como veremos más adelante, la dirección y la propiedad de una empresa son dos aspectos complementarios para influir fundamentalmente en el desarrollo de la misma. Por tanto, debemos considerar estas definiciones insuficientes por sí solas. Quizás, Filbeck y Lee (2000), de forma implícita, están asumiendo que el fundador o un descendiente de éste es el gestor de la empresa y, por tanto, en su definición coincidan propiedad y dirección, pudiendo considerarse ésta más completa que las anteriores.

4.1.3 Definiciones centradas en la posibilidad de un relevo generacional

Comenzamos este tipo de definiciones exponiendo las ideas extraídas de la lectura de los trabajos de algunos autores, que si bien no definen expresamente la empresa familiar, sí justifican la separación de la empresa en dos etapas, la primera de ellas corresponde a la fundación y la segunda, a la empresa más consolidada. Esta separación es importante para entender por qué algunos autores estiman necesario un relevo generacional para considerar a una empresa como familiar, ya que, en principio, todas las empresas buscan consolidarse, sin distinción entre familiares y no familiares.

McConaughy y Phillips (1999) realizan un estudio sobre rentabilidad, eficiencia, crecimiento y financiación empresarial, distinguiendo dos grupos de empresas familiares. Por un lado, se refieren a empresas controladas por su fundador, y por otro, a empresas controladas por descendientes o parientes del fundador. Sus resultados son consistentes con el enfoque del ciclo de vida de la empresa familiar, según el cual, los primeros años son caracterizados por un rápido crecimiento; la experiencia de esos primeros años es la base para el futuro, en el que la empresa será dirigida de forma más profesional y será capaz de explotar una posición fuerte en el mercado.

Cabrera y García (1999) también diferencian dos etapas en las empresas familiares; así, exponen que las empresas raramente se fundan intencionadamente como familiares, sino que, más bien, se trata de un proceso creador cuya iniciativa toma una persona, el fundador, con un fuerte deseo de independencia y que suele considerar la empresa como suya. La familia, aún siendo una fuente de apoyo y quizás, incluso, la que facilita los empleados a la empresa, permanece en un segundo

plano. El carácter familiar vendrá más tarde, cuando llega un momento en que estos mismos fundadores deciden dejar sus empresas como legado para sus hijos. Ese deseo, normalmente, empieza a tomar forma cuando éstos entran en sus años de adolescencia, hacen preguntas sobre la empresa y, quizás, comienzan a trabajar en ella a tiempo parcial, y se hace más apremiante a medida que el propietario de la empresa envejece. Esta influencia de los vínculos familiares en la determinación de un candidato a la sucesión directiva de la empresa, es uno de los aspectos utilizado por algunos autores para delimitar el concepto de empresa familiar.

Para Ward (1987), es precisamente esta transferencia de la empresa a la siguiente generación, lo que define a la empresa familiar como tal. Churchill y Hatten (1987) especifican que lo que normalmente entendemos por empresa familiar responde al hecho de que haya algún miembro de la familia, aparte del propietario, que esté implicado en la empresa y, sobre todo, cuando existan transferencias de poder entre los miembros de la familia. Es decir, cuando se presume que un miembro joven de la familia asumirá el control del negocio familiar de manos de sus ascendientes, sobre la base de las relaciones que hay entre las partes, tanto dentro de la familia como dentro de la empresa.

En esta línea, Donnelley (1964) caracteriza a una empresa como familiar cuando ésta ha sido claramente identificada con, al menos, dos generaciones familiares, resultando de este vínculo una mutua influencia entre la política de la compañía y los intereses y objetivos de la familia.

Por su parte, Sharma *et al* (1997) definen la empresa familiar como aquella gobernada o dirigida sobre la base de una potencial transferencia generacional, es decir, orientada a mantener el negocio en manos de los miembros de una misma familia. Aunque, para definir la empresa familiar, estos autores se apoyan en un único criterio de transferencia generacional, consideran que la implicación familiar va a influir en los objetivos que se van a perseguir en el negocio, en la estrategia diseñada para lograr esos objetivos y en los mecanismos que se establezcan para llevar a cabo la estrategia y controlar los progresos de la empresa hacia el logro de esos objetivos.

Este aspecto de la transferencia generacional nos parece muy importante para definir a una empresa familiar, si bien creemos que, al igual que los dos anteriores, resulta incompleto. Es posible que en una empresa, que inicialmente pertenecía a una familia, se haya producido la incorporación de la segunda o siguientes generaciones pero que, por necesidades de la propia empresa, haya aumentado tanto el número de propietarios como el número de directivos. Así, se unen personas no pertenecientes a la familia, de forma que la evolución y futuro de una empresa

no los deciden ya los deseos de una unidad familiar. En este caso, no creemos que el hecho de coincidir miembros de la misma familia, pero de distintas generaciones, en la empresa nos sirva, por sí solo, para calificarla como familiar.

Por los motivos expuestos hasta ahora, se hace necesario recurrir a definiciones más completas que capten de forma más eficaz el término empresa familiar. Para ello, exponemos, a continuación, un segundo grupo de definiciones que se apoyan en más de un criterio.

4.2 Definiciones centradas en varias características

Dentro de este grupo de definiciones de la empresa familiar, distinguimos a su vez dos subgrupos. El primero de ellos estaría formado por definiciones que utilizan conjuntamente los aspectos de la propiedad y la dirección. El segundo, en cambio, englobaría definiciones sustentadas en los aspectos ya comentados de propiedad y/o dirección, y en un tercero adicional, referente a la continuidad del negocio en manos de la misma familia.

A continuación, analizamos las definiciones más significativas que tienen cabida dentro del primer subgrupo.

En este sentido, Carsrud (1994) define las empresas familiares como aquellas en las que la propiedad y la toma de decisiones están dominadas por un grupo de individuos entre los que existe un parentesco emocional, con independencia de que exista o no reconocimiento de este hecho por parte del grupo. Covin (1994), como un negocio dirigido y propiedad de una familia en la que trabajan varios miembros de ella. Fiegener *et al* (1994) consideran empresas familiares aquellas que están dirigidas y son propiedad de una familia. Gallo y Sveen (1991) las definen como aquellas donde una sola familia posee la mayoría del capital y un control total sobre la dirección de la empresa. Dyer (1986) y Holland y Oliver (1992), como las empresas en las que las decisiones relativas a la propiedad o a la dirección están claramente influidas por una o varias familias.

Lansberg y Astrachan (1994) entienden por empresa familiar aquella que es propiedad de una familia y en la que, además, uno o más parientes se encargan de la gestión. Lyman (1991), aquella empresa en la que la propiedad reside completamente en los miembros de una familia y cuenta, al menos, con un propietario empleado en el negocio y un miembro de la familia, que o trabaja o colabora de forma regular, aún a pesar de no estar oficialmente contratado. Stern (1986), como un negocio que es propiedad y está dirigido por los miembros de una o dos familias.

Welsch (1993), como una empresa en la que la propiedad está concentrada, y en la que los propietarios o parientes de éstos se encargan de la dirección del negocio. Rosenblatt *et al* (1985) entienden que cualquier negocio en el que la mayoría de la propiedad o control reside en una sola familia y en la que dos o más miembros de ella están, en algún momento, directamente implicados en él, es una empresa familiar. Leach *et al* (1990), opinan que es familiar una empresa en la que más del 50% de las acciones con derecho a voto están controladas por una familia, y/o un solo grupo familiar la controla efectivamente, y/o una proporción significativa de los puestos directivos de la empresa están ocupados por miembros de la familia.

Daily y Dollinger (1992), aunque no definen expresamente la empresa familiar, al estudiar la teoría de la agencia en este tipo de compañías, señalan la coincidencia de propiedad y control en las mismas. Por su parte, Donckels y Lambrecht (1999) definen un negocio familiar como aquel en el que la mayoría de las acciones está en manos de una familia, y su dirección general también pertenece a la misma familia. De forma análoga, Klein (2000) define la empresa familiar como una compañía que está influenciada por una o más familias de forma considerable. Esta influencia se pone de manifiesto a través de la posesión del total de las acciones o, si falta el control sobre la propiedad, a través de la dirección. Pero es necesario, en este último caso, que algunas acciones estén en manos de la familia.

La siguiente definición está incluida en este grupo porque trata los aspectos de propiedad y dirección, aunque sólo es necesario, para considerar que una empresa es familiar, el cumplimiento de uno de los criterios que utiliza. Así, Smyrnios *et al* (1998) definen la empresa familiar como aquella que cumple cualquiera de los cuatro siguientes criterios: el 50% o más de la propiedad se mantiene en manos de una misma familia; el 50% o más de la propiedad se mantiene en manos de diversos miembros de varias familias; un grupo familiar controla efectivamente el negocio y, por último, una proporción significativa de los directivos más importantes procede de la misma familia.

Aunque la mayoría de las definiciones anteriores se basan, fundamentalmente, en las características de propiedad y control, Covin (1994) y Lyman (1991) se apoyan en un tercer aspecto, que es el hecho de que algunos miembros de la familia estén empleados en el negocio. Se desprende, de la lectura de sus definiciones, que ese empleo es diferente a un cargo directivo con poder de decisión. Es más, Lyman (1991) no indica explícitamente la necesidad de control sobre las decisiones empresariales, sólo se refiere a trabajo o colaboración de forma genérica. Con la inclusión de un tercer requisito, damos paso al segundo subgrupo, en el cual es frecuente que, junto a la propiedad y/o control, las definiciones incluyan un tercer criterio que, en la mayoría de los casos, hace referencia o bien a la implicación de

más de una generación de la misma familia en la empresa, o bien a la voluntad de los miembros de la familia involucrados en el negocio de mantenerlo en manos de la misma familia, mediante la incorporación de la siguiente generación en el futuro.

Desde esta óptica, Astrachan y Kolenko (1994) definen la empresa familiar como aquella en la que la familia posee más del 50% del capital del negocio, si hablamos de empresas que no cotizan en bolsa, o más del 10% de las acciones si hablamos de empresas que sí cotizan. Más de un miembro de la familia trabaja en la empresa o el propietario ha cedido ya el negocio a la siguiente generación. De forma análoga, Ward (1987) la define como una empresa que ha sido transferida, tanto desde el punto de vista de la propiedad, como desde el punto de vista del control, a la siguiente generación. Litz (1995), como aquella empresa en la que la propiedad y la dirección están concentradas en el seno de una unidad familiar y en la que, además, sus miembros se esfuerzan por conseguir y mantener este entramado de relaciones familiares intraorganizacionales para el futuro. Handler (1989), como una organización cuyas decisiones de mayor importancia, así como los planes para la sucesión en el liderazgo, están claramente influidos por los miembros de una familia, que la dirigen y que controlan su propiedad. Shanker y Astrachan (1996) caracterizan las empresas familiares como aquellas en las que una familia tiene algún grado de control efectivo sobre la dirección estratégica, la intención decidida de mantener el negocio en la familia y, además, está dirigida por el fundador o por algunos de sus descendientes; o, lo que es lo mismo, hay varias generaciones implicadas en las operaciones diarias del negocio.

Las siguientes definiciones, si bien no hablan de un efectivo o posible relevo generacional, siguen apoyándose en un tercer aspecto adicional para completar el concepto de empresa familiar. Por un lado, Tagiuri y Davis (1996), en su estudio, exigen a una empresa, para considerarla familiar, además de propiedad y control por parte de una familia, que haya al menos dos miembros de la misma en puestos directivos y que existan empleados no pertenecientes a la familia. Por otro lado, Westhead *et al* (1996, 2001) y Hall *et al* (2001) coinciden al definir a la empresa familiar por la consideración conjunta de propiedad y control, aportando, además, que los líderes representativos de la familia perciben la empresa como una empresa familiar.

A la vista de estas definiciones, nos queda hacer una última reflexión en torno a la validez de las mismas. La cuestión es si empleando solamente los aspectos de dirección y propiedad acotaríamos totalmente la realidad conceptual "empresa familiar" o si, por el contrario, es imprescindible la incorporación de una tercera característica. En principio, no hay nada que nos induzca a considerar imprescindible

el tercer aspecto incorporado por algunos autores, al margen de un hipotético interés por estudiar empresas en estado evolutivo avanzado. Un control sobre la propiedad del capital y sobre la dirección efectiva del negocio por parte de una familia garantiza razonablemente bien su carácter familiar, al tiempo que las posibilidades de un relevo generacional. Por tanto, sería suficiente con el cumplimiento de estos dos requisitos para otorgar la consideración de familiar.

Ahora bien, existen empresas que cumplen los dos requisitos de control de propiedad y dirección, pero carecen de una decidida voluntad de continuidad familiar del negocio, ¿son entonces estas empresas familiares?. Pensamos que no, que se trataría más bien de una familiaridad transitoria, que probablemente termine con la venta del negocio en un futuro no muy lejano. En este sentido, Gallo (1992) considera imprescindible para caracterizar a una empresa como familiar, que la segunda generación se haya incorporado de forma efectiva al negocio, en tanto entiende que se trata de una manifestación clara del deseo de continuidad de la empresa en poder de la familia. No obstante, no descarta otras características, como que la mayoría de la propiedad sea poseída por una familia y que, además, quienes ostenten dicha propiedad dediquen la totalidad o la mayor parte de su tiempo a trabajar en la empresa.

En casi todas las definiciones que tratan de completar la delimitación de la empresa familiar mediante la incorporación de un tercer aspecto adicional, subyace la misma idea, cual es el mantenimiento de esa propiedad y dirección en manos de la misma familia a lo largo de los años. Unas lo manifiestan imponiendo como condición, para considerar que una empresa es familiar, que ya se haya producido de forma efectiva un relevo generacional. En otras, por su parte, la condición es que en el funcionamiento empresarial esté implícito ese potencial relevo. En nuestra opinión, ambos planteamientos son válidos. Si ya se ha producido un relevo generacional, los actuales propietarios/directivos o futuros, si aún conviven dos generaciones, han heredado unos principios, unos valores, un know-how, en definitiva, una cultura empresarial fuertemente influenciada por la voluntad de mantener la empresa como un legado familiar; por otro lado, si ese relevo aún no se ha producido, el deseo de que se produzca influye fundamentalmente en las decisiones que se toman en el seno de la empresa. Por tanto, esta intención de mantener la empresa en el seno familiar es uno de los aspectos claves que definen un comportamiento diferente en las empresas familiares y en las no familiares.

En este sentido, ya comentábamos cómo Sharma *et al* (1997), al definir la empresa familiar, se basaban en una potencial transferencia generacional, es decir, orientada a mantener el negocio en manos de los miembros de una misma familia, exponiendo que esta intención es una variable importante que influye en sus actuaciones.

Wall (1998), para sus estudios comparativos de empresas familiares y no familiares, parte de una clasificación de la muestra de empresas en dos grupos: (i) las que poseen carácter familiar y (ii) las que no lo poseen. Para ello, en el cuestionario entregado a las empresas les pide, en primer lugar, que ellas mismas se definan como familiares o no familiares. En segundo lugar, y como pregunta control, debían responder si había dos o más miembros de la familia implicados en la dirección o en la propiedad de la empresa. Aunque hubo gran coincidencia entre las respuestas dadas a las dos preguntas, hubo dos tipos de desviaciones. La primera es que algunas empresas se calificaban así mismas como familiares, aunque la respuesta a la segunda pregunta era negativa. Esto podía ser debido a que un fundador, como único propietario, puede tener hijos que no son ni propietarios, ni directivos en la actualidad, pero se espera que sean los sucesores. La segunda es que una empresa podría responder no a la primera cuestión, aunque contara con dos miembros de la misma familia implicados en la dirección/propiedad, pero no tuviese la intención de transferir la propiedad a la siguiente generación. Wall (1998) se decanta por considerar empresas familiares a aquellas que se autodefinen como tales, siendo suficiente una intención manifiesta de sucesión.

Después de revisar las diferentes definiciones sobre el término empresa familiar, queda patente la extensa diversidad de criterios aplicados. Esto podría justificar que los resultados de los distintos trabajos empíricos sean, en ocasiones, tan dispares. Por ello, creemos necesario, antes de proceder a desarrollar nuestro estudio empírico, proponer una definición de empresa familiar, de forma que quede clara la población a la que nos vamos a referir. Somos conscientes de que esta definición condicionará los resultados de nuestro trabajo. Así, la definición que proponemos de empresa familiar, considerando la anterior revisión de la literatura, quedaría como sigue:

Son empresas familiares todas aquellas empresas que:

- 1.- Su capital es mayoritariamente propiedad de personas pertenecientes a una misma familia.
- 2.- Estas mismas personas dirigen de manera real y efectiva la empresa, o lo que es lo mismo, ocupan un número de puestos de responsabilidad suficientes como para controlar y dirigir dicha empresa.
- 3.- Presentan más de una generación implicada en el negocio, o bien existe una voluntad decidida de los actuales directivos y propietarios familiares de continuidad familiar para la empresa. Dicha voluntad se manifiesta tanto por un claro interés por que los miembros de la siguiente generación se preparen para asumir la gestión del negocio, como por una aceptación voluntaria, por parte de éstos, de tal estado futuro.

5. LA NATURALEZA DE LA EMPRESA FAMILIAR

Una vez delimitado el concepto de empresa familiar, pasamos a definir cuáles son sus características fundamentales. Para ello, nos apoyaremos en las diversas aportaciones de los autores que han estudiado la empresa familiar.

Numerosos autores como Davis (1968, 1983, 1986), Levinson (1971), Barnes y Hershon (1976), Beckhard y Dyer (1983 a y b), Kepner (1983), Lansberg (1983, 1988), Drozdow (1986), Ward (1987), Handler y Dram (1988) y Danco (1992), han partido de la premisa de que las empresas familiares están formadas por dos subsistemas: la familia y la empresa, que son interdependientes y que se solapan. Cada uno de estos sistemas tiene sus propias normas, reglas de pertenencia, estructuras de valores y estructuras organizativas, cuya armonía es clave para el funcionamiento de la empresa familiar aunque, frecuentemente, entran en conflicto. Rosenblatt *et al* (1985), que también definen a la empresa familiar basándose en los dos sistemas diferentes, pero conectados, que la componen, mantiene que para gestionar la empresa familiar es necesario separar familia y empresa. Ya Donnelly (1964), centraba la debilidad de la empresa familiar no en el hecho de serlo, sino en el de ignorar tal característica.

Steier (2001), además, considera a la empresa familiar como aquella que incluye un grupo de personas afiliadas por ascendencia común o matrimonio y que tienen una apuesta financiera en un negocio. Mientras que todas las transacciones empresariales implican relaciones, la empresa familiar abarca lazos adicionales que atan tras las relaciones empresariales. Hall *et al* (2001) exponen que la cultura de la empresa familiar expresa la estrecha conexión entre los negocios y la familia, ya que los roles profesional y privado interactúan llegando a ser más o menos inseparables.

Parece obvio que el solapamiento de los sistemas empresa y familia afecta de forma importante al desarrollo de la empresa familiar, pero esta influencia puede ser favorable o desfavorable para la empresa. Algunos autores opinan que la familia afecta de forma negativa a la empresa familiar, ya que las pequeñas Empresas familiares se enfrentan a los mismos desafíos que las no familiares, pero, además, las primeras tienen el problema añadido de tratar con la dinámica de la familia (Kaye, 1996, y Lundberg, 1996).

Así lo manifiesta Ward (1987), al exponer que la naturaleza de los negocios, a menudo, parece contradecir la naturaleza de la familia. Las familias tienden a ser

emocionales, los negocios son objetivos. Las familias son protectoras de sus miembros, los negocios no tanto. Las familias dan de forma incondicional, los negocios dan en función de la aportación de cada uno. Swart (1989) añade que mientras que el sistema familia tiende a resistirse activamente al cambio, tratando de perpetuar la sensación de seguridad para sus miembros, el sistema empresa, normalmente, reconoce el cambio como una oportunidad para crecer y avanzar. Miller *et al* (1999) exponen que el enfoque de sistemas reconoce el solapamiento entre la familia y la empresa y que las áreas de solapamiento llegan a ser una fuente de conflictos.

Como en el caso anterior, Sorenson (1999) expone una serie de características de estas empresas como causantes de los conflictos que aparecen en su gestión directa. Estas características derivan de la intromisión de la familia (sus relaciones, sus normas, sus actitudes, etc.) en la empresa, lo cual justifica que las empresas familiares necesiten guías diferentes a las de las empresas no familiares para resolver los conflictos que surgen en su seno.

Otro grupo de autores se inclina hacia una influencia positiva de la familia en la empresa. En esta línea, Aronoff y Ward (1995) exponen que en la medida en que no exista separación entre los objetivos de la familia y las estrategias del negocio, que la base para la expansión y la perpetuación sigan siendo las redes de confianza y que la base para la supervivencia y la prosperidad continúe siendo la reputación familiar, las empresas familiares serán capaces de alcanzar una imagen de integridad moral, que mejorará el desarrollo de la actividad empresarial y sus relaciones con el exterior.

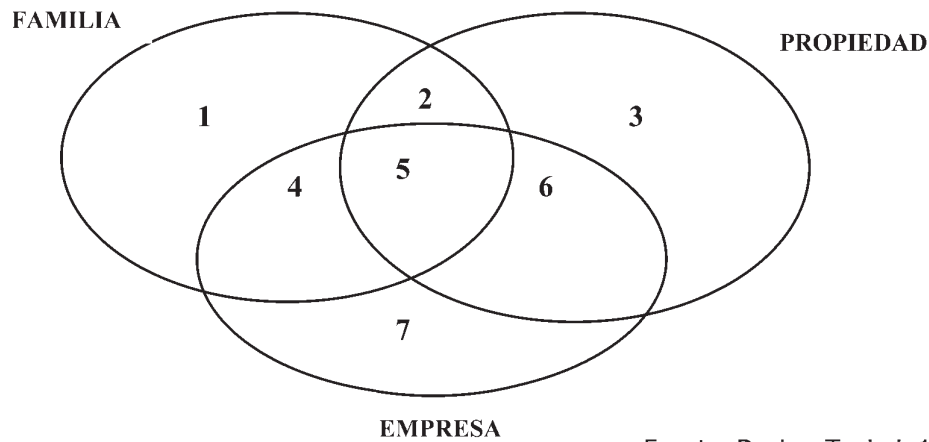
Leach (1993) y Gallo (1995) destacan en la empresa familiar su elevado grado de compromiso y dedicación hacia la organización, tanto por parte de los miembros de la familia, que piensan que tienen una responsabilidad familiar en común, como por parte del resto de la fuerza laboral, cuyo comportamiento es más entusiasta y siente que forma parte de un equipo. Esta actitud de los recursos humanos de la empresa familiar es un activo intangible que podría servir para ofrecer un planteamiento de la empresa familiar basado en la teoría de recursos y capacidades². Por su parte, Habbershon y Willians (1999), aunque no definen expresamente la empresa familiar, sí utilizan la interacción entre los sistemas empresa y familia como el hecho que motiva que una empresa familiar posea un conjunto particular

² La teoría de recursos y capacidades ha sido utilizada por autores como Wernerfelt (1984), Itami (1987), Dierickx y Cool (1989), Barney (1991 y 1992), Grant (1991), Mahoney y Pandian (1992), Peteraf (1993) y Cabrera y De Saá (1996).

de recursos que la beneficia. De forma similar, expone Steier (2001) que en la empresa familiar, la confianza representa una importante y particular fuente de ventaja estratégica. Harvey (1999) concluye que la familia ofrece ventajas a la organización empresarial, debido a que los vínculos sociales implícitos, indicativos de la relación familiar, sustituyen a las relaciones contractuales explícitas y formales predominantes en las empresas no familiares.

Lo que sí parece claro es que la conexión tan estrecha que existe entre la familia y la empresa influirá en las empresas familiares, en ocasiones favoreciendo su desarrollo y, en otras, perjudicándolo. Así lo manifiestan los autores que muestran las ventajas e inconvenientes de estas empresas. Dyer (1986) expone que el solapamiento de estos dos sistemas puede presentar tanto ventajas como inconvenientes para la empresa familiar. En la medida en que los procedimientos familiares contribuyan a la eficiencia de la compañía, la empresa familiar sobrevivirá y crecerá (Aronoff y Ward, 1995). Poutziouris (2001) expone un lado positivo y un lado negativo que caracterizan a la empresa familiar. Como aspecto positivo, las empresas familiares favorecen el talento empresarial, tienen gran sentido de lealtad, orientan sus estrategias a largo plazo, están orgullosas de la tradición familiar y son organizaciones independientes. Por el lado negativo, las Empresas familiares pueden sufrir ausencia de profesionalización, nepotismo, rigidez en la adaptación a los cambios y feudo familiar. Los conflictos entre las políticas familiares y empresariales pueden ir en detrimento de la propiedad, liderazgo y sucesión estratégicamente planificadas, lo cual puede impedir el desarrollo de la empresa familiar.

Hasta ahora hemos expuesto diversas opiniones sobre el solapamiento de la empresa y la familia. Pues bien, este modelo conceptual inicial de los dos subsistemas ha sido elaborado de forma más sofisticada por otros autores que han ido aumentando, así, la capacidad de análisis y explicación que los mismos nos ofrecen. En esta línea, Davis y Tagiuri (1991) distinguen, dentro del ámbito de la empresa, la existencia, a su vez, de dos subsistemas: el de la propiedad y el laboral. Algunos individuos son propietarios pero no trabajan en la empresa, mientras que otros trabajan en ella (con responsabilidad directiva o no) pero no tienen participación en la propiedad. De esta forma, desarrollan el sistema, considerado ya clásico, de los tres círculos, que aparece representado en la figura 2.1:

Figura 2.1: Sistema de los tres círculos

Fuente: Davis y Tagiuri, 1991

En esta figura aparecen representadas las distintas posiciones que pueden tener las personas implicadas en una empresa familiar. La relación de posiciones es la siguiente:

1. Miembros de la familia que no trabajan en la empresa y, además, no poseen participaciones de la propiedad de la misma.
2. Miembros de la familia que participan de la propiedad de la empresa, pero no trabajan en ella.
3. Propietarios de la empresa que no trabajan en ella y, además, no pertenecen a la familia. Sería el caso de un socio externo, normalmente accionista minoritario.
4. Trabajadores de la empresa que pertenecen a la unidad familiar, pero no poseen participación en la propiedad. Podría ser el caso de los hijos que se están incorporando a la empresa, pero aún no han recibido participación en el capital de la misma.
5. Propietarios de la empresa, que trabajan en la misma y, además, pertenecen a la familia.
6. Propietarios de la empresa que, además, trabajan en ella, pero no pertenecen a la familia. Suele ser el caso de personas que llevan muchos años trabajando en la empresa y a los que se les ha entregado una pequeña participación en el capital de la misma.
7. Son trabajadores de la empresa que ni poseen parte de la propiedad, ni son miembros de la familia.

Es lógico pensar que cada uno de estos grupos tenga intereses distintos que, en ocasiones, pueden entrar en conflicto. Aunque este sistema de los tres círculos es el más extendido y el comúnmente utilizado para definir los roles que existen en la empresa familiar y para explicar sus peculiaridades, se han desarrollado otros modelos para tratar de caracterizar y explicar el funcionamiento de las empresas familiares. Así, Donckels y Fröhlich (1991) diferencian cuatro áreas fundamentales en una empresa familiar: familia, empresa, dirección y propiedad, incluyendo en su modelo la representación de las interrelaciones entre la empresa y el entorno, utilizando la cultura como marco tanto de las oportunidades como de los riesgos. Abundando en la relación empresa-entorno, Gimeno (2000) expone que si la empresa familiar está compuesta por dos sistemas, cada uno actúa como entorno del otro. Por ello, no tendría sentido el estudio de la empresa familiar como tal, sino que debería estudiarse la empresa y su relación con el entorno (en el que estaría la familia), al igual que la familia y su entorno (que incluye a la empresa).

Por otra parte, Gersick *et al* (1997), partiendo del modelo de los tres círculos de Davis y Tagiuri (1991) y añadiendo el factor tiempo, proponen un modelo evolutivo tridimensional de la empresa familiar. Justifican su planteamiento en el hecho de que muchos de los problemas más importantes a los que se enfrentan las empresas familiares son originados por el paso del tiempo, que implica cambios en la organización, en la familia y en la distribución de la propiedad a medida que (i) las personas van incorporándose o abandonando cada uno de los círculos y (ii) los individuos atraviesan las fronteras entre círculos dentro del sistema global.

El hecho fundamental que subyace en todos los modelos comentados, independientemente de su nivel de complejidad, es el solapamiento entre una empresa y una familia. Este es el hecho que nos induce a pensar que una empresa familiar posee una idiosincrasia distinta a una empresa no familiar, manifestándose esta diferencia en su comportamiento y evolución. De esta forma, Davis (1983) la define como el resultado de la interacción de dos tipos de organizaciones, la familia y el negocio o empresa, siendo esta interacción, además, el origen de la unicidad de su carácter. Además, las empresas familiares a menudo se caracterizan por ser introvertidas, limitadas por viejas tradiciones, inflexibles y resistentes al cambio (Kets de Vries, 1993; Dyer, 1994; Gersick *et al*, 1997). Incluso, si a los fundadores de las empresas se les denomina emprendedores, la capacidad emprendedora parece desaparecer cuando la empresa familiar es madura (Hall *et al*, 2001). Por su parte, Handler (1990) señala que las empresas familiares son únicas en estructura y propósito, debido a que hay miembros de la familia implicados en la empresa y a que existen determinados objetivos que la familia propietaria impone a la empresa.

Concluimos este epígrafe con la aportación de un autor en la que se recogen de forma muy clara las principales ideas expuestas a este respecto. Así, Gallo (1993, 1995) señala cuatro aspectos concretos en los que la cultura de las empresas familiares difiere de las no familiares:

- 1) La empresa familiar tiene un mayor número de interesados y existe un mayor número de interrelaciones entre ellos, debido a la conjunción de los subsistemas empresa, familia y propiedad. En las empresas no familiares, estas relaciones están basadas en unos derechos económicos conferidos por la ley a los accionistas y en unas reglas de juego sobre los rendimientos económicos de los capitales, fijadas por el mercado. Por su parte, en la empresa familiar, se fundamentan en lo que la empresa es para la familia y en lo que la familia es para la empresa.
- 2) Durante la primera generación y, parcialmente, durante la segunda, el poder se ostenta de forma diferente. En la primera generación, el ejercicio del poder se caracteriza por su intensidad y su duración; el fundador hace uso del poder sin hacer muchas concesiones y prolonga su mandato al frente del negocio hasta bien avanzada su edad, dando lugar a una fuerte cultura basada en sus valores. Durante la segunda generación, en cambio, el traspaso de poder suele dar lugar a conflictos de intereses entre distintos grupos implicados, que ponen en tela de juicio los valores de la cultura de la primera generación.
- 3) En la empresa familiar, los accionistas acostumbran a tener un compromiso distinto con la empresa y entre ellos. El compromiso de los accionistas de las empresas no familiares suele ser bastante pasivo, en el sentido de no tener obligaciones hacia la empresa y sí tener derechos de protección y acrecentamiento de su patrimonio. En la empresa familiar, los accionistas no sólo están comprometidos con el patrimonio, sino también con las actitudes. De este modo, además de la unión en lo económico, se busca que la cultura de la empresa y de la familia tengan polos comunes, con el fin de cubrir aspectos importantes en la vida de una persona.
- 4) Los ciclos de evolución y desarrollo de la empresa familiar tienen conexiones con las cambiantes necesidades de los miembros de la familia. Los momentos difíciles de cada uno de estos ciclos son circunstancias en las que se pone a prueba y evoluciona la cultura. Estos ciclos presentan en las empresas familiares algunas particularidades que se manifiestan, especialmente, en la incorporación de la segunda y la tercera generación. Entre estas particularidades, además de la sucesión y asignación de poder, destaca la resolución de los problemas relacionados con la transmisión de la propiedad,

lo que en muchas ocasiones significa romper con tradiciones o vínculos que se consideraron permanentes.

6. PROCESO EVOLUTIVO DE LA EMPRESA FAMILIAR

Al hablar de las características de la empresa familiar, se ha hecho referencia a distintos momentos de la vida de la misma y a diferentes generaciones implicadas en ella. Así, se hace necesario, aunque sea de soslayo, analizar las distintas etapas que atraviesa una empresa familiar a lo largo de su vida. Vallejo (2003) señala los distintos modelos evolutivos presentes en la literatura, clasificados en dos grupos: i) monogeneracionales y ii) multigeneracionales. Entre los segundos, exponemos, a continuación, el modelo de Dyer (1986), porque pensamos que, de una manera sencilla, nos muestra las distintas fases por las que pasa una empresa familiar en su desarrollo. Este autor propone un modelo evolutivo para la empresa familiar estructurado en cuatro etapas claramente diferenciadas.

La primera de ellas, se denomina "puesta en marcha del negocio", y abarca el tiempo durante el cual, el fundador solventa los problemas relativos a la consecución de los recursos financieros necesarios para el desarrollo de un producto, técnica y financieramente viable. También, el problema de la creación y utilización de algún canal de distribución para acercar sus productos al consumidor final. Al mismo tiempo, la consecución de una plantilla competente tampoco resulta fácil, apenas si queda tiempo para pensar en la conveniencia de ir implicando a los miembros de la familia en el negocio. La supervivencia es, con todo, la preocupación más importante para el fundador en esos momentos de arranque inicial.

La segunda, "crecimiento y desarrollo", se caracteriza por la necesidad que siente la familia de introducir cambios estratégicos importantes para mantener su ventaja competitiva en un entorno que cambia cada vez de forma más rápida. Durante esta etapa, el fundador comienza a comprender que no puede ocuparse él sólo de todas las facetas del negocio, que conviene delegar y compartir parte del poder con otras personas. De forma paralela al crecimiento de la plantilla, aumenta también el interés del fundador por enseñar y transmitir a los empleados y a la siguiente generación familiar sus valores y filosofía de negocio. Por primera vez, el fundador adquiere conciencia de la necesidad de ir formando y entrenando a los futuros líderes de la empresa, de encontrar una fórmula adecuada de distribución de la propiedad y de planificar su retiro de la empresa. Además, durante esta etapa, asistimos a un recrudescimiento de la competencia entre miembros y no miembros de la familia.

Los problemas que ha de afrontar la empresa familiar durante la tercera etapa, a la que el autor denomina como "sucesión a la segunda generación", difieren sensiblemente respecto a los abordados en etapas anteriores. Llegado a este estadio de desarrollo, se puede afirmar que tanto la familia como el negocio han alcanzado cierto grado de madurez. El fundador ya no es la fuerza dominante en el complejo entramado de miembros de la familia, empleados no familiares y, porqué no, inversores externos, en que se ha convertido la empresa familiar. Resulta ahora más fácil que antes que se den posturas encontradas entre los miembros de la familia respecto a la política de inversiones, distribución de resultados, etc. En este sentido, aunar posiciones, alinear intereses y evitar, en la medida que sea posible, enfrentamientos y conflictos familiares que pudieran mermar la capacidad competitiva de la empresa, son los principales retos a los que se enfrenta la empresa familiar durante esta etapa.

La cuarta y última etapa es la de "propiedad externa y dirección profesionalizada". En esta etapa, la empresa familiar, a menudo, ha de dar participación en su capital a personas no vinculadas a la familia, con el fin de captar un gran volumen de recursos financieros que, llegado este estadio evolutivo, necesita la empresa para seguir adelante. Asimismo, la empresa familiar comienza a profesionalizar su gestión mediante la contratación de directivos no familiares o no forjados en la propia empresa. Esta contratación externa puede deberse a que la empresa no cuente con familiares, en número suficiente, para ocupar los cada vez más numerosos puestos de responsabilidad o, a que los existentes no tengan la cualificación y competencia que dichos puestos requieren. Finalmente, debemos apuntar que no son muchas las empresas familiares que tras alcanzar esta etapa, siguen conservando su naturaleza familiar.

Neubauer (2003) opina que un enfoque realista, para entender la naturaleza tan singular de las empresas familiares, sólo tiene lugar al enfocar este tipo de negocios como resultado de la evolución conjunta entre dos sistemas sociales: el negocio y la familia propietaria, cada uno sujeto a una lógica interna muy diferente.

7. ANTECEDENTES DE INVESTIGACIÓN SOBRE LAS FINANZAS DE LAS EMPRESAS FAMILIARES

Las investigaciones que han tenido como tema central de estudio las finanzas de las empresas familiares han sido muy escasas, limitándose, la mayoría de ellas, a ofrecer una serie de datos descriptivos sobre las mismas. Aunque la mayoría de los

estudios analizan diversos factores de forma conjunta, resultando muy difícil su clasificación, hemos intentado ordenar la información extraída de la literatura según el contenido fundamental en el que se centran.

Así, las aportaciones de los distintos autores pueden agruparse, básicamente, en alguno de los tres bloques siguientes: (1) la orientación hacia el largo plazo de las Empresas familiares, (2) el grado de profesionalización de los directivos financieros y la conexión existente entre las finanzas familiares y las empresariales, y (3) el nivel de endeudamiento que las empresas familiares poseen.

7.1 Orientación hacia el largo plazo de las empresas familiares

Algunos autores opinan que las empresas familiares, suponemos que por su deseo de permanencia en el tiempo, se desarrollan bajo la batuta de estrategias orientadas hacia el largo plazo, dejando en un segundo plano la obtención de buenos resultados inmediatos. Este hecho es, en ocasiones, calificado como una fuente de ventaja competitiva para la empresa. Así, Dreux (1990) opina que las empresas familiares tienen capacidad para invertir en oportunidades que ofrecen beneficios a largo plazo, en vez de exigir beneficios trimestrales. Además, ponen más énfasis en el crecimiento potencial de la compañía que en el crecimiento de las ventas a corto plazo (Donckels y Frolich, 1991). A causa de esta orientación al largo plazo, son menos vulnerables a los ciclos económicos (Ward, 1997), y tienen menores costes de capital (Aronoff y Ward, 1995). Según Vilanova y Gimeno (1996), un alto porcentaje de empresas familiares (el 53% de la muestra analizada) persigue fundamentalmente la rentabilidad a largo plazo, más que la rentabilidad especulativa y a corto plazo.

En esta línea, Astrachan y Shanker (2003) opinan que si una visión empresarial a largo plazo es construir algo para los hijos, entonces las decisiones estratégicas y la planificación en las empresas familiares serán distintas a las que se realizan en las no familiares. En el mismo sentido, los resultados de la investigación llevada a cabo por Langan-Fox y Roth (1995) confirman esta idea de la orientación a largo plazo de las empresas familiares. Se basan en el hallazgo de que cierto tipo de emprendedores, a los que denominaron pragmáticos, estaban especialmente motivados por la consecución de objetivos de tipo familiar, como la posibilidad de conseguir mayores ingresos mediante el autoempleo y de legar el negocio familiar a los descendientes.

Por otra parte, Davis (citado en Leach, 1993) señala: "si existe en la economía occidental alguna entidad que pueda equipararse con la filosofía que los japoneses

han introducido en el mundo de los negocios en los últimos 15 años, ésta es la empresa familiar. Ni el capitalista más astuto, ni las compañías de propiedad colectiva pueden hacerlo, porque están más preocupados por las ganancias trimestrales o semestrales. También podemos detectar la orientación a largo plazo de la empresa familiar, tanto en su política de inversiones como en la de aplicación de los beneficios generados. La concepción del negocio familiar como un legado que ha de conservarse y engrandecerse antes de dejarlo en manos de la siguiente generación, conduce a una escrupulosa y exhaustiva selección de las inversiones que se van a realizar, no arriesgando más allá de lo estrictamente necesario. Además, la política de aplicación del resultado suele ser bastante conservadora y austera con una tendencia casi generalizada a la capitalización o reinversión de los resultados en la propia compañía. La empresa familiar es la única que puede verdaderamente hacer proyectos a largo plazo”.

En sentido contrario, Ward (1988) argumenta que la ausencia general de planificación en los negocios familiares ha contribuido al alto índice de fracasos, al tratar de sobrevivir de una generación a la siguiente. Así, según una encuesta de Amat, realizada en 1997, en las empresas investigadas, se observa la existencia de planificación a largo plazo: sólo el 16% tienen una estrategia a 3-5 años (y la comunican al resto de cuadros intermedios).

7.2 Grado de profesionalización de los directivos financieros y conexión existente entre las finanzas familiares y las empresariales

Una de las características de las empresas familiares abordada por la comunidad científica es su habitual falta de profesionalización (Astrachan y Kolenko, 1994; Goodman, 1998; Boyd *et al*, 1999; Johannisson y Huse, 2000). Parece ser una opinión generalizada que los puestos directivos de estas empresas son ocupados por miembros de la familia propietaria, estén o no capacitados para su desempeño. Esto afecta, sin duda, al desarrollo de la empresa. Pues bien, esta supuesta falta de profesionalización también se manifiesta en los puestos financieros, llevando a Filbeck y Lee (2000), tras analizar las técnicas financieras (presupuestos de capital, ajuste por riesgo, gestión de circulante, etc) utilizadas por los directivos de las empresas familiares, a concluir que las empresas familiares utilizan técnicas financieras menos sofisticadas que las no familiares, debido a la falta de profesionalización de los gerentes financieros. Pero puntualizar que a medida que las empresas familiares son más maduras y en su gestión se han implicado la segunda, tercera y siguientes generaciones, se profesionaliza la gestión financiera y, por tanto, las técnicas utilizadas son más complejas.

A pesar de esa supuesta falta de profesionalización, para Donckels y Lambrecht (1999) los directivos de las pequeñas y medianas empresas familiares están más implicados personalmente con las finanzas, que los de las Pymes no familiares (ya que es su propio dinero el que están gestionando). Esto podría ser la causa de otro aspecto que parece ser claramente diferente en empresas familiares y no familiares: el solapamiento que existe entre las finanzas de la familia y las de la empresa. En un estudio realizado por Haynes *et al* (1999), sobre la conexión latente entre las finanzas familiares y empresariales, llegan a la conclusión de que las empresas familiares utilizan los recursos escasos de forma eficiente, desarrollando estrategias de interconexión de fondos. Así los propietarios pueden reducir efectivamente el pago de impuestos, transfiriendo ingresos de la empresa a la familia y disminuyendo, de esta manera, los beneficios netos de la empresa; además, los vehículos utilizados por miembros de la familia son amortizados como gastos empresariales, reduciendo nuevamente los impuestos. Por el contrario, la cantidad de impuestos a pagar podría incrementarse si los gastos empresariales son pagados por la familia, en lugar de ser tratados como gastos empresariales.

Un negocio que puede transferir fondos de la familia a la empresa (y de la empresa a la familia) y evitar incurrir en cargas, como los gastos de formalización de préstamos, es un ejemplo de cómo la interconexión financiera puede resultar eficiente. Esta clase de transferencias pueden ser muy útiles cuando se necesitan préstamos de reducida cuantía o de corta duración.

Amat (2000) plantea que, al gestionar el patrimonio familiar, hay una serie de problemas en los que pueden incurrir las empresas familiares, especialmente las de menor dimensión. Así, expone que existe riesgo de confusión entre el patrimonio familiar y empresarial. Por ejemplo, en bastantes casos, el pago de los dividendos o la retribución se hace en función de las necesidades familiares y no de los beneficios obtenidos. O, incluso, hay empresas en las que los gastos domésticos o particulares se pagan con tarjetas de crédito de la empresa. En ocasiones, además, el endeudamiento empresarial se consigue a través de la presentación de garantías del patrimonio familiar y personal, planteando un elevado riesgo de pérdida del patrimonio.

Todas estas operaciones ocultas no se ponen de manifiesto al analizar datos empresariales tradicionales –balances y cuentas de resultados–, ocasionando ciertos sesgos en los estudios basados en los mismos.

Un enfoque particular de la conexión entre el patrimonio familiar y el empresarial se pone de manifiesto al estudiar las fuentes de financiación utilizadas por las empresas en sus comienzos. Pistruì *et al* (2001) comprueban, en su estudio sobre

empresas chinas, que los ahorros familiares son los primeros recursos utilizados para establecer empresas privadas, tanto por las aportaciones realizadas en forma de capital, como por las de vía préstamo.

Amigos cercanos y compañeros de confianza también proporcionan recursos financieros para ayudar a los nuevos negocios en sus comienzos. Estos datos sugieren que los empresarios obtienen el capital "semilla", con más probabilidad, de redes familiares que de instituciones públicas. Un cuarenta por ciento de las empresas chinas tienen, al menos, un inversor familiar; el diecinueve con seis por ciento, tiene dos. Este planteamiento es común al expuesto por Berger y Udell (1998), al analizar las fuentes financieras que utilizan las empresas de EEUU a lo largo de su ciclo vital.

No obstante, no parece existir diferencia en cuanto al uso de capital "semilla" entre empresas familiares y empresas no familiares. Esto nos lleva a pensar que el comportamiento financiero particular de las empresas familiares quizá se ponga de manifiesto cuando la empresa tiene cierta edad, es decir, cuando es una empresa más o menos consolidada. En este sentido, Cabrera y García (1999) exponen que las empresas no se crean como familiares sino que, una vez establecidas, puede aparecer el deseo de los fundadores de dejar la empresa como legado a sus descendientes. Es entonces cuando los fundadores, movidos por ese deseo de continuidad en el tiempo, comienzan a tomar decisiones empresariales de forma particular.

Por otro lado, si nos desplazamos al lado de los inversores *Ángel*³ que aportan dinero a las empresas en general, Erikson *et al* (2003) muestran que son diferentes cuando sus inversiones van destinadas a empresas pertenecientes a miembros de su familia y cuando van destinadas a otras empresas con las que no tienen ningún vínculo familiar. Así, exponen que los inversores *Ángel familiares*, con respecto a otro tipo de inversores *Ángel*, invierten en etapas más tempranas del ciclo de vida de las empresas y, aunque diversifican menos sus inversiones, aparentemente lo compensan, al implicarse en la gestión de su cartera de empresas.

³ La *financiación ángel* es similar a la financiación aportada por las sociedades de capital riesgo. Se aporta dinero en forma de fondos propios, vendiendo esta participación al cabo de unos años. Pero, a diferencia de éstas, la *financiación ángel* se obtiene de manera informal (los inversores, generalmente, pertenecen a la misma zona geográfica que los emprendedores y suelen formar parte del grupo de amigos o conocidos de éstos). Además, de forma contraria a las sociedades de capital riesgo, los *inversores ángel* no siempre participan de forma activa en la gestión del negocio. Para un mayor conocimiento de esta materia, puede consultarse, entre otros, Ehrlich *et al* (1994), Coveney y Moore (1998), Lerner (1998), Prowse (1998) y Mason y Harrison (2002).

7.3 Nivel de endeudamiento

En un análisis comparativo de la estructura del balance de empresas familiares y no familiares, Poutziouris (2001) -después de controlar el impacto de variables tales como la edad, el sector y el tamaño- encuentran evidencia de que las compañías de carácter familiar tienden a invertir en activos intangibles menos que en activos tangibles, tienen menor deuda a largo plazo y construyen una estructura fuerte de recursos propios a través de la retención de beneficios. Poutziouris (2001), al analizar una base de datos representativa de la pequeña y mediana empresa de Reino Unido, expone que las empresas familiares se caracterizan por la concentración del capital en manos de una familia y por una estructura de propiedad estática, ya que muy pocas empresas de la muestra han declarado haber realizado una transferencia de propiedad en años recientes.

Por otro lado, McConaughy y Phillips (1999), en su estudio sobre rentabilidad, eficiencia, crecimiento, financiación y valor empresarial, distinguen tres grupos de empresas: empresas familiares controladas por sus fundadores, empresas familiares controladas por los descendientes del fundador y empresas no familiares. Con respecto al crecimiento, equiparan las empresas familiares controladas por los descendientes del fundador a las empresas no familiares, exponiendo que su crecimiento es menor que el de las empresas familiares controladas por el fundador, realizando estas últimas mayores inversiones en activos de capital y en investigación y desarrollo, y mostrando un mayor ratio de amortización sobre ventas.

En cuanto a la financiación y al valor de la empresa, estos autores sí observan clara diferencia entre empresas familiares y no familiares, concluyendo que las empresas familiares poseen menos deuda que las no familiares, lo que supone menos cargas financieras. Si, además, tenemos en cuenta que el reparto de beneficios no es muy diferente de unas a otras, las empresas familiares se encuentran con mayor disponibilidad de fondos generados internamente para financiar sus inversiones. Además, estos mismos autores infieren que el valor de mercado con respecto al valor contable de las empresas familiares es más alto que en las no familiares.

Daily y Thompson (1994), como hemos comentado anteriormente, también hacen una diferenciación entre las empresas familiares dirigidas por sus fundadores y las dirigidas por los descendientes, considerando que las primeras crecen más rápidamente que las segundas, siendo ambas más conservadoras en sus estrategias que las empresas no familiares. En esto coinciden Donckels y Frohlich (1991), cuyos estudios sugieren que las empresas familiares son más adversas al riesgo, están menos orientadas al crecimiento, necesitan menos redes socioeconómicas y son, generalmente, más conservadoras en sus comportamientos estratégicos que

las no familiares. A estas mismas conclusiones llega Gallo (1995) en un estudio realizado sobre la industria española de alimentación y bebida. Así, expone que la empresa familiar tiende a enfrentarse a un menor nivel de riesgo, tiene menor nivel de deuda, menor requerimiento de mano de obra y menor volumen de ventas.

En el citado estudio, una parte importante de las empresas que respondieron al cuestionario tenían más del 95% del capital propio en manos de una familia, incluso aunque ya hubiera pasado a la segunda o tercera generación. Los dividendos se pagan para mantener satisfechos a los miembros de la familia. A causa de su comportamiento distinto, muchas empresas familiares no tienen capacidad para mantener un crecimiento rápido. Esto es debido a su bajo nivel de endeudamiento, su política de dividendos, y su rechazo a compartir la propiedad con miembros que no pertenecen a la familia. Los propietarios de las empresas familiares tienden a no aceptar la inclusión de socios externos por la pérdida de control asociada a la menor proporción de acciones.

Un estudio realizado por Vilanova y Gimeno (1997) muestra que un 75% de las empresas investigadas limitan las ampliaciones de capital a miembros de la familia. Por su parte, en el estudio de 3i se ha señalado que sólo un 13% de los propietarios de empresas familiares que han planificado la sucesión, contemplaban la entrada de accionistas externos no familiares. El resto, un 87%, esperaban que la propiedad quedara en manos de la familia (Amat, 2000).

El Centro para la Empresa Familiar de Arthur Andersen realizó una encuesta a más de 3000 empresas familiares en los años 1995 y 1997; dicha encuesta se enfocó a empresas con ventas anuales de más de un millón de dólares que, además, eran relativamente maduras (26 años como media). Los resultados mostraron que una tercera parte de la muestra no utilizaba deuda externa y que otra tercera parte tenía un ratio de endeudamiento (deuda sobre recursos propios) menor del 20%, llegando a la conclusión de que las empresas familiares, en general, evitan la deuda. De la misma opinión son Dreux (1990) y Gallo y Vilaseca (1996), al decir que las empresas familiares tienen un nivel más bajo de deuda sobre capitales propios.

Todos estos estudios son opuestos a los resultados de Coleman y Carsky (1999), que sugieren que no existe diferencia en el uso de deuda entre empresas familiares y no familiares. Estos autores, además, encuentran que las empresas familiares, como media, son más maduras, más pequeñas (en cuanto a ventas, activos y número de empleados) y más rentables (en términos de beneficios sobre activos) que las no familiares. Por tanto, el mayor o menor uso de deuda no depende de que la empresa sea o no familiar, sino de variables como la rentabilidad, la edad y el tamaño.

Por otro lado, Poutziouris (2001) muestra que las empresas familiares se adaptan estrechamente a los principios de desarrollo financiero defendidos en la teoría Pecking

Order⁴. Además, para salvaguardar el control y la propiedad familiar y mantener independencia financiera de personas o entidades externas, los propietarios directivos de las empresas familiares, a menudo, dejan pasar oportunidades de crecimiento e, incluso, se abstienen de crecer. Esto, además, es debido a su fuerte dependencia de los fondos internamente generados y al limitado acceso a fondos externos a largo plazo.

Mahéroult (2000) justifica la ausencia de capital disponible para las pequeñas empresas familiares con base en dos razones: i) los obstáculos internos y ii) el mercado financiero.

i) En la primera, se indica que al diluirse el poder familiar, se diluye, consecuentemente, la estructura de propiedad, lo cual desencadena, con frecuencia, una crisis real de identidad para la empresa y sus directivos. En este sentido, Myers y Majluf (1984) claramente exponen que el lanzamiento de nuevas acciones puede no ser adecuado para los directivos que están fuertemente implicados en la estructura de propiedad de la empresa.

Además, los accionistas externos e internos a las familias no comparten el mismo nivel de información sobre las oportunidades de crecimiento de la empresa (Ang, 1991). Esta diferencia de información entre los directivos de la empresa y los inversores ajenos a la familia, podría explicar la reticencia de éstos últimos a invertir.

Consecuentemente, un directivo podría considerar la autofinanciación como la mejor fuente financiera y la deuda como la mejor fuente externa (Churchill y Lewis, 1985, 1986; Ennew y Binks, 1994), y ampliar el capital como último recurso. Así, las empresas controladas por los directivos lanzarían nuevas acciones sólo si no hubiera otra forma de financiar el crecimiento (Osteryoung *et al*/1992; Mulkay y Sassenou, 1995 y Mahéroult, 1998). Según datos recogidos por Mahéroult (2000) (National Institute for SMEs, 1994), una de cada dos empresas prefiere frenar el crecimiento antes que diluir su propiedad. Consecuentemente, la ausencia de capital para las pequeñas empresas familiares proviene, parcialmente, de ellas mismas.

ii) Siguiendo con los planteamientos de Mahéroult (2000), una segunda razón que justifica la ausencia de capital disponible para las pequeñas empresas familiares, hace responsable al mercado financiero. Las pequeñas empresas se enfrentan con dificultades para financiar su crecimiento porque pocos inversores buscan invertir

⁴ Como se verá en el capítulo III, según esta teoría, en primer lugar se opta por la financiación interna, en segundo lugar, por la financiación externa mediante deuda y en tercer y último lugar, por una financiación externa vía ampliaciones de capital.

en empresas de reducido tamaño (Saint-Pierre y Beaudoin, 1995). En Francia, el capital riesgo financia una parte muy pequeña de las inversiones de las Pymes. La poca liquidez de las acciones, cuando una empresa no cotiza, explica la actitud tan selectiva de las empresas de capital riesgo.

Los resultados de los estudios de Mahéroult (2000) muestran, por un lado, que la financiación de las pequeñas empresas familiares que no cotizan es consistente con la teoría Pecking Order, lo cual limita su desarrollo; por otro lado, que las empresas que cotizan se enfrentan al crecimiento sin restricciones financieras. Hay una clara influencia de la cotización sobre la inversión, ya que las restricciones financieras desaparecen cuando una empresa entra a cotizar en los mercados de capital. Las empresas que cotizan, familiares o no, respetan una de las grandes reglas en finanzas: separación entre las decisiones de inversión y de financiación. La cotización debe tener una gran influencia sobre la calidad de información ofrecida a los inversores, así como sobre el comportamiento de los directivos. En otras palabras, la cotización podría reducir el problema de información subyacente en la teoría Pecking Order. Además, las empresas cotizadas garantizan a los inversores un nivel mínimo de liquidez, posibilitando una estrategia sencilla de salida. Por eso, es posible que la empresa familiar sienta rechazo a cotizar por la necesidad de revelar sus políticas directivas, más que por la pérdida de control.

En otro sentido, Anderson *et al* (2003) exponen que las grandes empresas familiares se enfrentan a una deuda con menor coste, debido a que tienen menores costes de agencia. Además, los prestamistas opinan que los fundadores de empresas familiares protegen más los intereses de la empresa y, por tanto, estas empresas son más seguras.

Como puede observarse, existen contradicciones, que se ponen de manifiesto al contrastar los resultados de unos estudios con otros, en cuanto al crecimiento, al uso de la deuda y al reparto de dividendos. La discordancia de resultados podría deberse a las muestras utilizadas por cada una de las investigaciones, ya que, por un lado, pertenecen a distintos sectores, países y tamaños y, por otro, y nos reiteramos en ello, no existe unanimidad en los criterios que llevan a considerar a una empresa como familiar.

8. RESUMEN

Tras una revisión de la literatura existente en torno a la empresa familiar, nos hemos centrado en los aspectos que más nos interesan, con la finalidad de conocer

la importancia de la empresa familiar en la economía mundial, delimitar su concepto y analizar sus diferencias con otro tipo de organización.

La toma de conciencia sobre la necesidad de prestar atención a la empresa familiar, surgió en los Estados Unidos de América, al comprobarse que había un número elevado de empresas que debían enfrentarse a un relevo generacional. Aunque los resultados son distintos según las fuentes consultadas, casi todos los países cuentan con un porcentaje de empresas familiares superior al sesenta por ciento, realizando éstas contribuciones importantes al producto interior bruto y a la generación de empleo de los países.

Los primeros estudios referentes a la empresa familiar datan de la década de los cincuenta, pero durante casi 25 años, han sido muy escasos; a partir de los noventa, el estudio de la empresa familiar se ha reconocido como una disciplina académica separada. Por ser el relevo generacional, uno de los aspectos claves en la empresa familiar y, por tanto, uno de los que más preocupan a sus propietarios, el tema de la sucesión es el que ha recibido más atención por parte de los investigadores.

Durante mucho tiempo se ha definido a la empresa familiar desde distintos puntos de vista. Así, las características que a lo largo de los años se han ido utilizando para definir una empresa familiar han sido básicamente tres: propiedad, control y relevo generacional

Algunos autores utilizan sólo una de ellas, otros utilizan dos, y algunos otros utilizan una combinación de las tres; son una minoría los que han incluido alguna característica distinta a las mencionadas. Pero, aún basándose en los mismos criterios elementales para definir la empresa familiar, el resultado de la aplicación de los mismos por cada autor, ha sido una diversidad tan grande de definiciones que, aún en la actualidad, nos encontramos con la ausencia de una definición común y generalizada de empresa familiar. Ello nos ha llevado a la necesidad de decidir qué es para nosotros una empresa familiar y, por tanto, qué criterios utilizaremos para clasificar las empresas en nuestro estudio empírico. En la definición de empresa familiar que proponemos, creemos necesaria la coincidencia de control sobre la propiedad y sobre la gestión de la empresa, así como la existencia de un potencial relevo generacional.

A continuación, hemos tratado de buscar en la literatura características de las empresas familiares que las hacen únicas. La más extendida y ampliamente aceptada es el hecho de existir dos sistemas –empresa y familia- que se solapan y, por tanto, están en continua interacción. Una vez asumida la influencia que la familia ejerce sobre la empresa, siendo este factor el que diferencia a la empresa familiar de otro

tipo de organizaciones, algunos autores creen que la influencia es negativa, otros que es positiva y, un tercer grupo, opina que esta influencia tiene aspectos positivos y negativos.

Posteriormente, hemos expuesto el modelo de los tres círculos, aceptado por la mayoría de la comunidad científica, como referente para comprender la dinámica de la empresa familiar. Este modelo hace referencia a la existencia de tres sistemas en una empresa familiar –familia, empresa y propiedad-, dando lugar a la clasificación de las personas implicadas en una empresa familiar en siete categorías, en función de que pertenezcan a uno de los tres sistemas o a más de uno a la vez.

Este modelo ha sido utilizado como base por algunos autores para desarrollar el suyo propio. Así, por ejemplo, se plantean cuatro sistemas –familia, empresa, dirección y propiedad-, o se incluye la dimensión temporal en el modelo original de los tres círculos. Además, hemos hecho alusión a una serie de características particulares que, según diferentes autores, pertenecen exclusivamente a la empresa familiar.

En este capítulo, también, se ha tratado el proceso evolutivo de la empresa familiar, lo que nos ha ayudado a entender que no se puede hablar de características de las empresas familiares de una forma generalizada, ya que según el momento del ciclo de vida de la empresa y de la familia –ambos en interacción- en el que se encuentre, las empresas familiares se enfrentan a una serie de retos, circunstancias y vicisitudes distintas, provocando comportamientos diferentes.

Finalmente, en línea con los objetivos de este trabajo de investigación, hemos centrado la atención en los aspectos financieros de la empresa familiar, que los diferentes autores han estudiado a lo largo de los años. No obstante, debemos destacar que casi el total de los pocos estudios empíricos que se han desarrollado, se limitan a realizar una mera descripción de algunas características cuantitativas y objetivas –ventas, número de empleados, rentabilidad, nivel de endeudamiento, volumen de activos, etc.- de las empresas familiares.

Así, hemos agrupado los artículos referentes a temas financieros de las empresas familiares en tres bloques, en los que subyacen cada una de las siguientes cuestiones: a) orientación a largo plazo de las empresas familiares, b) grado de profesionalización de los directivos financieros e interconexión existente entre las finanzas familiares y las empresariales y c) nivel de endeudamiento que poseen las empresas familiares. En este último grupo, se hace referencia, además, a otras variables financieras.

En general, los estudios se han centrado en aspectos muy distintos, lo cual, unido a la ausencia de una definición de empresa familiar compartida por los mismos,

provoca que sea casi imposible realizar comparaciones entre los resultados arrojados por unos y otros. En otras ocasiones, se exponen resultados completamente opuestos. Con todo ello, creemos que el terreno financiero de las empresas familiares está todavía por explotar.

Son muchas las ideas que a lo largo de este capítulo se han barajado, lo que nos hace pensar que las empresas familiares son realmente diferentes de las no familiares en muchos aspectos y ello lo avalan los numerosos años y autores que se han dedicado a estudiar la materia. No obstante, pensamos que aún queda mucho por hacer. Por ello, dedicar nuestro trabajo de investigación al estudio de las empresas familiares está plenamente justificado. Creemos que con el desarrollo del mismo, podemos arrojar nueva luz sobre el comportamiento financiero de las empresas familiares.

Capítulo III: La estructura financiera de la empresa: Estado de la cuestión

1. INTRODUCCIÓN

Tras definir y analizar las características de la empresa familiar frente a la no familiar, en este capítulo, nos proponemos analizar la estructura financiera de la empresa, ya que son ambos temas, unidos, los que sustentan el desarrollo del presente trabajo.

Lo que pretendemos en esta parte es presentar la evolución de la economía financiera en el campo que nos ocupa, esto es, la estructura financiera de la empresa. Tras una revisión bibliográfica, extraemos las teorías sobre las que basamos nuestro análisis.

Para el desarrollo de este capítulo, como punto de partida casi obligatorio, hacemos referencia al trabajo de Modigliani y Miller de 1958. En este trabajo, Modigliani y Miller concluyen que la estructura financiera resulta irrelevante para el valor de la empresa. Sin embargo, a pesar de ser un modelo depurado teóricamente, parte de unas condiciones de partida escasamente aplicables en la práctica, especialmente las referidas a la perfección del mercado de capitales. Posteriormente, este modelo se ha ido generalizando con la introducción de imperfecciones en dicho mercado - impuestos, costes de agencia, costes de quiebra y asimetría de información-, por parte de diferentes autores, llegando a conclusiones muy dispares entre sí. Tanto el trabajo de Modigliani y Miller como las generalizaciones posteriores se presentan en la sección segunda de este capítulo.

Posteriormente, en la sección tercera, exponemos las dos teorías sobre el comportamiento financiero de la empresa que han competido en los últimos años y que aún siguen siendo objeto de investigación. Por ello, además de definir las, aportamos algunos estudios empíricos que tratan de contrastar el cumplimiento de una u otra. Nos referimos a la teoría *pecking order* o de jerarquía de preferencias y a la teoría *tradeoff* o de equilibrio estático¹.

¹ También llamada equilibrio financiero

Por último, en la sección cuarta, analizamos las variables que más a menudo se han relacionado con la estructura financiera de la empresa, exponiendo los resultados de los estudios realizados por diferentes autores. En esta sección, se estudia la rentabilidad, las oportunidades de crecimiento, las garantías colaterales ofrecidas por la empresa al solicitar financiación ajena, la influencia de los directivos sobre las decisiones de financiación, el tamaño empresarial, la edad de la empresa y la fiscalidad.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS CLÁSICOS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA

La teoría contemporánea desarrollada en torno a la estructura financiera de la empresa, se basa en el trabajo de Modigliani y Miller (1958) sobre el efecto que ejerce la estructura de capital en el valor de la empresa (Romano *et al*, 2000). Así, prácticamente todos los estudios que tratan de abordar esta materia, comienzan citando este trabajo original. Su éxito se ha debido, básicamente, al desarrollo teórico tan sólido que realizan sus autores, pero sus conclusiones son fácilmente refutables debido a las hipótesis de partida en las que se apoyan.

Estas hipótesis son:

- nos encontramos ante mercados perfectos,
- las empresas operan sin impuestos,
- no existen costes de transacción²,
- toda la información relevante está disponible sin coste alguno,
- el riesgo económico permanece constante,
- nos movemos en una situación de estabilidad o no crecimiento de los activos empresariales,

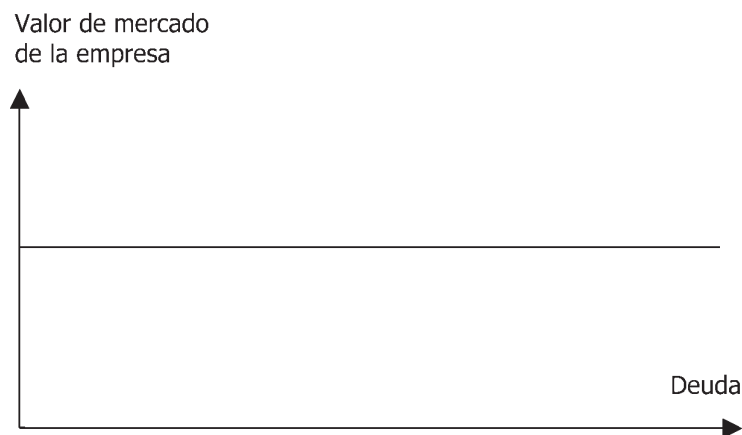
² De Bondt (1998) expone que los costes de transacción pueden agruparse en tres bloques: i) los costes de intercambio, que son todos los asociados a la compra de bienes y servicios, ii) los costes de formalización del contrato, que incluyen administración, negociación, etc. y iii) los costes de información, que son los ligados a la obtención de la misma e incluyen búsqueda, administración, control y verificación, entre otros.

- los flujos financieros son constantes y a perpetuidad,
- la deuda se considera no arriesgada.

Modigliani y Miller (1958) argumentaron que, bajo estas condiciones, al modificar la estructura de capital³ de una empresa no se altera su valor. Cambiar la estructura de capital de una compañía, simplemente altera la forma en la que se reparten los flujos netos operativos entre los distintos inversores. Así, no existe relación entre el apalancamiento financiero y el valor de la empresa. Sólo las decisiones de inversión son importantes para conseguir maximizar la riqueza.

Modigliani y Miller (1958), además, al analizar el valor de los activos y pasivos de la empresa, se refieren a la valoración de mercado o bursátil, no a su valor contable. En la figura 3.1 se representa la relación entre el endeudamiento y el valor de la empresa, según estos autores.

Figura 3.1: Relación entre el endeudamiento y el valor de la empresa, según Modigliani y Miller, 1958



Sin embargo, cuando se relajan las hipótesis de partida, entran en juego factores que hacen que la estructura de capital sea importante. Algunos de estos factores son los impuestos, los costes de agencia, los costes de quiebra y la asimetría de información. Diferentes autores han analizado, a lo largo de los años, la estructura financiera de la empresa y han ido introduciendo estos factores.

³ Estructura financiera y estructura de capital se utilizan como sinónimos.

2.1 Los impuestos

La relajación de la hipótesis de Modigliani y Miller (1958) que defendía la inexistencia de impuestos, llevó a estos mismos autores, en 1963, a publicar un nuevo artículo en el que inferían una conclusión totalmente diferente a la obtenida en el primero, consistente en que la estrategia óptima de la empresa era endeudarse al máximo.

El impuesto de sociedades detrae para el Estado un tanto por ciento del beneficio conseguido en un periodo concreto por una sociedad mercantil. Como los intereses pagados, ocasionados por la deuda, son deducibles de la base imponible del impuesto sobre sociedades, una empresa endeudada consigue un ahorro de impuestos respecto a una empresa no endeudada que obtenga el mismo resultado de explotación y posea el mismo riesgo económico que la primera. El valor de la empresa ya no es independiente de la estructura financiera, sino que, ahora, el valor de la empresa es creciente con el ratio de endeudamiento. Esta relación se representa en la figura 3.2:

Figura 3.2: Relación entre el endeudamiento y el valor de la empresa, según Modigliani y Miller, 1963, al introducir los impuestos



Pero este efecto positivo de los impuestos sobre el valor de la empresa, a medida que aumenta el endeudamiento empresarial, ha sido debatido por diversos autores al introducir los impuestos personales de los inversores en la empresa. De esta forma, el efecto positivo de la deuda sobre el pago de impuestos empresariales puede verse compensado, o mermado, por una mayor exigencia de rentabilidad a la empresa por parte de los inversores, por haber visto perjudicada su situación fiscal particular (Miller, 1977 y Green y Hollifield, 2003).

Por otra parte, Angelo y Masulis (1980) introducen un nuevo factor que limita la ventaja fiscal de la deuda empresarial. Plantean que el ahorro fiscal es incierto, ya

que, a medida que aumenta el ratio de endeudamiento, la probabilidad de que en algún ejercicio las ganancias de la empresa sean insuficientes para aplicar la deducción por intereses es mayor, lo que se ve agravado por otras deducciones alternativas a los intereses de la deuda, como podría ser la amortización de los activos o las deducciones provocadas por determinadas inversiones (Titman y Wessels, 1988).

Así, el efecto positivo de los impuestos sobre el valor de la empresa, a medida que aumenta el endeudamiento, puede verse contrarrestado por tres factores principalmente:

- Existencia de impuestos personales, además de los que gravan a la empresa.
- Probabilidad de que, al aumentar el endeudamiento y, por tanto, la carga financiera, los beneficios empresariales sean insuficientes para aplicar la deducción fiscal.
- Existencia de deducciones alternativas a los intereses de la deuda, como, por ejemplo, la amortización de los activos o determinadas inversiones.

2.2 Los costes de agencia

Por otra parte, los costes de agencia, que surgen como consecuencia de los conflictos de intereses existentes entre distintos miembros de una organización, han sido introducidos en el análisis de la estructura de capital de una empresa por diferentes autores. Los estudios iniciales provienen de Jensen y Meckling (1976), que construyeron su teoría a partir de los trabajos de Fama y Miller (1972), e identificaron dos tipos de conflictos de agencia: i) los existentes entre accionistas y acreedores y ii) los que surgen entre accionistas y directivos.

En el primero de los casos, analizado por autores como Grossman y Hart (1982), Jensen (1986), Crutchley y Hansen (1989), Diamond (1989) y Hirshleifer y Thakor (1989), la cuestión radica en si las consecuencias, positivas o negativas, derivadas de la realización de una inversión, son soportadas de forma "justa" por los accionistas y acreedores, o si, por el contrario, no existe un reparto equitativo proporcional al riesgo soportado por cada grupo. Dicho de otra forma, si es conveniente para uno y otro grupo la elección de proyectos arriesgados o seguros, o si ambos grupos tienen preferencias enfrentadas.

Los intereses de los suministradores de fondos ajenos pueden llevar a la empresa a problemas de subinversión. Esto es debido a que, como su ganancia está limitada

al cobro de intereses, prefieren que la empresa no arriesgue realizando proyectos de inversión con una esperanza de rentabilidad elevada, pero con un riesgo igualmente alto. Con la realización de proyectos de inversión poco ambiciosos, pero seguros, es fácil que la empresa pueda hacer frente al pago de intereses y los acreedores obtengan la retribución exigida. Por su parte, los accionistas prefieren los proyectos de inversión arriesgados, pero que ofrezcan la oportunidad de conseguir altas rentabilidades. La explicación a esta preferencia se encuentra en el hecho de que si una inversión ofrece una ganancia reducida, aunque segura, y teniendo en cuenta que los primeros en "cobrar" son los acreedores de fondos ajenos, la renta generada por los accionistas, si es que les queda alguna, es baja. Sin embargo, si la empresa opta por la realización de inversiones arriesgadas, su ganancia puede ser ilimitada (Harris y Raviv, 1991 y Goyal *et al*, 2002). Es decir, para optar a una rentabilidad altísima, los accionistas soportan un riesgo limitado.

Es, por esto, por lo que la existencia de mucha deuda da poder a los acreedores para ejercer presión a favor de la realización de inversiones moderadas, llevando a la empresa a encontrarse con los llamados problemas de subinversión.

Por otro lado, si la empresa se encuentra en mala situación financiera, los acreedores preferirán la liquidación de la sociedad, ya que ellos son los primeros en obtener los fondos aportados a la empresa tras la liquidación de la misma, asegurándose, de este modo, la recuperación de su inversión. Por su parte, los accionistas no estarán tan interesados en la liquidación de la empresa. Por un lado, porque peligra la recuperación de su inversión por no obtener fondos suficientes tras la venta de la compañía y posterior pago a todos los implicados -acreedores de diversos tipos y accionistas preferentes-. Por otro lado, tras la liquidación de la firma, pierden toda esperanza de beneficios futuros.

En este primer conflicto de agencia, la existencia de costes de agencia se asocia a la concurrencia de accionistas y acreedores en la empresa, pero no a la cantidad de deuda existente en la misma. No obstante, deducimos que al haber deuda en la empresa, surgen los costes de agencia y, por tanto, cuanto mayor sea su importe, más perjudicados se verán los accionistas, porque mayor será el poder de los acreedores sobre las decisiones de inversión.

En el segundo de los conflictos de agencia, planteado por Easterbrook (1984), Harris y Raviv (1990a), Stulz (1990) y Goyal *et al* (2002), entre otros, la cuestión es si los directivos actúan, en el ejercicio de su actividad de gestión empresarial, en beneficio propio, o tienen en cuenta las consecuencias que de sus actuaciones derivan en los accionistas. Jensen (1986) plantea que los directivos disfrutan de las ganancias derivadas de su actuación en la empresa de forma limitada, mientras

que soportan sin límite las posibles consecuencias negativas provocadas por su actuación. Esto puede llevarlos a transferir fondos desde la empresa hacia su enriquecimiento personal.

El hecho de que exista deuda en la empresa, parece que favorece a los accionistas, al limitar la libre actuación de los directivos (Stulz, 1990). Esto se debe, básicamente, a que, teniendo en cuenta que la quiebra puede llegar a ser muy costosa para los directivos, debido a la pérdida de control o de reputación, la existencia de deuda incentiva a éstos a tomar decisiones de inversión adecuadas y a no utilizar dinero de la empresa en beneficio propio, de forma que estas actuaciones reducen la probabilidad de quiebra (Grossman y Hart, 1982). Además, la deuda reduce la cantidad de cash flow de "libre" disposición para los directivos, limitando, igualmente, su actuación.

Como resumen de lo comentado hasta ahora, ante la existencia de deuda en la empresa, los accionistas se ven por un lado perjudicados –si nos centramos en su relación con los acreedores- y, por otro, beneficiados –si lo vemos desde la óptica de su relación con los directivos-.

Frente a los problemas de agencia, diversos autores (Schleifer y Vishny, 1997; Jenkinson y Ljungqvist, 2001; Campbell y Keys, 2002 y Anderson y Campbell, 2004, entre otros) desarrollan la *teoría del gobierno corporativo*⁴ en la que exponen posibles soluciones para evitarlos o, al menos, disminuirlos. Así, proponen realizar contratos de incentivos entre los directivos y los distintos inversores –accionistas y acreedores-. A su vez, sugieren diversas formas en que las empresas pueden atraer capital a pesar de los problemas de agencia, por ejemplo, dando cierto poder a los inversores. Andrés *et al* (2000, b) destacan como un modo de gobierno corporativo, la participación activa de los propietarios en la labor de supervisión, e incluso de gestión, de las empresas familiares.

Harris y Raviv (1991), tras revisar los modelos de agencia publicados por diferentes autores, exponen algunas relaciones que, según estos autores, existen entre el endeudamiento empresarial y algunas variables; así, el nivel de endeudamiento está positivamente relacionado con:

- el valor de la empresa (Hirshleifer y Thakor, 1989; Harris y Raviv, 1990; Stulz, 1990)
- la probabilidad de suspensión de pagos (Harris y Raviv, 1990a)
- el cash-flow (Jensen, 1986; Stulz, 1990)

⁴ Azofra (2002) define el gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasi rentas generadas por la empresa.

- el valor de liquidación (Williamson, 1988; Harris y Raviv, 1990a)
- la medida en que la empresa es objetivo de adquisición por parte de otra (Hirshleifer y Thakor, 1989; Stulz, 1990)
- y la importancia de la reputación de la dirección (Hirshleifer y Thakor, 1989).

De la misma manera, el nivel de endeudamiento está negativamente relacionado con:

- las oportunidades de crecimiento (Jensen y Meckling, 1976; Stulz, 1990)
- la cobertura de los intereses
- el coste de las perspectivas de investigación de la empresa y
- la probabilidad de reorganización que sucede a una suspensión de pagos (Harris y Raviv, 1990).

2.3 Los costes de quiebra

Uno de los factores más frecuentemente asociadas al nivel de endeudamiento es la probabilidad de quiebra a la que se enfrenta una empresa al endeudarse. Esta probabilidad ocasiona en la empresa un perjuicio económico que se pone de manifiesto incluso antes de que la empresa se encuentre efectivamente con dificultades financieras. A la cuantificación de este perjuicio económico se le denomina costes de quiebra o insolvencia, e incluyen costes explícitos o directos y costes implícitos o indirectos.

- Costes explícitos: son los derivados de los pagos a terceras personas, diferentes de los acreedores y propietarios. Incluyen los honorarios de abogados, peritos y subastadores que intervengan en el proceso de quiebra o suspensión de pagos⁵, tasas judiciales, etc. (Altman, 1984).

⁵ Aunque, en ocasiones, se habla de ellos como sinónimos, la suspensión de pagos y la quiebra son conceptos diferentes, tanto a efectos jurídicos como en el campo económico-financiero. La suspensión de pagos se produce cuando una empresa, en un momento dado, no tiene liquidez suficiente para hacer frente a los desembolsos de efectivo que se derivan de los compromisos contraídos, con lo cual, al no tener liquidez, ni capacidad para conseguirla rápidamente, suspende dichos pagos. No obstante, el valor de los activos de la empresa puede ser superior a la cuantía del exigible, por lo que la insolvencia se puede calificar de temporal o provisional. En cambio, en una quiebra o insolvencia definitiva, el neto patrimonial se ha ido reduciendo paulatinamente, debido a pérdidas continuas, hasta llegar a convertirse en negativo. Es decir, que en una quiebra, el valor contable del activo es inferior a los recursos ajenos contabilizados, por lo que, aunque se logre liquidar la empresa, es casi imposible que los acreedores de la misma lleguen a recuperar la totalidad de la deuda que ésta tiene contraída con ellos.

- Costes implícitos: son de difícil cuantificación, e incluyen la pérdida de imagen de la empresa que entra en suspensión de pagos, lo cual deriva en problemas para seguir vendiendo a los clientes de siempre, empeoramiento de las condiciones de compra con los proveedores, descontento de los trabajadores, imposibilidad de acceso a determinadas fuentes financieras y encarecimiento de las disponibles y, por tanto, disminución de las inversiones, etc. Todos estos costes se materializarán en una reducción de beneficios. Altman (1984) define a estos costes indirectos como los derivados de la percepción, por parte del mercado, de una alta probabilidad de quiebra, y que se materializarán, finalmente, en una mayor variabilidad y una disminución de las ventas y los beneficios de la empresa, lo que se traduce en una disminución de su valor.

Aunque los costes directos asociados a la administración de un proceso de insolvencia, parecen ser bastante bajos con respecto al valor de mercado de la compañía, los costes indirectos pueden llegar a ser sustanciales (Barclays y Smith, 1999).

Por todo ello, la probabilidad de quiebra actúa en contra de la deuda empresarial. En consecuencia, se espera que las compañías cuyo valor consista principalmente en oportunidades intangibles de inversión (u opciones de crecimiento), elegirán estructuras de capital con baja deuda, ya que es muy probable que estas empresas sufran elevadas pérdidas de valor –cuando las empresas reducen sus inversiones, al encontrarse con dificultades financieras, lo hacen principalmente en investigación y desarrollo, publicidad, mantenimiento y aprendizaje (Barclay y Smith, 1999)-. Por el contrario, las compañías maduras, cuyo valor refleja el cash flow generado por sus activos tangibles, incurren en costes esperados más bajos asociados con las dificultades financieras. Tales compañías tendrán un ratio de endeudamiento significativamente más alto que las anteriores (Myers, 1977).

2.4 Asimetrías de información

Aunque la introducción de este factor lo exponemos en último lugar, no es por ello el menos importante, sino, más bien, todo lo contrario, ya que es precisamente la asimetría de información una de las causas que dan lugar a los costes de agencia y de quiebra.

De acuerdo con De Bondt (1998), pueden destacarse dos efectos negativos asociados a las asimetrías de información. El primero, selección adversa, puede producirse antes de que se realice la transacción; el segundo, riesgo moral, se produce después de realizada la transacción.

Se asume que los directivos de una empresa poseen información privada sobre el valor de la misma que los inversores no tienen (Harris y Raviv, 1991; Barclay y Smith, 1999). El reconocimiento de esta disparidad de información entre directivos e inversores nos conduce a dos teorías, distintas pero relacionadas, sobre las decisiones de financiación: teoría de las señales y teoría de la jerarquía de preferencias.

Los pioneros de la teoría de las señales son Ross (1977) y Leland y Pyle (1977), que exponen que la determinación de la estructura de capital de la empresa por parte del equipo directivo transmite información a los inversores. Los contratos de deuda obligan a las empresas a realizar pagos durante la vida de los préstamos; si estos pagos no se realizan, se producirán serias consecuencias para la empresa, incluida la posible quiebra. El capital propio, por el contrario, es más flexible. Aunque los accionistas también esperan recibir ganancias (dividendos), los directivos empresariales tienen un mayor nivel de discreción sobre esos pagos y pueden limitarlos u omitirlos en momentos de dificultades financieras. Por esta razón, añadir más deuda a la estructura de capital de la empresa, puede servir a los inversores como una señal creíble sobre la confianza de los directivos en una futura generación de cash-flow (Barclay y Smith, 1999).

Estos autores puntualizan que la mayoría de las empresas que emiten nuevas acciones, pueden esperar una bajada en el precio de las mismas al anunciarse la oferta. Para esas empresas que, antes del anuncio de la oferta, están justamente valoradas o, incluso, infravaloradas, esta esperada bajada en su valor representa una dilución económica para los accionistas existentes, denominada "costes de información".

Myers y Majluf (1984), en sus trabajos pioneros, mostraban que si los inversores están peor informados que los directivos de la empresa sobre el valor de los activos de la misma, entonces, las acciones pueden estar infravaloradas en el mercado. Si la empresa necesita financiar nuevos proyectos mediante la emisión de nuevas acciones, la infravaloración puede afectar hasta el punto que los nuevos inversores capten más del valor actual neto de los nuevos proyectos que los actuales accionistas, resultando en una pérdida neta para éstos. En este caso, el proyecto será rechazado, incluso si del mismo puede esperarse un valor actual neto positivo. Estos problemas pueden evitarse si la empresa tiene la posibilidad de financiar los nuevos proyectos utilizando títulos que no estén tan infravalorados por el mercado. Por ejemplo, utilizando fondos generados internamente y/o deuda sin riesgo. Incluso la deuda arriesgada será preferida por los actuales accionistas (Harris y Raviv, 1991). A esto se refiere Myers (1984) como la teoría de jerarquía de preferencias, a la que dedicaremos un epígrafe posteriormente.

Korajczyk *et al* (1990) exponen que los problemas de subinversión son menos severos después de la publicación de información sobre la marcha de la empresa, tal como informes anuales o anuncios de ganancias. Así, Lucas y McDonald (1990)

consideran un modelo en el cual la asimetría de información típica de Myers y Majluf es temporal y las empresas pueden retrasar la realización de proyectos. De esta forma, las empresas con información privada cuyas ganancias actuales son bajas, no retrasarán la realización de proyectos, mientras que las empresas cuyas ganancias actuales sean altas, retrasarán la realización de proyectos hasta que esta información se haga pública. El resultado es que, como media, las acciones son emitidas después de un periodo de beneficios anormalmente altos tanto para la empresa como para el mercado. Además, sus resultados coinciden con los de Myers y Majluf (1984) y Barclay y Smith (1999), en el sentido de que, como media, el precio de las acciones baja en respuesta a una nueva emisión.

Una conclusión importante de Myers y Majluf (1984) es que el endeudamiento aumenta con la cantidad de asimetría de información. Por su parte, Harris y Raviv (1991) añaden que, si las empresas con más activos intangibles tienden a tener mayores asimetrías informativas, se espera que las mismas acumulen más deuda a lo largo del tiempo. Esta relación entre deuda y activos intangibles –como posibles medidores de las oportunidades de crecimiento- es contraria a la presentada al exponer los costes de quiebra.

3. TEORÍA DE EQUILIBRIO FINANCIERO (STATIC TRADEOFF) Y TEORÍA DE JERARQUÍA DE PREFERENCIAS (PECKING ORDER)

3.1 Teoría de equilibrio financiero (static tradeoff)

Todos los factores vistos hasta ahora compiten entre sí elevando o disminuyendo el valor de la empresa a medida que aumenta el ratio de endeudamiento que ésta posee. En otras palabras, unos factores hacen que el nivel de deuda óptimo para la empresa sea bajo, mientras que otros hacen que sea elevado. Según la teoría de equilibrio estático, las empresas tienden a alcanzar su nivel óptimo de endeudamiento, esto es, buscan la estructura de capital óptima de forma que se maximice el valor de la misma. Y cuando se alejan de este nivel óptimo, emprenden el camino para alcanzarlo nuevamente.

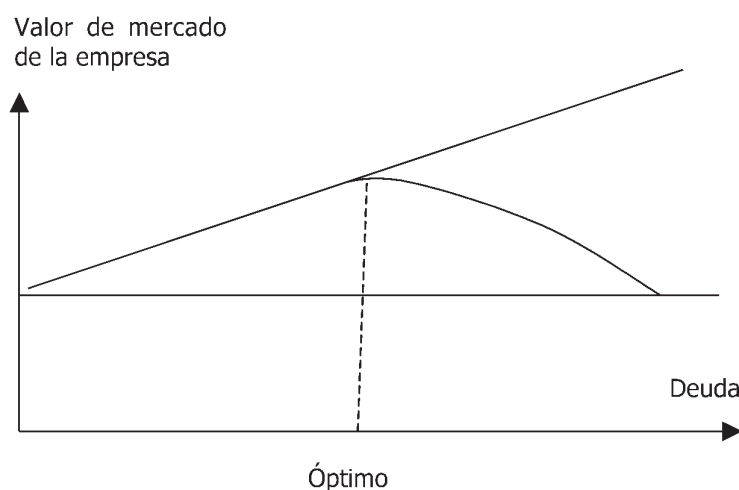
La existencia de un ratio de endeudamiento óptimo para las empresas ya se defendía en la denominada tesis tradicional, construida con anterioridad a las aportaciones de Modigliani y Miller (1958), que, aunque no goza de un desarrollo matemático que la sustente, sí está basada en una lógica empresarial que actualmente se sigue manteniendo.

Los argumentos de esta tesis provenían de los directores financieros de las empresas, quienes podían asegurar que un endeudamiento excesivo es malo y, prueba de ello, son las empresas fuertemente apalancadas que desaparecen del mercado en cuanto el ciclo económico cambia ligeramente de signo. Por otra parte, estos mismos directivos también afirman que un cierto endeudamiento es beneficioso y que, financiar la totalidad de los activos con recursos propios es una postura excesivamente conservadora, siendo mejor arriesgar un poco y endeudarse algo, porque así la rentabilidad de los accionistas puede ser mayor.

Para analizar la teoría de equilibrio estático, nos basamos en la exposición de Myers en su artículo, de 1984, *The capital structure puzzle*. Así, el ratio de endeudamiento óptimo de una empresa se entiende como el resultado de sopesar los costes y los beneficios de endeudarse, manteniendo los activos empresariales y los planes de inversión constantes. La empresa pondera el valor de la deducción de impuestos, que genera el pago de intereses, contra diversos costes de quiebra o de dificultades financieras. Myers (1984), en relación a los costes de quiebra, hace referencia a (i) el riesgo, definido como variación en el valor de mercado de los activos de la empresa, y (ii) la estructura de activos que posee la empresa. Y expresa que las relaciones tanto del riesgo, como de los activos intangibles que posee la empresa, con el nivel de endeudamiento, deberían ser negativas. Shyam-Sunder y Myers (1999) se refieren a la rentabilidad como una variable más, asociada al endeudamiento empresarial.

Se supone que la empresa sustituye deuda por capitales propios, o capitales propios por deuda, hasta que el valor de la misma se maximice. En la figura 3.3 se representa, desde esta óptica, la relación entre valor y deuda.

Figura 3.3: Relación entre el valor de la empresa y su nivel de endeudamiento, una vez incluidos los impuestos y los costes de quiebra



En principio, si esta hipótesis es cierta y no hay nada que lo impida, todas las empresas deberían presentar un nivel de endeudamiento que coincidiese con su óptimo. Pero se observa que esto no es así, sino que las empresas tienen que reaccionar ante los eventos aleatorios que les hacen alejarse de su óptimo y que el ajuste hacia el mismo no es inmediato, sino que existen retrasos. Esto es debido a los denominados *costes de ajuste*, que son los costes de transacción en los que incurre la empresa al variar su nivel de endeudamiento.

La explicación a los distintos niveles de endeudamiento que presentan las empresas que, en principio, poseen ratios de deuda óptimos similares, reside, precisamente, en los costes de ajuste. Myers (1984), se plantea si estos costes son elevados o reducidos, por un lado, y, por otro, si los directivos conocen realmente cuál es el ratio de endeudamiento óptimo de la empresa que gobiernan y, por tanto, si tratan de acercarse a él.

Revisando la literatura existente en torno a este enfoque teórico, podemos comprobar que existe un gran número de autores que lo defienden: Schwartz y Aronson (1967), Taggart (1977), Marsh (1982), Auerbach (1985), Jalilvand y Harris (1984) y Opler y Titman (1994), entre otros. En el trabajo de Shyam-Sunder y Myers (1999) encontramos una revisión general de las ideas básicas que postulan los citados estudios. Por otra parte, el trabajo de Bradley *et al* (1984) realiza una revisión y síntesis de la literatura tanto empírica como teórica sobre la estructura de capital óptima y concluye que sus hallazgos sustentan la teoría tradeoff sobre la estructura de capital. Algunos de los estudios empíricos recientes que tratan de contrastar esta teoría con la de jerarquía de preferencias, los analizamos más adelante, en el epígrafe 3.3.

3.2 Teoría de jerarquía de preferencias (pecking order)

Frente a la idea tradicional de que las empresas poseen un ratio de endeudamiento óptimo y que, además, en sus decisiones sobre la estructura de capital tratan de acercarse a él, existe una teoría propuesta por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984) denominada teoría de jerarquía de preferencias. Aunque su origen se atribuye de forma generalizada a estos autores, ya Donaldson (1961) planteó sus fundamentos.

La teoría jerarquía de preferencias postula que el comportamiento financiero de las empresas, en cuanto a su estructura de capital, está basado en un orden jerárquico originado, principalmente, por la existencia de asimetrías de información y por los costes asociados a cada una de las fuentes financieras que puede utilizar la empresa.

Así, las empresas utilizan como primer y principal recurso, los fondos generados internamente; cuando éstos son insuficientes porque las inversiones así lo requieren, acuden a la financiación externa. Dentro de ésta, en primer lugar, optan por emitir deuda y, como última instancia, recurren a la emisión de acciones. A medida que avanzamos en esta jerarquía, aumentan los costes de obtención de fondos.

Según este orden de selección, debería confirmarse que las empresas más rentables y las más antiguas tienen menos deuda, ya que se supone que estas empresas poseen más liquidez; es decir, más fondos generados internamente y, por tanto, no necesitan acudir a la financiación ajena.

Además de los costes de obtención de fondos, Myers (1984) expone otro motivo por el que las empresas evitan emitir acciones; se basa en la existencia de asimetrías de información, y se sustenta en la transmisión, por parte de los directivos, de señales al mercado. Si una empresa emite acciones, los inversores interpretan que las mismas están sobrevaloradas y que, por tanto, los directivos, con la venta de éstas, desean obtener una cantidad elevada de fondos. Por tanto, no las comprarán, provocando una disminución en su precio. De esta manera, cuando los directores de las empresas necesiten fondos para llevar a cabo sus inversiones, sólo acudirán a la ampliación de capital cuando hayan agotado su capacidad de endeudamiento, momento en el que los inversores estarán dispuestos a adquirir acciones a un precio razonable.

Por su parte, Frank y Goyal (2000) plantean la teoría de jerarquía de preferencias como un problema de selección adversa. Esto es, las empresas eligen las fuentes que van a financiar sus inversiones en el orden ya comentado, pero justifican esta selección en que a medida que avanzamos en la jerarquía, las fuentes financieras están sujetas a más problemas de selección adversa. Por el contrario, Brennan y Kraus (1987) señalan que la selección adversa, por sí misma, no implica el cumplimiento de la teoría de jerarquía de preferencias. Esta falta de consenso por parte de los diferentes autores al explicar el cumplimiento de esta teoría, la justifican Frank y Goyal (2000) en el hecho de que muchos de los soportes que la sustentan provienen del estudio de eventos concretos; por tanto, han surgido diversas explicaciones utilizadas para justificar casos particulares.

De forma contraria a lo que postula la teoría de equilibrio estático, de la exposición de la teoría de selección jerárquica puede extraerse una conclusión importante: las empresas no tratan de acercarse a un nivel óptimo de endeudamiento, ya que la primera y la última opción de financiación corresponden a capitales propios, dejando la opción intermedia para los fondos ajenos.

Desde la postulación de esta teoría, algunos autores, como Kester (1986), Titman y Wessel (1988) y Rajan y Zingales (1995), han defendido una de sus consecuencias principales referente a la relación negativa que existe entre el ratio de endeudamiento y la rentabilidad pasada de la empresa. Pero es su hipótesis de partida, la existencia de asimetrías de información, lo que ha hecho que esta teoría se haya aplicado al ámbito de la pequeña y mediana empresa, convirtiéndose, quizá, en la teoría más utilizada para definir el comportamiento financiero de las empresas de reducido tamaño.

No debemos olvidar que el desarrollo de la teoría financiera sobre la estructura de capital, a lo largo de los años, se ha centrado en grandes empresas que, generalmente, cotizan en bolsa. No obstante, en los últimos años, parece que el sector de la Pyme está despertando interés entre los investigadores. La causa de esta laguna suele atribuirse a la poca información disponible con la que se cuenta para analizar estas empresas.

Schnabel (1992) desarrolla un modelo de estructura de capital en el ámbito de la Pyme con el que llega a idénticas conclusiones que Myers y Majluf (1984). Por su parte, Petersen y Rajan (1994) y Berger y Udell (1998) señalan que el problema de asimetría de información es mayor en las pequeñas que en las grandes empresas. Hamilton y Fox (1998) justifican la teoría de selección jerárquica en la Pyme, en el hecho de que los directivos, generalmente también propietarios, no desean perder la propiedad y el control que ostentan. Además, exponen que el comportamiento empresarial es indiferente en cuanto a la edad. Holmes y Kent (1991), además, justifican la jerarquía de preferencias en que las pymes no tienen tan fácil acceso a la emisión de nuevas acciones. Contrariamente, Ang (1991) argumenta que tras la retención de beneficios, las pymes utilizan, como segunda fuente financiera, las nuevas aportaciones de los propietarios.

3.3 Teoría de equilibrio estático frente a la teoría de jerarquía de preferencias

A lo largo de los años, los diferentes autores han analizado ambas teorías; pero sólo últimamente han surgido estudios que, de forma específica, tratan de verificar empíricamente el cumplimiento o no de las mismas. A continuación, realizamos una revisión de algunos de estos trabajos más recientes.

Shyam-Sunder y Myers (1999) realizan un estudio empírico en el que tratan de contrastar si el comportamiento financiero de las empresas se ajusta o no al defendido

por las teorías de equilibrio estático y de selección jerárquica. Para ello, utilizan una muestra de 157 empresas maduras que cotizan en bolsa. Algunas de sus conclusiones son: i) El modelo de selección jerárquica es un excelente descriptor del comportamiento financiero de las empresas. ii) El modelo simple de ajuste hacia un objetivo, cuando se prueba independientemente, también parece funcionar bien. iii) Cuando se realiza una comparación de ambos modelos, los coeficientes y el nivel de significación del modelo de selección jerárquica prácticamente no cambian; el rendimiento de ajuste al objetivo disminuye, aunque los coeficientes todavía parecen estadísticamente significativos. iv) No se da un desarrollo fuerte de selección jerárquica porque las empresas financian sus necesidades de liquidez imprevistas, con deuda a corto plazo. v) Los experimentos de simulación muestran que los modelos de equilibrio estático no son rechazados, incluso cuando son falsos. El enfoque de selección jerárquica, sin embargo, cuando es falso, puede ser fácilmente rechazado.

En general, los resultados sugieren mucha mayor confianza en el modelo de selección jerárquica que en el modelo de ajuste a un objetivo. Si las compañías tienen un ratio de deuda óptimo bien definido, parece que los directivos no están muy interesados en alcanzarlo.

Aunque sus métodos han sido criticados por algunos autores como Chirinko y Singha (2000), su forma de proceder también ha sido la base para otros estudios empíricos desarrollados con posterioridad, sirva como ejemplo Frank y Goyal (2000), Sogorb y López (2003) y Aybar *et al* (2004).

Shyam-Sunder y Myers (1999), para contrastar la teoría de selección jerárquica se basan en que el déficit de financiación que tienen las empresas debe ser cubierto mediante la emisión de deuda. Este déficit de financiación es la diferencia que existe entre la necesidad de fondos que tiene la empresa y los que ésta ha generado internamente. Matemáticamente, quedaría así definido, para un determinado periodo t:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t$$

donde:

C_t = Cash flow operativo después de intereses e impuestos,

DIV_t = Pago de dividendos,

X_t = Inversión en inmovilizado,

ΔW_t = Incremento neto del capital circulante,

R_t = Proporción de deuda a largo plazo que vence en este periodo.

Y la relación que ellos tratan de contrastar es:

$$\Delta \text{END}_{it} = a + b_{PO} \text{DEF}_{it} + e_{it}$$

donde:

ΔEND_{it} es la cantidad de deuda emitida –o retirada, si el déficit es negativo- por la empresa i , siendo e_{it} la perturbación aleatoria. Se espera que a sea igual a cero y que b_{PO} sea igual a uno. El coeficiente pecking order es b_{PO} . El déficit no incluye la emisión o recompra de acciones. El modelo simple de selección jerárquica predice que la empresa sólo emitirá o retirará acciones como último recurso.

Chirinko y Singha (2000) en su crítica a estos autores exponen que, para una emisión de acciones en cantidad empíricamente relevante, el coeficiente b_{PO} puede ser significativamente más pequeño que uno, incluso cuando las empresas siguen un orden de selección consistente con el modelo de jerarquía de preferencias. Ellos también muestran que este coeficiente puede ser cercano a la unidad, incluso cuando las empresas no siguen la teoría de jerarquía de preferencias.

Además, Shyam-Sunder y Myers (1999), para contrastar el modelo de equilibrio estático, desarrollan la siguiente expresión:

$$\Delta \text{END}_{it} = a + b_{TA} (\text{END}_{it}^* - \text{END}_{it-1}) + e_{it}$$

donde:

ΔEND_{it} es el aumento en el nivel de endeudamiento de la empresa i , que se produce en el momento t . END_{it}^* es el nivel de deuda objetivo para la empresa i en el momento t y END_{it-1} es el nivel de deuda del año anterior ($t-1$). Se asume que b_{TA} , coeficiente de ajuste hacia el objetivo, es constante para toda la muestra. La hipótesis que se intenta contrastar es que $b_{TA} > 0$, lo que indica que hay ajuste hacia el objetivo. Pero si $b_{TA} < 1$, existen costes de ajuste positivos. Despejando la deuda de un año concreto, obtenemos que ésta dependerá de la deuda del año anterior y del nivel óptimo de deuda. Quedando definido b_{TA} como la velocidad de ajuste de la deuda hacia el nivel objetivo y $1 - b_{TA}$, como los costes de ajuste. La expresión quedaría así:

$$\text{END}_{it} = a + b_{TA} \text{END}_{it}^* + (1 - b_{TA}) \text{END}_{it-1} + e_{it}$$

El modelo de equilibrio estático mantiene que el ratio de endeudamiento óptimo de una empresa es función del riesgo, del tipo de activos, del tipo impositivo y de la rentabilidad. Pero este modelo no especifica qué variables utilizar como *proxy* de estas características empresariales. Así, al revisar la literatura, se observa que los distintos autores han utilizado un amplio abanico de medidas con tal fin (Shyam-Sunder y Myers 1999).

Marsh (1982) realizó un estudio sobre cómo las empresas eligen entre emitir deuda o acciones en un momento determinado. Para su análisis, se centró en empresas que cotizaban en bolsa. El modelo desarrollado es semejante al utilizado por Shyam-Sunder y Myers (1999) para tratar de contrastar la teoría de equilibrio estático y sus conclusiones fundamentales fueron:

- Las empresas, al elegir entre financiarse con deuda o con acciones, están altamente influenciadas por las condiciones del mercado y por la historia pasada de los precios de sus títulos.
- Los directores de las empresas parecen tomar sus decisiones sobre las fuentes financieras a utilizar, como si tuvieran en la mente niveles objetivos tanto del ratio de deuda a corto plazo, como del ratio de deuda a largo plazo.
- Estos niveles objetivos son función del tamaño de la empresa, de la probabilidad de quiebra y de la composición de sus activos.

Sus conclusiones reflejan que existe más probabilidad de emitir acciones en las empresas más pequeñas, con menor proporción de activos fijos y con mayor probabilidad de quiebra. Sus resultados, al defender la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo al que tratan de acercarse las empresas en sus decisiones de financiación, parecen coincidir con el comportamiento financiero defendido por la teoría de equilibrio estático.

Frank y Goyal (2000), llevan a cabo un estudio empírico sobre una muestra de empresas estadounidenses no financieras. Concluyen que todas las predicciones cuantitativas de la teoría de selección jerárquica se rechazaron empíricamente. Pero hay evidencia del cumplimiento de la teoría de equilibrio estático. Además, las empresas con un nivel de endeudamiento muy bajo, muestran gran resistencia a variarlo año a año. Por el contrario, se observa que las empresas que poseen un nivel de endeudamiento moderado, realizan grandes variaciones del mismo año a año.

Hovakimian *et al* (2001), en su intento por aportar alguna luz sobre el cumplimiento o no, a nivel empírico, de la teoría de equilibrio estático, estudian, junto a las

variables que influyen en el ratio de endeudamiento óptimo de las empresas, las que influyen en que las empresas se desvíen del mismo; se refieren al beneficio y a las pérdidas pasadas. En sus conclusiones, defienden el cumplimiento de la teoría de selección jerárquica a corto plazo –coincidente con las conclusiones obtenidas por Fischer *et al* (1989) y Leland (1994 y 1998), al introducir en sus modelos dinámicos sobre estructura de capital, los costes de transacción-, pero en el largo plazo, las empresas tratan de acercarse a un ratio de endeudamiento óptimo.

Hovakimian *et al* (2001) defienden la teoría de equilibrio estático, pero más que para la emisión de títulos (deuda o acciones), para la retirada de los mismos (amortización financiera o recompra de acciones, respectivamente). Más adelante, Hovakimian *et al* (2004) presentan una hipótesis híbrida, referente a que las empresas tienen un ratio de endeudamiento óptimo, pero prefieren la financiación interna frente a la externa. Además, justifican la relación negativa que a menudo se presenta entre el nivel de deuda y la rentabilidad, con base en un desajuste temporal.

Por otra parte, los estudios de Fama y French (2002) examinan las predicciones sobre cómo el endeudamiento a largo plazo y el ratio de pago de dividendos varían con las principales variables conductoras propuestas por los dos modelos –rentabilidad y oportunidades de inversión-. Analizan las predicciones del modelo de equilibrio estático sobre la reversión del endeudamiento y las predicciones de la teoría de selección jerárquica sobre cómo las decisiones de financiación responden a las variaciones a corto plazo en ganancias e inversión.

Fama y French (2002) estudian de forma conjunta el ratio óptimo de endeudamiento, la reversión hacia el mismo y la respuesta a corto plazo de los dividendos y la deuda, ante las variaciones producidas en los beneficios y la inversión. Entre las conclusiones extraídas del análisis de estos autores, encontramos: i) existe una relación positiva entre la deuda y el tamaño de la empresa, ii) las empresas con gastos deducibles distintos a la deuda (amortización e investigación y desarrollo) poseen menor endeudamiento -tal y como predice el modelo de equilibrio estático- y iii) los resultados coinciden con el modelo de selección jerárquica al encontrarse menos endeudadas las empresas más rentables.

En cuanto a la reversión hacia el endeudamiento óptimo, Fama y French (2002) exponen que los datos no ofrecen una interpretación clara. En general, no plantean del cumplimiento o rechazo de una u otra teoría. En sus conclusiones, se limitan a exponer la relación de las distintas variables con el nivel de endeudamiento y con el pago de dividendos. Por otra parte, para contrastar la teoría de equilibrio estático, utilizan dos modelos de regresión semejantes a los utilizados por Shyam-Sunder y

Myers, pero relacionando el nivel de endeudamiento óptimo con otras variables *proxy* diferentes. El primer modelo de regresión trata de verificar la tendencia o no de las empresas hacia su ratio de endeudamiento óptimo. El segundo de ellos, trata de definir el nivel de endeudamiento óptimo como función de distintas variables *proxy*.

Las ideas principales, que podemos extraer de este epígrafe, y que nos servirán como apoyo a nuestro estudio empírico son:

- Shyam-Sunder y Myers (1999) defienden el cumplimiento de la teoría de jerarquía de preferencias y señalan que los factores que determinan el ratio de endeudamiento óptimo de una empresa son el riesgo, el tipo de activos, el tipo impositivo y la rentabilidad.
- Marsch (1982) y Frank y Goyal (2000) defienden el cumplimiento de la teoría de equilibrio estático.
- Hovakimian *et al* (2001) defienden el cumplimiento de la teoría de jerarquía de preferencias en el corto plazo (coincidente con Fischer *et al*, 1989 y Leland, 1994 y 1998) y de la teoría de equilibrio estático en el largo plazo.
- Marsh (1982) expone que las variables que definen el ratio de endeudamiento óptimo de una empresa son el tamaño, la probabilidad de quiebra y la composición de sus activos. Además, postula que a mayor tamaño empresarial, más deuda, a mayor volumen de activos fijos, más deuda y a mayor probabilidad de quiebra, menor deuda.
- Fama y French (2002) defienden que a mayor tamaño empresarial, más deuda; a mayor volumen de deducciones alternativas a los intereses, menor deuda (coincidente con la teoría de equilibrio estático) y que a mayor rentabilidad, menor deuda (coincidente con la teoría de selección jerárquica).

4. FACTORES DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

De forma paralela al desarrollo de las teorías que acabamos de exponer y, sobre todo, desde finales de los ochenta, se vienen realizando numerosos estudios que tratan de aportar alguna luz sobre este tema. Estas investigaciones se centran en dilucidar qué es lo que hace que unas empresas posean un ratio de endeudamiento

determinado; es decir, de qué factores depende el valor alcanzado por el mismo. En nuestra exposición, analizaremos aquellos factores que, con más frecuencia, aparecen en la literatura relacionados con la estructura financiera de la empresa.

4.1 Rentabilidad

Una de las variables más tenidas en cuenta para estudiar su vinculación con el nivel de endeudamiento que posee una empresa, es la rentabilidad que ésta obtiene con su funcionamiento. Barton y Gordon (1988); Titman y Wessels (1988); Coleman y Carsky (1999); Fama y French (2000); Myers (2001) y Fattouh *et al* (2002) exponen que existe una relación negativa entre la rentabilidad empresarial y los niveles de deuda. Esto es porque una empresa con altos beneficios tiene capacidad para autofinanciarse.

De la misma opinión son Boedo y Calvo, (1997), ya que sus estudios muestran que cuanto mayor es la rentabilidad económica de la empresa durante el periodo de estudio, menor es el ratio de endeudamiento de la misma.

Sin embargo, Chittenden *et al* (1996) concluyen que el acceso a la deuda a largo plazo no está muy relacionado con la rentabilidad de la empresa. Donde sí encuentran una relación significativa es en la deuda a corto plazo; así, el acceso a la misma está negativamente correlacionado con la rentabilidad. Las pequeñas empresas rentables financian sus operaciones con los beneficios retenidos y las menos rentables necesitan pedir préstamos.

Todas estas conclusiones que relacionan la rentabilidad con la deuda de forma negativa, ya sea a largo o a corto plazo, son consistentes con la teoría de jerarquía de preferencias.

Por el contrario, la teoría de equilibrio estático defiende una relación positiva entre el nivel de endeudamiento óptimo y la rentabilidad, justificada por diversas razones; por ejemplo, una alta rentabilidad implica una mayor posibilidad de aplicar las deducciones fiscales que provienen de la deuda, una menor probabilidad de insolvencia y, potencialmente, más alta sobreinversión (Hovakimian *et al*, 2004). Otra justificación a esta relación positiva proviene de Jensen (1986) al afirmar que, en presencia de asimetría de información, las empresas rentables envían al mercado señales positivas cuando aumentan su endeudamiento (Banerjee *et al*, 1999).

No obstante, son una minoría los estudios que observan una relación positiva entre estas dos variables, tal es el caso de Ross (1977). Hovakimian *et al* (2004), a pesar

de sus hipótesis de partida, encuentran que no existe relación entre el nivel de endeudamiento y la rentabilidad.

A continuación mostramos un resumen de las aportaciones de los diversos autores:

Rentabilidad	Relación negativa con la deuda	<i>Barton y Gordon (1988); Titman y Wessels (1988); Boedo y Calvo (1997); Coleman y Carski (1999); Fama y French (2000); Myers (2001) y Fattough et al (2002)</i>
	No existe relación con la deuda a largo plazo. Relación negativa con la deuda a corto plazo	<i>Chittenden et al (1996)</i>
	Relación positiva con la deuda	<i>Ross (1977); Jensen (1986); Hovakimian et al (2004).</i>

4.2 Grado de crecimiento y riesgo. Oportunidades de crecimiento

Con respecto al ritmo de crecimiento que tienen las empresas en un momento dado, y al riesgo asociado al mismo, también existen diversas opiniones, más o menos fundadas en estudios empíricos. Así, según exponen Berger y Udell (1998), es más frecuente que las pequeñas empresas pertenecientes a sectores de alto riesgo y alto crecimiento obtengan capital propio externo aportado por los inversores ángel o por empresas de capital riesgo, mientras que los negocios con flujos de ingresos estables suelen obtener deuda externa de los bancos y otras instituciones financieras.

Sin embargo, Chittenden *et al* (1996), llegan a la conclusión de que las empresas de crecimiento más rápido y las más jóvenes, tienen niveles más altos de deuda a largo plazo. El nivel de deuda total (a corto y a largo plazo) aumenta con un rápido crecimiento asociado a la ausencia de acceso a los mercados de capitales. Pero un nivel de crecimiento normal no afecta significativamente a la estructura financiera de las pequeñas empresas.

Por su parte, Baskin (1989) y Wijst (1989), de forma consistente con la teoría de selección jerárquica, pronostican un alto crecimiento empresarial asociado a un elevado ratio de endeudamiento.

La literatura sobre la estructura de capital se ha centrado, más que en el nivel de crecimiento en el que se encuentran las empresas, en las oportunidades de crecimiento, que captan las perspectivas futuras de inversión por parte de las empresas. Así, Fama y French (2000) y Fattouh *et al* (2002) encuentran que las empresas con mayores oportunidades de inversión están menos endeudadas.

Andrés *et al* (2000, a y b) exponen que, en presencia de grandes oportunidades de inversión, si hay mucha deuda, el valor generado por las inversiones iría a parar a los obligacionistas y, por tanto, los directivos, para evitar esto, dejan pasar oportunidades de inversión rentables. Como contrapartida, financian las inversiones con capitales propios, resultando que a mayores oportunidades de crecimiento, existen menores niveles de deuda. Y, a menores oportunidades de crecimiento, mayores niveles de deuda, para evitar la utilización discrecional de los recursos por parte de los directivos. Goyal *et al* (2002) relaciona unas altas oportunidades de crecimiento con elevados costes de agencia y, por tanto, con bajo nivel de endeudamiento.

Según Myers (1977) y Myers y Majluf (1984), uno de los costes del apalancamiento financiero consiste en que las empresas excesivamente endeudadas podrían dejar pasar proyectos de inversión rentables. Para minimizar los costes esperados de una previsible subinversión, las empresas con valiosas oportunidades de crecimiento deben tener un ratio óptimo de deuda relativamente bajo. Así, Hovakimian *et al* (2004) justifican la relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda en los problemas de subinversión. Esta relación negativa es la que defiende la teoría del equilibrio estático.

Éste es, quizás, uno de los factores medidos por los diferentes autores a partir de una mayor diversidad de variables. Así, Gilchrist y Himmelberg (1995) y Kaplan y Zingales (1997) usan la rentabilidad corriente como señal de las oportunidades de inversión. Shyam-Sunder y Myers (1999) y Fama y French (2002) utilizan los gastos en investigación y desarrollo como proxy de las oportunidades de inversión. Fattouh *et al* (2002) utilizan, como proxy, el ratio valor de mercado frente a valor contable de la empresa. Pero, además, consideran los activos intangibles como otra medida de oportunidades de crecimiento. Andrés *et al* (2000, a) también se basan en el ratio valor de mercado frente a valor contable, además del PER, como proxy de las oportunidades de crecimiento. Banerjee *et al* (1999) utilizan, igual que los anteriores, el valor de mercado de la empresa frente a su valor contable, e incorpora la variación porcentual de activos de un año al siguiente.

A continuación mostramos un resumen de las aportaciones de los diversos autores:

Riesgo	<i>Relación negativa con la deuda</i>	Berger y Udell (1998)
Crecimiento	Relación positiva con la deuda	Bassin (1989); Wijst (1989); Chittenden <i>et al</i> (1996)
	Relación negativa con la deuda	Berger y Udell (1998)
<i>Oportunidades de inversión</i>	Relación negativa con la deuda	Myers (1977); Fama y French (2000); Andrés <i>et al</i> (2000, a y b); Fattouh <i>et al</i> (2002); Hovakimian <i>et al</i> (2004)

4.3 Garantías colaterales

Sobre la influencia de este factor en el endeudamiento empresarial, existe plena coincidencia. Parece obvio que el acceso a la deuda a largo plazo está fuertemente relacionado con las garantías colaterales ofrecidas por las empresas (Chittenden *et al*, 1996). De forma que, a mayor valor de garantía de los activos de la empresa, mayor valor del ratio de endeudamiento de la misma (Scott, 1977; Stulz y Jonson, 1985; Bergman y Callen, 1991 y Boedo y Calvo, 1997).

En esta línea, Hovakimian *et al* (2001) y Fattouh *et al* (2002) exponen que la cantidad de activos tangibles que posee una empresa es una medida de las garantías colaterales que la empresa puede ofrecer y, por tanto, debe existir una relación positiva entre el volumen de activos tangibles y el nivel de endeudamiento.

No obstante, Avery *et al* (1998) muestran evidencia empírica de la relación existente entre el compromiso personal y la asignación de crédito a la pequeña empresa. De esta forma, los proveedores de fondos basan sus decisiones cada vez más sobre la capacidad de endeudamiento de los propietarios de las pequeñas empresas, que sobre la de las empresas en sí. De hecho, estos autores llegan a afirmar que los negocios, cuyos propietarios carezcan de recursos para ofrecer como compromiso personal, pueden ser apartados del mercado de préstamos. Esta idea podría asociarse a la conexión existente entre las finanzas personales y familiares, a la que ya nos hemos referido anteriormente en el capítulo 2, sección 4.

En cuanto a la deuda a corto plazo, su uso está relacionado negativamente con la estructura de activo, lo cual refleja la situación en la que las pequeñas empresas sin activos fijos tienen menos garantías colaterales y, así, necesitan hacer más uso de la financiación a corto plazo (Chittenden *et al*, 1996).

4.4 Influencia de los directivos

Otro aspecto importante es cómo los directores de las empresas toman sus decisiones sobre los fondos a utilizar. Para Hamilton y Fox (1998), los directivos tienden a no planificar con demasiada antelación, y así, la mayoría de las decisiones sobre los fondos necesarios generan problemas de liquidez.

Norton (1991) observa que en las pequeñas empresas, las creencias y los deseos de los directivos jugarán un papel especialmente importante en la determinación de la estructura de capital. Según este autor, para comprender mejor las políticas de la estructura de capital, los modelos utilizados deben incluir el papel de las preferencias, creencias y expectativas de los directivos. En la misma línea, Barton y Matthews (1989) y Matthews *et al* (1994) señalaron que la estructura de capital de las empresas está afectada por los objetivos de los directivos.

Así, Matthews—*et al* (1994), basándose en la Teoría de la Acción Razonada⁶, exponen el proceso de toma de decisiones sobre la estructura de capital de la siguiente manera: una serie de variables personales del decisor –necesidad de control, propensión al riesgo, experiencia, porcentaje que la cantidad de financiación necesitada representa sobre el valor del capital propio perteneciente al decisor y creencias y actitudes sobre la financiación mediante deuda- forman su percepción de la deuda, dando lugar a una actitud frente a la misma; esta actitud, junto con una serie de variables externas –socios y variables financieras y del mercado- desembocan en la toma de decisiones sobre la estructura de capital.

Ya, años atrás, Barton y Gordon (1988), manifestaron que los directivos de las empresas deseaban flexibilidad y libertad frente a las excesivas restricciones que a menudo se asocian con la deuda. Y Pettit y Singer (1985) sugerían que la estructura de capital de las pequeñas empresas venía determinada, en parte, por las preferencias de riesgo y rentabilidad de los propietarios.

Pero, esta influencia de los directivos se manifiesta, no sólo en cuanto a sus preferencias, sino en cuanto a la conexión existente entre las finanzas empresariales y sus finanzas personales. En este sentido, encontramos diversos autores que exponen la conexión existente entre ambas. Parece lógico pensar que esta conexión se pone de manifiesto, básicamente, en empresas de reducido tamaño.

Haynes y Avery (1997) argumentan que la estructura de deuda personal de los propietarios de pequeñas empresas está fuertemente orientada hacia fuentes de

⁶ Un análisis de esta teoría puede verse en Fishbein y Ajzen (1975) y Ajzen y Fishbein (1980).

capital que pueden ser utilizadas fácilmente en el ámbito de la empresa. Además, es lógico que la cantidad de deuda mantenida por los propietarios de pequeñas empresas a título personal sea significativa, porque éstos tienen la carga añadida de proveer capital financiero al negocio. Desde la perspectiva de la empresa, aunque legalmente no ha comprometido esa deuda, en la realidad, es su responsabilidad devolver el capital prestado. Esta carga financiera adicional es la financiación "oculta" de las pequeñas empresas, porque la responsabilidad de devolver los préstamos recae tanto sobre el propietario como sobre las propias empresas.

Haynes y Avery (1997) exponen que los "cabeza de familia" implicados en la propiedad de pequeñas empresas tienen una cantidad sustancialmente mayor de deuda y una mayor probabilidad de pedir préstamos a bancos comerciales y a miembros de la familia, que aquellos que no están implicados en la propiedad de un negocio. Esta evidencia sugiere que las finanzas de la empresa y de la familia podrían estar completamente mezcladas. Existen diversas formas en las que puede ponerse de manifiesto esta conexión, entre ellas, miembros de la familia que prestan su dinero a la empresa, que piden dinero prestado a la empresa, o bien que ofrecen activos personales como garantías colaterales para los préstamos de la empresa que las requieran (Haynes *et al*, 1999).

Romano *et al* (2000) también consideran el control familiar de una empresa como una influencia significativa sobre el nivel de deuda que ésta posee. Justifican que las grandes empresas familiares, cuyos propietarios muestran una gran preferencia por retener el control familiar y cuyo objetivo es crear un estilo de vida, más que crecer, suelen obtener sus fondos de entidades ajenas tales como bancos, leasing y otras fuentes externas.

Por otra parte, parece que los prestamistas y los inversores utilizan tanto características personales de los propietarios, como características observables de la empresa -tamaño, cuota de mercado y activo total-, como señales para evaluar la calidad de una inversión empresarial (Chaganti *et al*, 1996). Así, Anderson *et al* (2003) argumentan que los prestamistas ven a las empresas familiares más seguras que las no familiares, porque sus fundadores protegen más los intereses de las mismas.

4.5 Tamaño empresarial

Las empresas de gran dimensión han sido objeto de la mayoría de los análisis, entre otras cosas, porque su información estaba más disponible y, según algunos

autores, era más fiable. Pero, a medida que se toma conciencia de la importancia que tienen las pequeñas empresas en el tejido industrial de cualquier país, se produce una adaptación a las compañías de reducido tamaño de estudios previos aplicados a las grandes.

Chittenden, *et al* (1996) aplican la teoría de la agencia a las pequeñas empresas. Así, exponen que en los acuerdos contractuales entre las pequeñas empresas y los proveedores externos de capital, debido a la asimetría de información, se acentúan los problemas de agencia en forma de riesgo moral y selección adversa y los costes, derivados de estos problemas, son mayores en el caso de las pequeñas empresas. El control sobre estas empresas podría ser más difícil y caro, porque a ellas no se les ha requerido que publiquen gran volumen de información, e incurrirían en altos costes al proveer tal información a usuarios externos por primera vez. Los problemas de riesgo moral y de selección adversa también pueden ser mayores para las pequeñas empresas debido a su naturaleza tan privada. La existencia de estos problemas podría explicar el enorme uso de garantías colaterales en los préstamos, como una vía para resolver los problemas de agencia.

De la misma forma, la teoría de la jerarquía de preferencias se ha aplicado de manera específica a las empresas de reducido tamaño, donde las asimetrías informativas con respecto a los mercados financieros son mucho mayores. En esta categoría de empresas, con frecuencia gestionadas por uno o varios directores que, a su vez, detentan la propiedad de todas las acciones, el objeto principal no es adquirir una estructura de capital óptima, sino minimizar el intrusismo en el negocio. Por lo tanto, basarán la financiación, en primer lugar, en sus propios ahorros o recursos generados internamente, en segundo lugar, en préstamos a corto o a largo plazo y, en tercer y último lugar, se plantearían compartir el control emitiendo nuevas acciones (Aybar *et al*, 2004). Wijst y Thurik (1993) también opinan que las empresas de reducida dimensión presentan mayor asimetría de información.

Además de la opacidad de información, las pequeñas empresas encuentran otros problemas para acceder a los mercados de financiación ajena o propia. Los costes asociados a las diligencias del mercado, la distribución y el registro de los títulos son significativos y, además, suelen ser en su mayoría fijos y crean economías de escala con respecto al tamaño (Wijst y Thurik, 1993 y Berger y Udell, 1998). Titman y Wessels (1988) también se refieren a la presencia de costes fijos en caso de quiebra. Además, argumentan que las empresas más grandes suelen estar más diversificadas y, por tanto, se enfrentan a menor probabilidad de quiebra. Por tanto, el tamaño empresarial debería mantener una relación positiva con el endeudamiento (Banerjee *et al*, 1999).

Algunos autores han dedicado sus estudios empíricos, o parte de ellos, al análisis de la relación existente entre el tamaño de las empresas y el nivel de endeudamiento que las mismas poseen, llegando a diferentes conclusiones. Remmers *et al* (1974) concluyó que el ratio deuda/activo total era independiente del tamaño de la empresa. En esto coinciden Barton y Gordon (1988), al no encontrar en sus estudios una relación significativa entre el tamaño de la empresa y el nivel de deuda. Por el contrario, Peterson y Schulman (1987) llegaron a la conclusión de que este ratio (deuda/activo total) primero crece y posteriormente disminuye con el tamaño de la empresa. De forma inversa, el ratio de propiedad -o fondos de los accionistas- sobre el activo total, alcanza su máximo en las nuevas empresas, después cae con el tiempo, por tamaño y edad y posteriormente crece, de nuevo, en los grandes negocios ya maduros.

Por otra parte, los estudios de López y Aybar (2000) arrojan como resultado que la política de autofinanciación de la empresa se ve claramente afectada por el tamaño de la misma. Así, las compañías de mayor tamaño muestran un nivel más alto de autofinanciación, mientras que las empresas más pequeñas, reflejan comportamientos financieros basados en la financiación a corto plazo. La muestra de empresas sobre la que se realiza el estudio, está formada en un 57,8% por microempresas, en un 31,9% por pequeñas y en el 10,3% restante, por medianas compañías. Rajan y Zingales (1995) explican que al tener menos asimetría informativa, las empresas más grandes tienen menos incentivos para emitir deuda; por tanto, debería existir una relación negativa entre el tamaño de la empresa y su nivel de endeudamiento (Banerjee *et al*, 1999).

Por el contrario, algunos estudios muestran evidencia de un mayor apalancamiento en las empresas de mayor tamaño frente a las de dimensión más reducida (Bates, 1971; Scott y Martin, 1976; Titman y Wessels, 1988; Crutchley y Hansen, 1989; Ang, 1992; Frank y Goyal, 2000; Hovakimian *et al*, 2001 y Fama y French, 2002).

Los estudios de Romano *et al* (2000) arrojan un resultado semejante, al mostrar que la deuda está positiva y significativamente relacionada con el tamaño de la empresa. Los análisis de Romano *et al* (2000) se han desarrollado sobre una muestra de empresas familiares. Estos autores justifican sus hallazgos en que las pequeñas empresas familiares, normalmente, obtienen los fondos necesarios de los propietarios, de otros miembros del equipo directivo, de familiares y de amigos.

Ferri y Jones (1979) señalan que las empresas mayores podrían tener un acceso más fácil a los mercados de capitales y pedir dinero prestado a un tipo de interés más bajo. Fattouh *et al* (2002) explican que las empresas más grandes están más diversificadas en sus inversiones y, por tanto, tienen menor riesgo de quiebra. Así,

observan una relación positiva entre el endeudamiento y el tamaño de la empresa. Pero, exponen que esta relación positiva tiene un límite, ya que cuando una empresa se encuentra excesivamente endeudada, deja de tener acceso a un aumento en su deuda bajo condiciones favorables, basadas en su tamaño. De esta forma, el tamaño puede tener un impacto positivo a niveles bajos y moderados de endeudamiento, pero este impacto puede ser nulo sobre empresas con altos ratios de endeudamiento.

Diamond (1989) justifica la relación positiva ente el apalancamiento y el tamaño, exponiendo que las empresas más grandes pueden tener mejor reputación en los mercados de deuda.

Como síntesis de este epígrafe, destacamos las aportaciones de diferentes autores respecto a la relación que existe entre el tamaño empresarial y el endeudamiento que posee la empresa:

- Las empresas más pequeñas se enfrentan a mayores problemas de agencia (Chittenden *et al*, 1996), a mayores asimetrías informativas (Wijst y Thurik, 1993 y Aybar *et al*, 2004) y a economías de escala en los costes asociados a la obtención de deuda (Wijst y Thurik, 1993 y Berger y Udell, 1998).
- La deuda es independiente del tamaño empresarial (Remmers *et al*, 1974 y Barton y Gordon, 1988).
- La deuda primero crece y posteriormente decrece, al aumentar el tamaño de la empresa (Peterson y Schulman, 1987).
- El endeudamiento se relaciona de forma negativa con el tamaño de la empresa (Rajan y Zingales, 1995 y López y Aybar, 2000).
- La deuda se relaciona de forma positiva con el tamaño empresarial (Bates, 1971; Scott y Martin, 1976; Ferri y Jones, 1979; Titman y Wessels, 1988; Crutchley y Hansen, 1989; Diamond, 1989; Ang, 1992; Frank y Goyal, 2000; Romano *et al*, 2000; Hovakimian *et al*, 2001; Fama y French, 2002 y Fattouh *et al*, 2002).

4.6 Edad de la empresa

El tiempo que una empresa lleva en funcionamiento es, sin duda, un factor importante en la determinación de su ratio de endeudamiento. No obstante, la relación existente entre la edad de una empresa y la cantidad de deuda que posee, ha sido vista de forma distintas por lo diversos autores que la han analizado.

Las empresas más pequeñas, jóvenes y opacas, dependen de la financiación que le ofrecen los "iniciadores del negocio» –equipo iniciador, familia y amigos, que aportan fondos de forma previa y durante el comienzo de la actividad empresarial-, de los proveedores y de los *Angel finance*⁷. A medida que la empresa crece, consigue acceso a la financiación intermediada: a los capitales propios, mediante el capital riesgo y a los capitales ajenos, acudiendo a los bancos, compañías financieras, etc. Finalmente, si las empresas continúan creciendo, podrían acceder a los mercados de capitales (deuda y capital propio). Debe quedar claro que el paradigma del ciclo de crecimiento no trata de ajustarse a todas las pequeñas empresas, y que el tamaño, la edad y la disponibilidad de información se encuentran lejos de estar perfectamente correlacionados (Berger y Udell, 1998).

Estos autores no obtienen una relación específica entre la deuda y la edad empresarial, pero sí presentan una clara evidencia de que, a medida que las empresas se desarrollan, presentan necesidades distintas y, al cambiar sus características, tienen acceso a fuentes de financiación diferentes.

Wijst (1989) y Diamond (1989) sí se decantan por una relación determinada entre endeudamiento y edad empresarial. Así, en un estudio empírico realizado por Wijst (1989) sobre la estructura financiera de la empresa, utiliza la antigüedad empresarial como medida de su reputación. Esto se justifica en el hecho de que la elección de proyectos seguros por parte de los directivos, proporciona estabilidad y una probabilidad inferior de quiebra y, por lo tanto, una mayor duración de la empresa. Por ello, su relación con el ratio de endeudamiento debe ser positiva. En esto coinciden Peterson y Schulman (1987), al exponer que a medida que pasa el tiempo, las empresas son más seguras para los prestamistas y, por ello, los niveles de deuda crecerán.

Wijst y Thurik (1993), en el mismo sentido, exponen que las asimetrías de información son especialmente pronunciadas en las empresas más jóvenes. Estas empresas, normalmente, tienen que soportar costes más altos al generar información a inversores externos, ya que la mayoría de sus competencias y habilidades son intangibles y, por tanto, difíciles de cuantificar.

Por el contrario, Coleman y Carski (1999), Michaelas et al (1999), Hall *et al* (2000) y Aybar *et al* (2004) destacan, entre sus resultados, que la deuda está negativamente

⁷ Una definición de la financiación *ángel* aparece en el capítulo II, epígrafe 7.3, nota a pie de página número 5.

relacionada con la edad empresarial, justificado esto en la mayor necesidad de financiación que tienen las empresas más jóvenes al encontrarse en plena etapa de desarrollo.

Por otra parte, los estudios de Hamilton y Fox (1998) muestran que los ratios de propiedad medios entre las empresas de diferentes edades no son significativamente diferentes. De la misma manera, Romano *et al* (2000), aunque proponen como hipótesis en su estudio empírico que la edad está asociada de forma positiva con la deuda, no encuentran relación entre estas dos variables.

A continuación, mostramos un resumen de las aportaciones de los diversos autores:

Edad	<i>Relación positiva con la deuda</i>	Peterson y Schulman (1987); Wijst (1989);
	Empresas más jóvenes: Mayor asimetría de información	Wijst y Thurik (1993)
	<i>Relación negativa con la deuda</i>	Coleman y Carski (1999); Michaelas <i>et al</i> (1999); Hall <i>et al</i> (2000) y Aybar <i>et al</i> (2004)
	Independencia	Hamilton y Fox (1998); Smyrnios (2000)

4.7 Fiscalidad

Junto a la rentabilidad, otras variables que con frecuencia se han relacionado en la literatura, con el endeudamiento empresarial, son las referentes a los impuestos, a los que hemos dedicado el epígrafe 2.1. El Estado detrae del beneficio empresarial un porcentaje, reduciéndose el beneficio final para la empresa –beneficio neto-. En la medida en que la empresa tenga más gastos que puedan ser deducidos fiscalmente, menor será la cantidad a pagar por la misma.

De esta forma, los intereses que la empresa paga por la deuda que posee, pueden ser deducidos fiscalmente, frente a los dividendos que se pagan a los accionistas, que no gozan de deducción fiscal. Por tanto, se espera que, para obtener un mayor ahorro impositivo, la cantidad de deuda que posee una empresa esté relacionada positivamente con el tipo impositivo al que ésta se enfrenta (Shyam-Sunder y Myers, 1999).

Existen, no obstante, otros gastos en la empresa (por ejemplo, las amortizaciones) que hacen que ésta pueda obtener deducciones fiscales alternativas a las obtenidas

por el pago de intereses. Así, no necesita acudir a aumentar su endeudamiento con esta finalidad. Para medir este efecto, se ha utilizado muy a menudo una variable, a la que se ha denominado escudo fiscal. Por tanto, el hecho de existir otros gastos fiscalmente deducibles va en detrimento del uso de la deuda (Angelo y Masulis, 1980; Titman y Wessels, 1988; Banerjee *et al*, 1999; Miguel y Pindado, 2001 y Fama y French, 2002).

5. RESUMEN

En este capítulo III de la tesis doctoral, hemos realizado un recorrido por el desarrollo de la economía financiera en lo referente a estructura financiera de la empresa.

Nuestro punto de partida ha sido la tesis de Modigliani y Miller (1958), que postula una relación de independencia entre la estructura financiera de la empresa y su valor; y que se sustenta sobre unas condiciones de partida alejadas de la realidad. Posteriormente, abordamos el análisis sobre la estructura financiera de la empresa, realizado por diferentes autores, y que incorpora determinados factores que nos acercan a unas condiciones de partida más reales. Estos factores son (i) impuestos, (ii) costes de agencia, (iii) costes de quiebra y (iv) asimetrías de información.

A partir de aquí, se han desarrollado dos teorías que tratan de explicar el comportamiento financiero de las empresas al tomar sus decisiones sobre financiación. Son la teoría de equilibrio financiero y la teoría de jerarquía de preferencias; ambas realizan planteamientos bien diferentes.

La teoría de equilibrio financiero, defiende que las empresas presentan un ratio de endeudamiento óptimo al que tratan de acercarse; y explican el alejamiento que existe entre el nivel de endeudamiento de una empresa en un momento dado y su nivel objetivo, por la existencia de costes de ajuste. El nivel de endeudamiento óptimo vendría determinado por una compensación entre los impuestos, los costes de quiebra y los costes de agencia.

La teoría de jerarquía de preferencias, por su parte, niega la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo al que tratan de acercarse las empresas y postula que éstas, ante la necesidad de fondos que surge en su funcionamiento, optan, en primer lugar, por utilizar los fondos generados internamente, en segundo lugar, por la financiación mediante deuda y, por último, si aún no se han cubierto las necesidades de financiación, se acude a una emisión de capital. Una de las justificaciones que

con mayor frecuencia se han utilizado para la defensa de esta teoría, es la existencia de asimetrías de información.

En último lugar, realizamos una revisión de los distintos trabajos que a lo largo de los años, apoyándose o no en estas dos teorías, han buscado relación entre diversos factores y el nivel de endeudamiento que posee una empresa. Los factores que con más frecuencia se han analizado son: 1) la rentabilidad, 2) el grado de crecimiento y el riesgo, 3) las garantías colaterales ofrecidas por la empresa en la búsqueda de financiación, 4) la influencia personal de los directivos, 5) el tamaño empresarial, 6) la edad de la empresa y 7) la fiscalidad. Los diferentes estudios arrojan resultados, en ocasiones, contradictorios.

Capítulo IV: Estudio empírico

1. INTRODUCCIÓN

El capítulo cuarto de la tesis doctoral, lo dedicamos a la realización de un estudio empírico sobre las características y el comportamiento financiero de una muestra de pequeñas y medianas empresas. Al hablar de comportamiento financiero, nos referimos a la política de financiación que siguen las empresas al definir su estructura de pasivo. La muestra sobre la que realizamos el estudio, la componen empresas de la provincia de Jaén.

Dicha muestra está formada por empresas familiares y no familiares; ya que, por un lado, vamos a analizar si existen diferencias en los valores que toman determinadas variables de carácter financiero para uno y otro tipo de empresas y, por otro, estudiaremos si el carácter familiar de las mismas influye en su política de financiación.

Seguidamente, en la sección dos, explicamos las fuentes estadísticas utilizadas para obtener los datos referentes a la muestra de empresas objeto de estudio y clasificamos a las empresas en familiares y no familiares. A continuación, en la tercera sección, describimos dicha muestra para conocer las características de las empresas que la forman, aspecto fundamental para la interpretación de los resultados obtenidos y su posible extrapolación. Con tal fin, distribuimos las empresas por sectores de actividad y por antigüedad; así mismo, mostramos el volumen de activos totales y de ventas netas, para hacer referencia al tamaño.

En la cuarta sección, exponemos, en primer lugar, los modelos teóricos en los que nos hemos apoyado para el desarrollo del estudio empírico -teoría de equilibrio estático y teoría de jerarquía de preferencias- y, en segundo lugar, las hipótesis extraídas de ambas teorías cuyo cumplimiento pretendemos contrastar. Posteriormente, en la sección cinco, definimos las variables utilizadas en nuestro análisis. En la sección sexta, planteamos la metodología seguida en el estudio y analizamos los resultados de estimación obtenidos; por un lado, presentamos un

análisis descriptivo de las variables, centrándonos en la comparación entre empresas familiares y no familiares y, por otro, presentamos el contraste de hipótesis relativo a los dos modelos teóricos propuestos anteriormente; para finalizar, en una última sección, presentamos las principales conclusiones de este capítulo.

2. FUENTES ESTADÍSTICAS Y DATOS OBTENIDOS

Para nuestro estudio, hemos utilizado la base de datos SABI y un directorio de empresas familiares y no familiares de la provincia de Jaén, elaborado por el Departamento de Administración de Empresas, Contabilidad y Sociología de la Universidad de Jaén (en adelante, Directorio).

La base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) está gestionada por el grupo Informa, S.A.; la información económica y financiera, sobre las empresas que contiene, inicia la serie en 1992 y recoge las cuentas de pérdidas y ganancias y los balances, así como algunos datos de interés –año de fundación, número de empleados, código CNAE, cotización o no en bolsa, entidades financieras con las que operan, domicilio, teléfono, si realiza o no exportaciones y/o importaciones, entre otros- de un número muy elevado de empresas de España y Portugal. Concretamente, de la provincia de Jaén existe información para los años 1999 y 2000 sobre, aproximadamente, 1300 empresas.

Por su parte, el Directorio se elaboró de la siguiente manera: tras revisar las bases de datos de las Cámaras Oficiales de Comercio de Linares, Andújar y Jaén y diversos anuarios –Dicodi¹ 50.000 (anuario de sociedades, consejeros y directivos), Dun² 50.000 (principales empresas españolas) y Ardán³ (6.000 empresas de Andalucía)-, obtuvimos un listado de más de 4.000 empresas con domicilio social en esta provincia. A partir de este listado, el proceso de recopilación de información que condujo a la elaboración definitiva de la muestra, se llevó a cabo utilizando el método de entrevista mediante cuestionario⁴. El trabajo se realizó entre los meses de febrero a septiembre de 2000. Fueron completados 1650 cuestionarios útiles,

¹ Grupo ASNES-EQUIFAX, D.L., 1998, ISBN 84-89044-09-0.

² Dun & Bradstreet España, 1998, ISBN 84-86364-65-5.

³ Analistas Económicos de Andalucía. Instituto de Fomento de Andalucía, 1996, ISBN 84-921576-0-7.

⁴ El cuestionario aparece recogido en el anexo.

que comprendían un total de 1278 empresas familiares (77,45 %) y 372 no familiares (22,54 %).

La clasificación de las empresas en familiares y no familiares se realizó de acuerdo con el criterio sobre el concepto de empresa familiar, que ya fue discutido en el capítulo II, sección dos.

Las empresas de nuestra muestra, obtenida a partir del Directorio, fueron cruzadas con las de la base de datos SABI, dando lugar a un conjunto de 432 empresas, de las que el 81,81 % y el 18,18 % resultaron ser familiares y no familiares, respectivamente. De estas empresas, clasificadas ya en familiares y no familiares, disponíamos de información completa (financiera y no financiera), en 1999, de 430 y en 2000, de 416. Teniendo en cuenta que en el estudio que vamos a realizar, utilizaremos diversas medidas de variación experimentada por las empresas desde el año 1999 al año 2000, necesitamos una muestra que contenga, para cada empresa, toda la información necesaria en nuestro análisis, tanto del año 1999, como del 2000.

Además, los datos fueron filtrados en dos sentidos. En primer lugar, eliminamos aquellas empresas de la muestra que no cumplen los requisitos necesarios para ser consideradas pymes. Según la Comisión Europea, Recomendación 96/280/EC, 3 de abril, 1996, se consideran pymes aquellas empresas que reúnan los siguientes requisitos:

- tener menos de 250 trabajadores,
- alcanzar una facturación inferior a 40 millones de euros
- contar con un volumen de activos menor de 27 millones de euros
- ser independientes

Y, en segundo lugar, extraemos de la muestra aquellas empresas que poseen fondos propios negativos. Así, nuestra muestra final está formada por un total de 378 pymes -308 de ellas son familiares y 70 son no familiares-.

3. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

Para una interpretación precisa de los resultados obtenidos en el estudio empírico, es importante conocer las características de la muestra. Por ello, previamente a la realización de cualquier tipo de análisis, ofrecemos una información detallada sobre

algunas características clave de las empresas de la muestra. Así, presentamos una distribución de éstas por sectores de actividad, analizamos su antigüedad y su tamaño, medido éste tanto por su nivel de ventas netas, como por su volumen de activos.

En primer lugar, vamos a mostrar una distribución de las empresas entre los distintos sectores de actividad. Para ello, utilizamos la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-93)⁵. Las empresas comprendidas en nuestra muestra pertenecen a los siguientes sectores de actividad:

- Sector 1: Industrias extractoras
- Sector 2: Industria manufacturera
- Sector 3: Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua
- Sector 4: Construcción
- Sector 5: Comercio, reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores y artículos personales y de uso doméstico
- Sector 6: Hostelería
- Sector 7: Transporte, almacenamiento y construcciones
- Sector 8: Actividades inmobiliarias y de alquiler, servicios empresariales
- Sector 9: Actividades sanitarias y veterinarias, servicio social y otras actividades sociales y de servicios prestadas a la comunidad, servicios personales.

En el sector 9 agrupamos el sector "actividades sanitarias y veterinarias, servicio social" y el sector "otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad, servicios personales", por su similitud y teniendo en cuenta que el primero de ellos aparece representado por una sola empresa.

En la tabla 4.1, panel A, mostramos los códigos CNAE-93 incluidos en los anteriores sectores, así como los datos referentes al número de empresas recogidas en cada uno de los sectores de actividad económica y el porcentaje que representan respecto

⁵ La CNAE-93 y la NACE-Rev.1 son las clasificaciones de actividades económicas utilizadas, respectivamente, en el ámbito nacional y de la comunidad europea. La CNAE-93 se ha elaborado como desarrollo a nivel nacional de la NACE-Rev.1, por lo que no sólo tienen los mismos principios, sino que, además, presentan estructuras compatibles.

al total de empresas de la muestra. En la tabla 4.1, panel B, ofrecemos el número de empresas familiares y no familiares pertenecientes a cada sector, así como el porcentaje que representan sobre el total de la muestra de carácter familiar y no familiar, respectivamente.

Tabla 4.1, panel A: Distribución de empresas por sectores de actividad

<i>Sectores</i>	<i>Códigos CNAE-93</i>	<i>Nº de empresas</i>	<i>% sobre el total</i>
Sector 1	1000-1450	3	0,79
Sector 2	1500-3720	113	29,89
Sector 3	4000-4100	4	1,06
Sector 4	4500-4550	51	13,49
Sector 5	5000-5274	170	44,97
Sector 6	5500-5552	12	3,17
Sector 7	6000-6420	7	1,85
Sector 8	7000-7484	12	3,17
Sector 9	8500-9305	6	1,59
TOTALES		378	100

Tabla 4.1, panel B: Distribución de empresas familiares y no familiares por sectores de actividad

<i>Sectores</i>	<i>Nº Empresas familiares</i>	<i>% Empresas familiares</i>	<i>Nº Empresas no familiares</i>	<i>% Empresas no familiares</i>
Sector 1	3	0,97	0	0,00
Sector 2	94	30,52	19	27,14
Sector 3	3	0,97	1	1,43
Sector 4	38	12,34	13	18,57
Sector 5	141	45,78	29	41,43
Sector 6	10	3,25	2	2,86
Sector 7	6	1,95	1	1,43
Sector 8	9	2,92	3	4,29
Sector 9	4	1,30	2	2,86
TOTALES	308	100	70	100

Podemos observar en la tabla 4.1, panel A, que el sector de Comercio, reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores y artículos personales y de uso doméstico –sector 5 de nuestra clasificación- representa casi el 45% del total de la

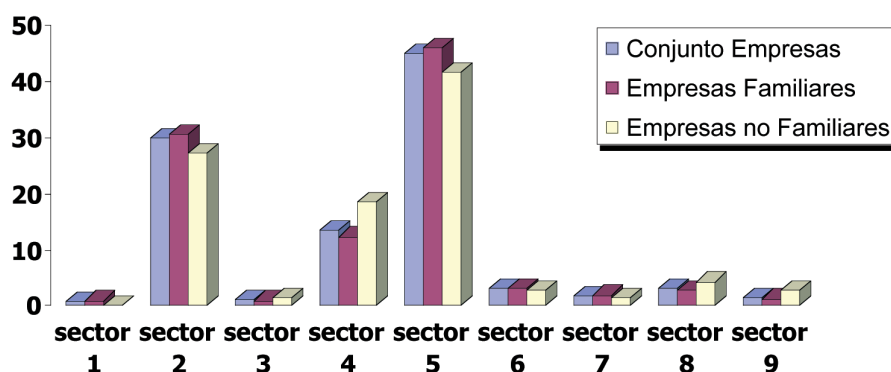
muestra, seguido del sector 2, que recoge las actividades de la Industria manufacturera, en el que se enmarcan casi el 30% de las empresas.

Por el contrario, el sector 1, industrias extractoras, y el sector 3, producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua, tienen escasa representación en nuestra muestra.

En el panel B de la tabla 4.1, se aprecia que la distribución de empresas familiares entre los distintos sectores de actividad, es relativamente similar a la distribución de las empresas no familiares. El sector 5 es el que tiene más representación en ambos grupos, 45,78% en empresas familiares y 41,43% en las no familiares; seguido del sector de la Industria manufacturera –sector 2-, con un 30,52 y 27,14%, en empresas familiares y no familiares, respectivamente.

A continuación, presentamos la figura 4.1 que nos dará una rápida visión de la distribución de las empresas de la muestra por sectores de actividad:

Figura 4.1: Distribución de empresas por sectores de actividad



Además, con objeto de conocer con más detalle el tipo de empresas que forman nuestra muestra, en la tabla 4.2 realizamos una distribución de las mismas en función de las variables edad –panel A-, ventas netas –panel B- y activo total –panel C-, medidas las dos últimas en valores absolutos. Los valores de las variables consideradas han sido agrupados en siete intervalos. En la presentación de cada variable aparece, en primer lugar, la distribución del total de las empresas de la muestra utilizada; en segundo lugar, de las empresas familiares y, finalmente, de las empresas no familiares.

Tabla 4.2, panel A: Distribución de empresas por intervalos de edad

Intervalos de edad (años)	Todas las Empresas		Empresas Familiares		Empresas no Familiares	
	Nº Empresas	%	Nº Empresas	%	Nº Empresas	%
≤3	32	8,47	22	7,14	10	14,29
3-6	80	21,16	63	20,45	17	24,29
6-9	83	21,96	70	22,73	13	18,57
9-12	66	17,46	53	17,21	13	18,57
12-15	44	11,64	38	12,34	6	8,57
15-18	27	7,14	21	6,82	6	8,57
>18	46	12,17	41	13,31	5	7,14
TOTAL	378	100	308	100	70	100

Podemos apreciar que alrededor del 50% de las empresas -tanto familiares como no familiares- tienen una antigüedad menor o igual a nueve años, lo que nos indica que estamos analizando una muestra de empresas relativamente jóvenes. Este factor es importante a la hora de interpretar los resultados, ya que se trata de empresas que, mayoritariamente, se encuentran al comienzo del ciclo de su vida y, por tanto, la obtención de información es muy limitada. Este aspecto ha sido tratado en el capítulo III, epígrafe 5.2. Por otro lado, nos encontramos con empresas que aún no se han enfrentado, la mayoría de ellas, a la sucesión del negocio a la siguiente generación, momento clave en las empresas familiares. Gráficamente, representamos esta distribución en la figura 4.2:

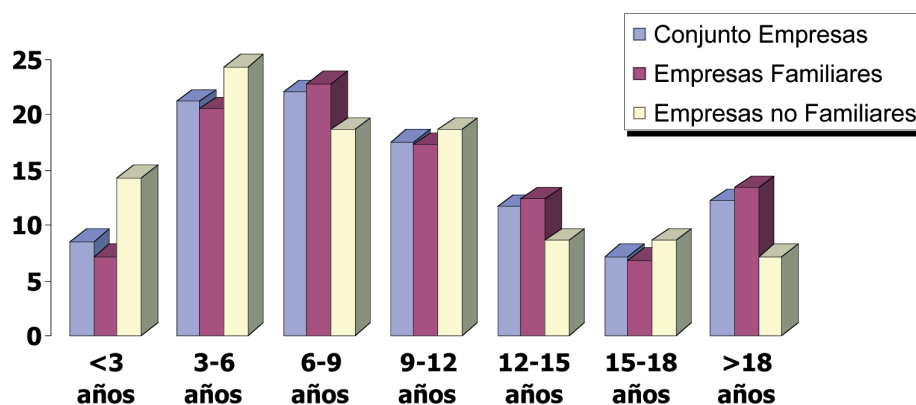
Figura 4.2: Distribución de empresas por intervalos de edad

Tabla 4.2, panel B: Distribución de empresas por intervalos de ventas netas

<i>Intervalos de ventas (€)</i>	<i>Todas las Empresas</i>		<i>Empresas Familiares</i>		<i>Empresas no familiares</i>	
	Nº Empresas	%	Nº Empresas	%	Nº Empresas	%
<i>≤500.000</i>	51	13,49	39	12,66	12	17,14
<i>500.000-1.000.000</i>	124	32,80	97	31,49	27	38,57
<i>1.000.000-1.500.000</i>	46	12,17	41	13,31	5	7,14
<i>1.500.000-2.000.000</i>	35	9,26	29	9,42	6	8,57
<i>2.000.000-2.500.000</i>	32	8,47	26	8,44	6	8,57
<i>2.500.000-3.000.000</i>	21	5,56	17	5,52	4	5,71
<i>>3.000.000</i>	69	18,25	59	19,16	10	14,29
<i>TOTAL</i>	378	100	308	100	70	100

En torno a un tercio de las empresas (el 31,49% de las Empresas familiares y el 38,57% de las Empresas no familiares) realizan un volumen de ventas netas entre 500.000 y 1.000.000 de €. El resto de las empresas está distribuido, de forma dispersa, entre los demás intervalos. La representación gráfica de la información presentada en esta tabla, aparece en la figura 4.3:

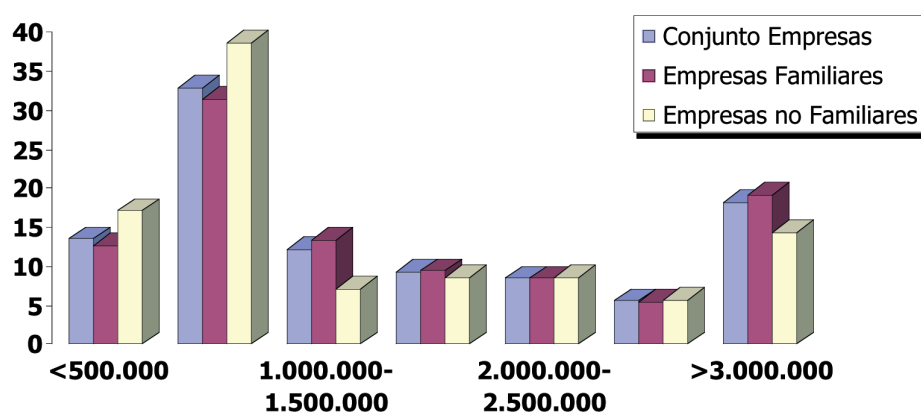
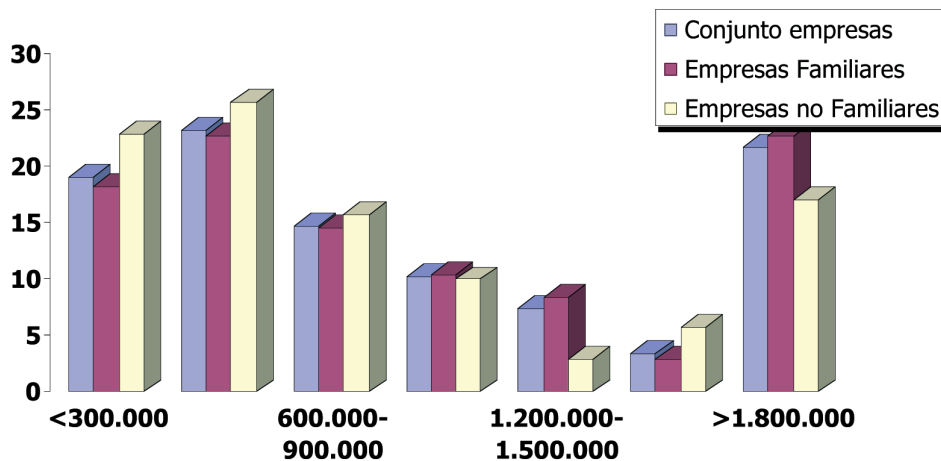
Figura 4.3: Distribución de empresas por volumen de ventas netas

Tabla 4.2, panel C: Distribución de empresas por intervalos de activo total

<i>Intervalos de activo (€)</i>	<i>Todas las Empresas</i>		<i>Empresas familiares</i>		<i>Empresas no Familiares</i>	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
	Empresas		Empresas		Empresas	
≤300.000	72	19,05	56	18,18	16	22,86
300.000-600.000	88	23,28	70	22,73	18	25,71
600.000-900.000	56	14,81	45	14,61	11	15,71
900.000-1.200.000	39	10,32	32	10,39	7	10,00
1.200.000-1.500.000	28	7,41	26	8,44	2	2,86
1.500.000-1.800.000	13	3,44	9	2,92	4	5,71
>1.800.000	82	21,69	70	22,73	12	17,14
TOTAL	378	100	308	100	70	100

Observamos que el 40,91% de las Empresas familiares y algo más del 48% de las Empresas no familiares poseen un volumen de activos igual o inferior a 600.000 €. Gráficamente lo representamos en la figura 4.4:

Figura 4.4: Distribución de empresas por intervalos de activo total

Tanto por el nivel de ventas como por el volumen de activos, se aprecia el tamaño tan reducido que tienen la mayoría de las empresas que forman la muestra. Este factor ha sido analizado en el capítulo III, epígrafe 5.1. Su consideración, al igual que la de la edad, se hace fundamental a la hora de interpretar los resultados obtenidos.

4 MODELOS E HIPÓTESIS

4.1 Teoría de equilibrio estático

En el capítulo III, sección 3, fueron discutidas las teorías del intercambio estático (tradeoff) y jerarquía de preferencias (pecking order). Nuestro objetivo, en este capítulo, es tratar de contrastar el cumplimiento de ambas teorías, a través de las empresas de la muestra que hemos construido. Introducimos una variable indicativa de la pertenencia de cada empresa al grupo de familiares o al de no familiares, con la intención de comprobar si el carácter familiar o no de las empresas es determinante de su comportamiento financiero.

Recordemos que la teoría del equilibrio estático postula que el comportamiento financiero de las empresas se basa en que, en sus decisiones de financiación, tratan de acercarse a un ratio de endeudamiento óptimo. De esta manera, el incremento en el endeudamiento que experimenta una empresa, de un periodo al siguiente, dependerá de la diferencia entre el nivel de endeudamiento óptimo definido para cada empresa (END_{it}^*) y el endeudamiento que la misma presenta (END_{it-1}), y de un factor μ_{it} , que nos determinará la velocidad de ajuste a ese nivel óptimo de endeudamiento.

$$\Delta END_{it} = \mu_{it} (END_{it}^* - END_{it-1}) \quad (1)$$

Así, el endeudamiento de una empresa en un periodo concreto, t , vendría determinado por:

$$END_{it} = \mu_{it} \times END_{it}^* + (1 - \mu_{it}) \times END_{it-1} \quad (2)$$

El valor de μ_{it} queda comprendido en el intervalo $(0,1)$. Si $\mu_{it}=1$, el ajuste es perfecto, $END_{it}=END_{it}^*$ y los costes de ajuste son igual a cero –nos encontraríamos en un mercado perfecto, sin costes de transacción y las compañías responderían automáticamente a cualquier variación de su endeudamiento objetivo-. Si $0 < \mu_{it} < 1$, el ajuste es parcial y nos indica la presencia de costes de ajuste, definidos como $1-\mu_{it}^0$.

De esta manera, el endeudamiento de un periodo depende del nivel óptimo de endeudamiento, de la velocidad de ajuste hacia ese óptimo, μ_{it} , y de la deuda del año anterior.

La estimación del modelo anterior puede realizarse con un análisis de regresión en dos etapas. Como la deuda objetivo no es directamente observable, se utiliza una *proxy* de la misma. La primera etapa consiste en un análisis de regresión que incorpore las variables explicativas observables para cada empresa, que corresponden a los determinantes del nivel de endeudamiento óptimo, de acuerdo con la literatura. Así, para una empresa i , en un momento t , una estimación de su nivel objetivo de endeudamiento podría ser el siguiente:

$$END_{it}^* = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j V_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

V_{jit} es un vector que representa al conjunto de las variables de la empresa i en el momento t que determinarán el nivel de endeudamiento óptimo, siendo m el número de ellas. β_j representa los parámetros desconocidos asociados con las variables anteriores; α el término constante y ε_{it} la perturbación aleatoria, que captura posibles errores de medida en las variables explicativas y cualquier otra variable explicativa que haya sido omitida.

En la segunda etapa, los valores obtenidos en la ecuación (3) se toman como proxy del ratio de endeudamiento objetivo en la estimación de la ecuación (2).

La verificación de la teoría de equilibrio estático puede también realizarse en un solo paso, si previamente combinamos de forma adecuada las ecuaciones (2) y (3), obteniendo la siguiente ecuación simplificada, que nos ayudará a contrastar el cumplimiento o no de la teoría de intercambio estático:

$$END_{it} = \delta + \sum_{j=1}^m \lambda_j V_{jit} + \varphi \times END_{it-1} + \sigma_{it} \quad (4)$$

Donde, δ es el término constante, λ_j es igual a $\mu_{it} \times \beta_j$ y φ es igual a $1 - \mu_{it}$. σ_{it} es la perturbación aleatoria.

Pues bien, las hipótesis que trataremos de contrastar, y que exponemos a continuación, están extraídas de diversos trabajos de la literatura en los que se ha tratado de verificar el cumplimiento o no de esta teoría:

- *H1 Cada empresa posee un nivel óptimo de endeudamiento, al que tratan de acercarse en sus decisiones de financiación* (Ang, 1976 y Jalilvand y Harris, 1984).
- *H2 La rentabilidad empresarial se relaciona de forma positiva con el endeudamiento* (Jensen, 1986; Fama y French, 2002).
- *H3 La tasa efectiva impositiva está relacionada positivamente con la deuda* (Scott, 1976; Angelo y Masulis, 1980 y Haugen y Senbet, 1986).
- *H4 Las deducciones fiscales alternativas a la deuda, es decir, los escudos fiscales, se relacionan de forma negativa con la deuda* (Angelo y Masulis, 1980; Banerjee *et al*, 1999; Miguel y Pindado, 2001 y Fama y French, 2002).
- *H5 El tamaño empresarial mantiene una relación positiva con el apalancamiento* (Titman y Wessels, 1988 y Ang, 1992).
- *H6 Las oportunidades de crecimiento están relacionadas negativamente con la deuda empresarial* (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Stulz, 1990; Banerjee *et al*, 1999 y Shyan-Sunder y Myers, 1999).
- *H7 Los costes de quiebra mantienen una relación negativa con la deuda* (Wist y Thurik, 1993).

4.2 Teoría de jerarquía de preferencias

Por su parte, la teoría de jerarquía de preferencias, también discutida en el capítulo III, sección 3, sugiere un orden seguido por las empresas al elegir las fuentes que van a financiar sus inversiones. En esta jerarquía, se sitúa en primer lugar, la autofinanciación, en segundo lugar, la deuda y, como último recurso, la financiación propia externa. Sólo se emitirá deuda cuando el déficit empresarial sea positivo y si éste es negativo, la empresa procederá a su amortización. Siguiendo a Shyam-Sunder y Myers (1999) y Frank y Goyal (2000), definimos el déficit empresarial como:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - CFO_t \quad (5)$$

donde:

CFO_t = Cash flow operativo después de intereses e impuestos

DIV_t = Pago de dividendos

X_t = Inversión en inmovilizado

ΔW_t = Incremento neto del capital circulante

R_t = Proporción de deuda a largo plazo que vence en el periodo presente

Y la hipótesis de jerarquía de preferencias que ellos tratan de contrastar es:

$$\Delta END_{it} = \alpha + \beta \times DEF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

donde:

ΔEND_{it} es la cantidad de deuda emitida –o retirada, si el déficit es negativo- por la empresa i , siendo ε_{it} la perturbación aleatoria. Se espera que α , término constante, sea igual a cero y que el coeficiente β sea igual a uno.

Por otro lado, la teoría de jerarquía de preferencias ha sido contrastada por Sogorb y López (2003) y Aybar *et al* (2004) mediante la determinación de la relación que debería existir entre el nivel de endeudamiento que posee una empresa y determinadas variables, si dicha empresa financiase sus inversiones siguiendo el orden establecido por esta teoría. Así, es lógico pensar que el endeudamiento esté negativamente relacionado con la edad empresarial, ya que con el tiempo la empresa ha acumulado recursos suficientes para financiar sus inversiones y no necesita acudir a la deuda. De la misma manera, si una empresa genera un elevado flujo de caja operativo, lo utilizará, frente a la deuda, para cubrir sus necesidades de financiación. Por otro lado, la existencia de oportunidades de crecimiento elevadas, hace que aumenten las necesidades de fondos para la empresa, lo que podría favorecer el uso de deuda. Mediante un modelo de regresión quedaría así reflejada la posible relación entre el endeudamiento empresarial y estas variables:

$$END_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 OC_{it} + \beta_3 Edad_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

END_{it} representa al ratio de endeudamiento de la empresa i en el momento t ; OC_{it} y CFO_{it} son las oportunidades de crecimiento y el cash flow operativo, respectivamente, de la empresa i en el momento t . Siendo ε_{it} el término de error.

Teniendo en cuenta nuestra disponibilidad de datos –no conocemos ni el reparto de dividendos de las empresas, ni la proporción de deuda a largo plazo que vence en cada periodo–, optaremos por este segundo procedimiento para contrastar la teoría de jerarquía de preferencias.

De la literatura que ha tratado de contrastar esta teoría, hemos extraído las siguientes hipótesis:

- *H8 Las empresas con elevados flujos de caja operativos poseen menos deuda* (Myers, 1984 y Myers y Majluf, 1984).
- *H9 Las empresas con mayores oportunidades de crecimiento, tienen más endeudamiento* (Myers, 1984).
- *H10 La edad se relaciona de forma negativa con la deuda* (Weston y Brigham, 1981 y Peterson y Rajan, 1994).

4.3 Carácter familiar de las empresas

Por otra parte, a lo largo de todo el capítulo dos, nos hemos referido a la idiosincrasia de las empresas familiares, que las hace diferentes del resto de empresas. Además, expusimos cómo diferentes autores defienden que el carácter familiar de una empresa da lugar a un comportamiento financiero diferente. Con la introducción de esta última hipótesis en el contraste de ambas teorías, tratamos de obtener evidencia empírica en relación a la aportación más destacada de esta tesis doctoral, basada en determinar si el carácter familiar de las empresas provoca un comportamiento financiero diferente. Dicha hipótesis quedaría así definida:

H11 El carácter familiar de una empresa influye en sus decisiones de financiación (Dreux, 1990; Gallo, 1995; Gallo y Vilaseca, 1996; McConaughy y Phillips, 1999; Mahéroul, 2000; Poutziouris, 2001).

5. VARIABLES

Las hipótesis planteadas en el epígrafe anterior, nos llevan a definir una serie de variables (proxies) que son necesarias para su verificación. En esta sección, presentamos un análisis descriptivo de las que utilizaremos en nuestro estudio empírico. Para cada variable, ofrecemos algunos estadísticos relevantes (media, desviación estándar, mediana, máximo y mínimo), distinguiendo los valores correspondientes al total de la muestra y los relativos a empresas familiares y no familiares.

La variable dependiente que pretendemos explicar, en ambos modelos expuestos anteriormente, es el endeudamiento total que poseen las empresas en el año 2000. De acuerdo con Wijst y Thurik (1993), medimos esta variable, END_t , como el cociente entre el montante de deuda y el activo total.

A continuación, presentamos una relación de las variables explicativas utilizadas en cada modelo.

5.1 Modelo de equilibrio estático

- Endeudamiento del año anterior, 1999, END_{t-1} , medido como el cociente entre el montante de deuda y el volumen de activos que posee cada empresa en dicho año.
- Para medir el rendimiento empresarial utilizamos la rentabilidad anual, RENT, calculada a partir del resultado de explotación dividido entre el activo total (Fama y French, 2002). Según la teoría tradeoff, se espera que una empresa rentable presente un alto nivel de deuda para compensar los impuestos corporativos.
- El tipo impositivo al que se enfrenta una empresa, TI, obtenido en un determinado año como el cociente entre el impuesto de sociedades y el resultado del ejercicio antes de impuestos (Shyam-Sunder y Myers, 1999). Cuanto mayor sea la tasa fiscal a la que se enfrenta la empresa, mayores son las deducciones fiscales obtenidas; por tanto, se espera que su relación con el endeudamiento sea positiva.
- Relacionada con el endeudamiento de forma opuesta al tipo impositivo, se utiliza la dotación a la amortización dividida entre el activo total, siendo

esta variable representativa de las deducciones fiscales alternativas a los intereses pagados por la deuda, también llamada escudo fiscal, EF, (Angelo y Masulis, 1980; Titman y Wessels, 1988; Banerjee *et al*, 1999; Miguel y Pindado, 2001 y Fama y French, 2002). Su relación con la deuda debe ser de signo negativo.

- Incorporamos una variable representativa del tamaño empresarial; ésta es el logaritmo del importe neto de la cifra de ventas, TAM, medido en términos absolutos (Wijst y Thurik, 1993; Coleman y Carski, 1999; Frank y Goyal, 2000 y Fattouh *et al* 2002). Con frecuencia, las empresas más grandes presentan menos riesgo y ofrecen mayores garantías colaterales; por ello, pueden tener mejor reputación en los mercados de deuda. Así, debería existir una relación positiva entre la deuda y el tamaño empresarial.
- Como proxy de las oportunidades de crecimiento, OC, hemos utilizado el incremento de ventas porcentual que la empresa ha experimentado del año 1999 al año 2000 (Aybar *et al*, 2004). Como ya hemos sugerido en el capítulo III, epígrafe 4.3, ésta es una de las variables más difícil de medir. Pensamos que un incremento en las ventas puede ser un buen indicador de un proceso de crecimiento en el que la empresa se halle inmersa. Su relación con el endeudamiento debería presentar signo negativo.
- La medición de la probabilidad de insolvencia también entraña dificultades. Basándonos en los trabajos de Wald (1999) y Miguel y Pindado (2001), hemos optado por utilizar, como proxy, la variación porcentual en el resultado operativo experimentado por la empresa del año 1999 al 2000, VRO. Por tanto, cuanto mayor sea el valor de esta variable, menor será la probabilidad de insolvencia de la empresa. Lógicamente, esperamos que su relación con el nivel de endeudamiento sea positiva.
- Por último, introducimos una variable *dummy* que toma valor uno cuando la empresa es familiar y valor cero cuando no lo es. Con la introducción de esta variable, FAMIL, pretendemos captar los efectos del carácter familiar de una empresa sobre el comportamiento financiero de la misma.

A continuación, en la tabla 4.3, presentamos la relación de variables que acabamos de definir:

Tabla 4.3. Relación de variables explicativas utilizadas para contrastar la teoría de equilibrio estático

Relación de variables	Notación	Cálculo	Relación esperada con endeudamiento año 2000
Endeudamiento del año 1999	END_{t-1}	$\frac{\text{Deuda Total 1999}}{\text{Activo Total}}$	+
Rentabilidad	$RENT$	$\frac{\text{Resultado Explotación}}{\text{Activo Total}}$	+
Tipo impositivo	TI	$\frac{\text{Impuesto Sociedades}}{\text{Rtdo. Ejercicio}}$	+
Escudo fiscal	EF	$\frac{\text{Dotac. Amortización}}{\text{Activo Total}}$	-
Tamaño	TAM	Lg (Volumen neto de la cifra de ventas)	+
Oportunidades de crecimiento	OC	$\frac{(\text{Ventas netas 2000}-\text{Ventas netas 1999})}{\text{Ventas netas 1999}}$	-
Variación Resultado operativo	VRO	$\frac{(\text{Rtdo operat 2000}-\text{Rtdo operat 1999})}{\text{Resultado operativo 1999}}$	+
Carácter familiar	$FAMIL$	0/1	+/-

La tabla 4.3 recoge, además de la relación de variables, las notaciones correspondientes para su identificación, la forma de cálculo y la relación que se espera que éstas tengan con el endeudamiento del año 2000.

5.2 Modelo de jerarquía de preferencias

- Cash flow operativo, CFO , obtenido como resultado de sumar la dotación a la amortización que realiza una empresa con el resultado de explotación que la misma ha obtenido y dividir este importe entre el activo total (Miguel y Pindado, 2001); esta variable es representativa de la liquidez generada por cada empresa anualmente, derivada de su actividad principal. Según la teoría pecking order, cuanto mayor es la generación de flujos de tesorería por la empresa, menor es su necesidad de acudir al endeudamiento y, por tanto, esperamos una relación negativa entre estas dos variables.
- Tal vez, la cuestión crucial en este enfoque teórico sea el efecto, sobre la estructura de capital, de la interacción entre la capacidad para generar

fondos internos y las expectativas para llevar a cabo nuevos proyectos de inversión. Así, las empresas con escasos niveles de fondos internos, pero con fuertes oportunidades de crecimiento, tenderán a estar muy endeudadas y, al contrario, las empresas con elevados fondos internos, pero con escasas expectativas de crecimiento, presentarán un reducido endeudamiento (Aybar *et al*, 2004). Con la finalidad de medir este efecto conjunto de los fondos generados internamente y las oportunidades de crecimiento sobre el endeudamiento, utilizamos una variable a la que denominamos necesidad de fondos, *NEFO*. Para su construcción, procedemos del siguiente modo:

1. Si el valor que la variable oportunidades de crecimiento⁶ toma para una empresa es superior a la media de la muestra, le adjudicamos a esa empresa el valor 1 y si es inferior, le adjudicamos el valor 0.
2. Si el valor que la variable cash flow operativo toma para una empresa es superior a la media de la muestra, le adjudicamos a esa empresa el valor 0 y si es inferior, le adjudicamos a la misma el valor 1.
3. Sumamos los dos valores adjudicados a cada empresa, obteniendo la siguiente valoración:

Tabla 4.4: Determinación de los valores de la variable discreta *necesidad de fondos*

Empresa con oportunidades de crecimiento por encima de la media: 1	Empresa con cash flow operativo por debajo de la media: 1	2
	Empresa con cash flow operativo por encima de la media: 0	1
Empresa con oportunidades de crecimiento por debajo de la media: 0	Empresa con cash flow operativo por debajo de la media: 1	1
	Empresa con cash flow operativo por encima de la media: 0	0

⁶ Medida a partir del incremento de ventas y definida para el contraste de la teoría de equilibrio estático.

Esperamos, por tanto, que la relación entre la deuda de un periodo y el valor que tome esta variable sea positiva.

- La edad empresarial (*EDAD*), medida como el tiempo transcurrido, en años, desde su fundación, también es una variable relacionada en la literatura (Gersick *et al*, 1997; Berger y Udell, 1998; Coleman y Carski, 1999 y Romano *et al* 2000) con el endeudamiento empresarial. Como la antigüedad de la empresa le ha dado oportunidad de ahorrar fondos para realizar inversiones, se espera una relación negativa con el nivel de endeudamiento.

A continuación, en la tabla 4.5, presentamos la relación de variables que acabamos de definir:

Tabla 4.5. Relación de variables explicativas utilizadas para contrastar la teoría de jerarquía de preferencias

Relación de variables	Notación	Cálculo	Relación esperada con Endeudamiento año 2000
Cash flow operativo	CFO	$\frac{\text{Rtdo Explot} + \text{Dotación Amortiz}}{\text{Activo Total}}$	-
Necesidad de fondos	NEFO	0/1/2	+
Edad	EDAD	Años transcurrido desde la fundación de la empresa hasta el 31/12/2000	-
Carácter familiar	FAMIL	0/1	+/-

La tabla 4.5 recoge, además de la relación de variables, la notación utilizada para identificarlas, la forma de cálculo y la relación que se espera que éstas tengan con el endeudamiento del año 2000

Una vez conocidas las variables que van a intervenir en el estudio empírico, presentamos algunos estadísticos de las mismas. En la tabla 4.6, presentamos la media, desviación estándar, mediana, máximo y mínimo de cada una de las variables para el conjunto de empresas de la muestra, para las empresas familiares y para las no familiares; en la última columna, presentamos los resultados obtenidos al realizar el test de Mann-Withney para medir la diferencia de medianas entre empresas familiares y no familiares.

Tabla 4.6: Estadísticos descriptivos de las variables

Panel A: Variable Dependiente																
	Toda la muestra					Empresas Familiares					Empresas no familiares					
	Media	Desviación Estándar	Mediana	Máximo	Mínimo	Media	Desviación Estándar	Mediana	Máximo	Mínimo	Media	Desviación Estándar	Mediana	Máximo	Mínimo	
END_t	0,705	0,216	0,759	0,999	0,049	0,702	0,214	0,758	0,999	0,05	0,722	0,222	0,781	0,994	0,049	0,315
Panel B: Teoría de Equilibrio estático. Variables explicativas																
END_{t-1}	0,712	0,219	0,766	0,999	0,061	0,709	0,215	0,766	0,999	0,061	0,725	0,233	0,794	0,999	0,138	0,312
RENT	0,061	0,08	0,054	0,48	-0,258	0,059	0,077	0,053	0,418	-0,258	0,069	0,093	0,06	0,48	-0,223	0,696
TI	0,394	0,209	0,429	0,998	-0,54	0,399	0,205	0,429	0,998	-0,54	0,373	0,223	0,429	0,86	-0,059	0,421
EF	0,036	0,034	0,027	0,262	0	0,037	0,035	0,028	0,262	0	0,030	0,03	0,025	0,168	0,0	0,135
TAM	6,116	0,383	6,046	7,26	5,581	6,131	0,387	6,067	7,26	5,581	6,049	0,364	5,907	7,013	5,587	0,112
OC	0,61	4,599	0,071	72,722	-0,918	0,625	4,898	0,066	72,722	-0,918	0,546	2,969	0,108	24,804	-0,585	0,231
VRO	0,55	5,691	-0,068	74,357	-13,122	0,679	6,238	-0,071	74,357	-13,122	-0,017	1,865	-0,034	6,939	-9,304	0,860
Panel C: Teoría de Jerarquía de preferencias. Variables explicativas																
CFO	0,097	0,085	0,089	0,508	-0,237	0,096	0,080	0,089	0,441	-0,237	0,100	0,103	0,089	0,508	-0,201	0,889
EDAD	10,567	7,512	8,917	48,083	1,417	10,750	7,750	8,917	48,083	1,417	9,438	7,206	7,792	40,083	1,750	0,110

*Se ha probado, también, un test de medias, obteniéndose los mismos resultados.

Las empresas tienen un ratio de endeudamiento medio algo superior al 70%, siendo éste ligeramente más elevado para las empresas no familiares. La rentabilidad media se encuentra en torno al 6%, mostrando las empresas no familiares nuevamente un valor superior. Llama la atención el tipo impositivo medio del 39% (37% para las empresas no familiares) al que se enfrentan las empresas, teniendo en cuenta que la tasa impositiva establecida oficialmente para las pequeñas empresas por la legislación española es del 30% (Ley 24/2001, 27 de diciembre, medidas de orden fiscal, administrativo y social) (Sogorb y López, 2003).

El tamaño y la edad media de las empresas son ligeramente superiores en las familiares. Aparece, sin embargo, una gran diferencia en el valor medio de variación de resultado operativo entre las empresas familiares y las no familiares.

No obstante, al observar los resultados obtenidos en la comparación de medianas mediante el test de Mann-Whitney, no aparecen diferencias significativas, en ninguna de las variables, entre empresas familiares y no familiares. Lo que nos lleva a pensar que el comportamiento financiero de las empresas puede no estar determinado por el carácter familiar de las mismas; si no que, más bien, éste vendrá definido por otras variables.

Con la intención de obtener una idea previa aproximada sobre la relación que existe entre las distintas variables que forman parte de nuestro estudio, presentamos, en la tabla 4.7, las matrices de correlación de Pearson:

Tabla 4.7, panel A: Matriz de correlaciones de Pearson. Variables que intervienen en el contraste de la teoría de equilibrio estático

	END_T	END_{t-1}	RENT	TI	EF	TAM	OC
END_{t-1}	0,9303 (0,0000)						
RENT	-0,2148 (0,0000)	-0,1816 (0,0004)					
TI	-0,1532 (0,0028)	-0,1522 (0,0030)	0,1347 (0,0087)				
EF	-0,1645 (0,0013)	-0,1321 (0,0101)	-0,0724 (0,1598)	-0,0080 (0,8768)			
TAM	0,0026 (0,9602)	-0,0185 (0,7204)	0,0505 (0,3277)	0,2494 (0,0000)	-0,0807 (0,1175)		
OC	0,0261 (0,6135)	0,0707 (0,1704)	-0,0123 (0,8121)	-0,0509 (0,3232)	-0,0702 (0,1732)	0,0300 (0,5615)	
VRO	-0,0491 (0,3406)	-0,0550 (0,2859)	0,1907 (0,0002)	0,0787 (0,1268)	0,0042 (0,9350)	0,0846 (0,1006)	0,0495 (0,3376)

Tabla 4.7, panel B: Matriz de correlaciones de Pearson. Variables que intervienen en el contraste de la teoría de jerarquía de preferencias

	END	CFO	NEFO
CFO	-0,2694 (0,0000)		
NEFO	0,3133 (0,0000)	-0,4812 (0,0000)	
EDAD	-0,2795 (0,0000)	-0,0962 (0,0618)	-0,2109 (0,0000)

6. ANÁLISIS DE RESULTADOS

6.1 Metodología

Con la finalidad de estudiar cómo toman las decisiones de financiación las empresas familiares frente a las no familiares, nos apoyamos en la teoría financiera, concretamente en dos enfoques que han sido objeto de estudio en el capítulo III, la teoría de equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias.

En primer lugar, mediante un modelo de regresión, tratamos de comprobar si el conjunto de empresas se ajusta, en su comportamiento financiero, a lo que la teoría de equilibrio estático propone. Medimos la influencia del carácter familiar sobre el nivel de endeudamiento, a través de una variable *dummy*. Para comprobar el ajuste del comportamiento financiero de las empresas a la teoría de la jerarquía de preferencias, realizamos un estudio semejante.

Los modelos de regresión utilizados son los que sustentan cada teoría y que han sido expuestos en la sección tres del presente capítulo. Estos modelos han dado lugar a una serie de hipótesis, también expuestas en la sección tres, y que trataremos de contrastar. Las variables utilizadas han quedado recogidas en la sección cuarta.

Los modelos de regresión mencionados serán estimados a través del procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), que nos permite obtener estimadores de los parámetros que, bajo determinadas condiciones de partida sobre el comportamiento de la perturbación aleatoria, cumplen propiedades deseables tales como ser lineales, insesgados y óptimos, en el sentido de ser consistentes y de mínima varianza.

6.2 Resultados obtenidos

A continuación, en la tabla 4.8, presentamos los resultados de estimación de los coeficientes del modelo de regresión, obtenidos a través de MCO. El panel A recoge el valor de los parámetros estimados del modelo correspondiente a la teoría de equilibrio estático y el panel B, los del correspondiente a la teoría de jerarquía de preferencias.

Tabla 4.8, panel A. Estimación MCO del modelo de equilibrio estático*

	<i>Nº de observaciones: 378</i>
Constante	0,0145 (0,8291)
END_{t-1}	0,9033 (0,0000)
RENT	-0,1476 (0,0051)
TI	-0,0160 (0,4287)
EF	-0,3021 (0,0116)
TAM	0,0131 (0,2292)
OC	-0,0021 (0,0173)
VRO	0,0005 (0,4663)
FAMIL	-0,0062 (0,5523)
R² ajustado	86,978 %

* Entre paréntesis, el p-valor de cada estimador.

Tabla 4.8, panel B. Estimación MCO del modelo de jerarquía de preferencias*

	<i>Nº de observaciones: 378</i>
Constante	0,8059 (0,0000)
CFO	-0,5639 (0,0001)
NEFO	0,0480 (0,0081)
EDAD	-0,0078 (0,0000)
FAMIL	-0,0111 (0,6096)
R² ajustado	17,38 %

* Entre paréntesis, el p-valor de cada estimador.

Chirinko y Singha (2000), exponen que el test de la teoría pecking order realizado por Shyam-Sunder y Myers (1999) debe ser considerado como semifuerte. Argumentan que las empresas buscan cubrir su déficit de fondos inicial a través de la emisión de deuda. Pero, a un nivel de endeudamiento muy elevado, las empresas se enfrentan a costes de quiebra altos y, en ese caso, optan por cubrir sus necesidades de fondos mediante ampliación de capital, en vez de un aumento en la deuda. Por tanto, cuando las empresas varían su capital social, la tesis central de la teoría de jerarquía de preferencias se rechazaría.

Con el fin de asegurar la robustez de los resultados obtenidos, realizamos nuevamente el contraste de la teoría de selección jerárquica en dos situaciones: 1) sólo para las empresas que no han variado su capital social y 2) para las empresas que sí han variado su capital. Los resultados obtenidos se presentan a continuación en la tabla 4.9:

Tabla 4.9: Estimación MCO del modelo de jerarquía de preferencias. Casos particulares*

	Empresas que no han variado su capital social <i>Nº de observaciones: 345</i>	Empresas que sí han variado su capital social <i>Nº de observaciones: 33</i>
Constante	0,8049 (0,0000)	0,7907 (0,0000)
CFO	-0,5343 (0,0004)	-0,8373 (0,0650)
NEFO	0,0513 (0,0065)	0,0229 (0,7436)
EDAD	-0,0087 (0,0000)	-0,0004 (0,9135)
FAMIL	0,0031 (0,8209)	0,0302 (0,5325)
R² ajustado	18,38%	6,3821

* Entre paréntesis, el p-valor de cada estimador.

6.3 Análisis de resultados

La tabla 4.10 recoge una relación de las relaciones esperadas y obtenidas entre el endeudamiento, como variable dependiente, y las distintas variables explicativas utilizadas en los modelos utilizados para contrastar la teoría de equilibrio estático, panel A, y de jerarquía de preferencias, panel B.

Tabla 4.10: Resumen de relaciones esperadas y obtenidas**Panel A: Modelo de equilibrio estático**

VARIABLES EXPLICATIVAS	RELACIÓN ESPERADA	RELACIÓN OBTENIDA
ENDLP _{t-1}	+	+
RENT	+	-
TI	+	n.s.
EF	-	-
TAM	+	n.s.
OC	-	-
VRO	+	n.s.
FAMIL	+/-	n.s.

Panel B: Modelo de jerarquía de preferencias

VARIABLES EXPLICATIVAS	RELACIÓN ESPERADA	RELACIÓN OBTENIDA
CFO	-	-
NEFO	+	+
EDAD	-	-
FAMIL	+/-	n.s.

n.s. indica que la relación obtenida entre la variable explicativa y la dependiente no es estadísticamente significativa.

6.3.1 Teoría de equilibrio estático

En primer lugar, llama la atención la relación tan fuerte que observamos entre el nivel de endeudamiento de las empresas en el año 1999 y el que poseen en el año 2000; lo que nos indica la existencia de costes de ajuste muy elevados ($1-\mu=0,9033$) y, por tanto, una velocidad de ajuste hacia el nivel de endeudamiento objetivo muy reducida ($\mu=0,0967$). Probablemente, las empresas comparan los costes en los que incurren al realizar el ajuste hacia el nivel de endeudamiento óptimo, con los costes que soportan al estar situadas lejos de ese nivel objetivo de deuda, siendo éstos menores.

La hipótesis 2, referente a la rentabilidad, no se cumple, poniéndose de manifiesto una relación negativa entre esta variable y el nivel de endeudamiento. Esta relación negativa es la que defiende la teoría de jerarquía de preferencias y ha sido obtenida por numerosos autores en sus estudios (*Barton y Gordon, 1988; Titman y Wessels, 1988; Boedo y Calvo, 1997; Coleman y Carski, 1999; Fama y French, 2000; Myers, 2001; Ozkan, 2001; Fattough et al, 2002 y Sogorb, 2004*)

La hipótesis 3, relativa al tipo impositivo, no se ha podido constatar, ya que, como se observa en la tabla 4.6, la variable TI no es significativa; sin embargo, la cuarta hipótesis, también asociada a posibles deducciones fiscales, sí se cumple. Esto nos indica que el endeudamiento no se relaciona con el tipo impositivo al que se enfrentan las empresas, pero sí existe una relación negativa entre las amortizaciones realizadas por las empresas –como indicativas de deducciones fiscales alternativas a la deuda- y su nivel de endeudamiento.

La hipótesis quinta no se confirma, quizá porque el tamaño de las distintas empresas que forman nuestra muestra es muy semejante.

La hipótesis 6 sí se cumple, poniéndose de manifiesto una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento; según la teoría financiera, esta relación puede explicarse por los problemas de subinversión.

La hipótesis 7, relativa a los costes de quiebra, no se ha podido confirmar.

Por último, no hay evidencia de una relación significativa entre el carácter familiar de una empresa y su nivel de endeudamiento. En línea con los hallazgos de Coleman y Carsky (1999), se aprecia que el nivel de endeudamiento que posee una empresa no está asociado al carácter familiar o no de la misma, sino a otros factores como, por ejemplo, la rentabilidad.

6.3.2 Teoría de jerarquía de preferencias

Los resultados obtenidos en la estimación del modelo de selección jerárquica, permiten confirmar el cumplimiento de las tres hipótesis (8, 9 y 10) formuladas. Así, el cash flow operativo se relaciona de forma negativa con el nivel de endeudamiento; de aquí, podemos interpretar que las empresas tienden a financiar sus necesidades de inversión con los recursos generados internamente y, por tanto, cuanto más liquidez genera la actividad empresarial, menor es su necesidad de endeudamiento.

En cuanto a las necesidades de fondos –obtenidas a través de la combinación de las oportunidades de inversión y el cash flow generado por la empresa-, aparece una clara relación positiva con el nivel de endeudamiento. Esto indica que las empresas recurren a la financiación con deuda, conforme aumentan sus necesidades de inversión y menores son los fondos generados de su actividad, tal y como postula esta teoría.

Además, las empresas más maduras han tenido más tiempo para acumular fondos, de forma que necesitan, en menor medida, la financiación ofrecida por la deuda.

Sin embargo, al igual que sucede con la teoría de equilibrio estático, no hay evidencia de relación significativa entre el nivel de endeudamiento que posee la empresa y el carácter familiar de la misma.

Por otra parte, hemos contrastado la teoría de jerarquía de preferencias sólo considerando las empresas que no han variado su capital social del año 1999 al 2000, comprobándose que se cumplen todas las hipótesis planteadas. No obstante, al realizar el contraste de esta teoría sólo para las empresas que sí han variado su capital social en estos años, apreciamos que ninguna de las hipótesis planteadas puede ser aceptada al 5% de significación.

7. RESUMEN

Con la finalidad de estudiar el comportamiento financiero de las empresas y la influencia del carácter familiar sobre dicho comportamiento, nos hemos apoyado en dos teorías financieras, equilibrio estático y jerarquía de preferencias. Para su contraste, realizamos un análisis de regresión mediante mínimos cuadrados ordinarios. La muestra de empresas analizada es un conjunto de pymes de la provincia de Jaén, clasificadas en familiares y no familiares.

Las conclusiones extraídas, tras la realización de dicho análisis, son las siguientes:

En primer lugar, se confirma que las empresas, en general, toman sus decisiones de financiación basándose en los principios defendidos por la teoría de jerarquía de preferencias. Así, a medida que tienen más fondos generados internamente, tienen menor necesidad de acudir a la financiación mediante deuda. Además, una elevada necesidad de fondos ocasionada por la existencia de oportunidades de inversión y pocos fondos internos para cubrirlos, provoca un mayor recurso al endeudamiento. Y, finalmente, de acuerdo a lo expuesto sobre la edad, la evidencia empírica obtenida indica que las empresas, que inicialmente no tienen acceso a fuentes de financiación ajenas, van ahorrando a medida que va pasando el tiempo y cubriendo sus necesidades de financiación con estos ahorros. Por tanto, cuanto más tiempo hayan dispuesto las empresas para acumular fondos, menor será su necesidad de acudir al endeudamiento.

Con el fin de comprobar la robustez de los resultados, se han analizado, de forma separada, las empresas que no han variado su capital social del año 1999 al 2000. Se ha podido comprobar que se siguen manteniendo los principios defendidos por esta teoría. De igual modo, si sólo analizamos las empresas que sí han variado su capital entre estos dos años, el cumplimiento de la teoría de jerarquía de preferencias ya no se mantiene. Este comportamiento podría explicarse porque las empresas no sólo acuden a realizar ampliaciones de capital cuando han cubierto completamente su déficit de financiación mediante deuda, si no cuando el nivel de deuda que poseen es suficientemente elevado, como para no poder aumentarlo sin incurrir en excesivos costes de quiebra.

En segundo lugar, al centrarnos en la teoría de equilibrio estático, es destacable la relación tan estrecha que existe entre el endeudamiento del año analizado y el correspondiente al año anterior. Este hecho da lugar a una velocidad de ajuste, hacia el nivel de endeudamiento objetivo, muy reducida. Esto nos indica la existencia de unos costes de ajuste muy elevados, que impiden que las empresas se desplacen tratando de alcanzar su nivel de endeudamiento óptimo. Por otra parte, las únicas hipótesis que han sido claramente aceptadas son las relativas a los escudos fiscales y a las oportunidades de crecimiento –manteniendo ambos una relación negativa con el endeudamiento-.

En tercer lugar, se aprecia que el carácter familiar de las empresas no afecta a su comportamiento financiero. Pensamos que los factores tamaño y edad priman sobre el carácter familiar de las mismas. Es decir, las empresas de la muestra tienen una edad y un tamaño relativamente reducidos, que son determinantes en su comportamiento financiero. Según la literatura financiera escrita al respecto, las empresas de creación más o menos reciente y, por tanto, con un tamaño aún pequeño, tienen una idiosincrasia muy particular debida, fundamentalmente, a la opacidad informativa, que marca su comportamiento financiero. Estas empresas no tienen un historial que las avale, no poseen excesivo patrimonio para ofrecer como garantías colaterales y, en definitiva, se encuentran con serios problemas para acceder al mercado en busca de financiación. Así, buscan los fondos necesarios para su desarrollo en fuentes cercanas, familiares y amigos, sobretodo.

Esta particularidad es común a las empresas familiares y a las no familiares. Según hemos comentado en el capítulo III, sección 4, las empresas familiares, en su primera etapa (“puesta en marcha del negocio”), tienen como finalidad la supervivencia del negocio; y durante la segunda (“crecimiento y desarrollo”), es cuando empieza a implicarse la familia, pero en ninguna de ellas se ha producido todavía un relevo generacional –momento clave en las empresas familiares-. Por la

edad media de las empresas de la muestra, deducimos que la mayoría de ellas se encuentran en estas dos etapas y, quizás por este motivo, el carácter familiar de las mismas no parece afectar de forma significativa sobre su comportamiento financiero.

Por otra parte, la mayoría de los estudios sobre empresas familiares no ofrecen una definición clara del concepto de empresa familiar y cuando lo hacen, éste es muy diferente de unos a otros. Por tanto, después de numerosos años de investigación sobre la empresa familiar, aún no existe consenso y unanimidad en cuanto a las características que la definen, haciendo muy difícil realizar comparaciones entre los resultados obtenidos por unos autores y otros.

En España, al margen del elaborado sobre la provincia de Jaén, no conocemos la existencia de ningún directorio de empresas familiares. Desde el Instituto de Empresa Familiar existe una propuesta, según la cual, se pretende elaborar por cada una de las universidades vinculadas a este instituto, un Directorio a nivel nacional. Dicho Directorio, apoyado en el elaborado por la Universidad de Jaén y sobre el que hemos realizado nuestro estudio empírico, pretende recoger información real sobre las características de las empresas familiares que existen en nuestro país. Al aunar criterios conceptuales, se posibilitará, no sólo la elaboración de estudios empíricos cuantitativos, sino, además, la comparación de resultados.

Smyrnios *et al* (1998) puntualizan que la complejidad asociada al hallazgo de una definición común de empresa familiar aumentó el número de preocupaciones metodológicas relativas a la muestra, a grupos de comparación adecuados y al establecimiento de medidas apropiadas para su tratamiento estadístico. Esta complejidad puede aumentar la confusión y poner en duda la credibilidad de las investigaciones sobre la empresa familiar (Habbershon y Williams, 1999). Astrachan *et al* (2002) opinan que una definición de empresa familiar debería ser clara sobre las dimensiones a las que se refiere. Además, debería ser transparente y sin ambigüedades.

Por último, debemos destacar que una de las características relevantes de las empresas familiares, según hemos comentado en el capítulo II, epígrafe 5.2, es el solapamiento e interconexión existente entre las finanzas empresariales y las familiares. Sin embargo, este hecho, aunque ampliamente aceptado, es difícil de contrastar porque no se manifiesta en los balances y cuentas de resultados de las empresas familiares, dando lugar a un sesgo en los análisis cuantitativos basados en dichas cuentas anuales.

Capítulo V: Conclusiones

1. CONCLUSIONES

Después de revisar la literatura existente en torno a la empresa familiar, nos hemos centrado en los aspectos de mayor interés, con la finalidad de conocer la importancia de la empresa familiar en la economía mundial, el concepto de empresa familiar y cuáles son sus diferencias con otro tipo de organizaciones.

La toma de conciencia sobre la necesidad de prestar atención a la empresa familiar, surgió en los Estados Unidos de América, al comprobarse que había un número elevado de empresas que debían enfrentarse a un relevo generacional. Aunque los resultados son distintos según las fuentes consultadas, casi todos los países cuentan con un porcentaje de empresas familiares superior al sesenta por ciento, realizando éstas contribuciones importantes al producto interior bruto y a la generación de empleo de los países.

Los primeros estudios referentes a la empresa familiar datan de la década de los cincuenta, pero durante casi 25 años, han sido muy escasos. A partir de los noventa, el estudio de la empresa familiar se ha reconocido como una disciplina académica separada. Por ser el relevo generacional, uno de los momentos claves en la empresa familiar y, por tanto, una de las principales preocupaciones de sus propietarios, es el que ha recibido más atención por parte de los investigadores.

Durante mucho tiempo se ha definido a la empresa familiar desde distintos puntos de vista. Así, las características que a lo largo de los años se han ido utilizando para definir una empresa familiar han sido básicamente tres:

1. Propiedad
2. Control
3. Relevo generacional

Algunos autores utilizan sólo una de ellas, otros utilizan dos, y algunos otros utilizan una combinación de las tres; son tan sólo una minoría los que han incluido alguna

característica distinta a las mencionadas. Pero, aún basándose en los mismos criterios elementales para definir la empresa familiar, el resultado de su aplicación por cada autor, ha sido una diversidad tan grande de definiciones que, aún en la actualidad, persiste la ausencia de una definición común y generalizada para este tipo de empresas. Ello nos ha llevado a la necesidad de analizar qué es para nosotros una empresa familiar y, por tanto, qué criterios utilizaremos para clasificar las empresas de nuestra muestra en familiares y no familiares. En nuestra definición de empresa familiar creemos necesario la coincidencia de control sobre la propiedad y sobre la gestión de la empresa, así como la existencia de un potencial relevo generacional.

A continuación, hemos tratado de buscar en la literatura características de las empresas familiares que las hacen únicas. La más extendida y ampliamente aceptada es la existencia de dos sistemas –empresa y familia- que se solapan y que están en continua interacción. Una vez asumida la influencia que la familia ejerce sobre la empresa, siendo este factor el que diferencia a la empresa familiar de otro tipo de organizaciones, algunos autores creen que la influencia es negativa, otros que es positiva y, un tercer grupo, opina que esta influencia tiene aspectos positivos y negativos.

Posteriormente, hemos analizado el modelo de los tres círculos, aceptado por la mayoría de la comunidad científica, como referente para comprender la dinámica de la empresa familiar. Este modelo hace referencia a la existencia de tres sistemas en una empresa familiar –propiedad, familia y empresa -, dando lugar a la clasificación de las personas implicadas en una empresa familiar en siete categorías, en función de que pertenezcan a uno de los tres sistemas o a más de uno a la vez.

Este modelo ha sido utilizado como base por algunos autores para desarrollar el suyo propio. Así, por ejemplo, se han planteado modelos que incluyen cuatro sistemas –familia, empresa, dirección y propiedad-, o se ha incluido la dimensión temporal en el modelo original de los tres círculos. Además, hemos hecho alusión a una serie de características particulares que, según diferentes autores, pertenecen exclusivamente a la empresa familiar.

Igualmente, hemos revisado el proceso evolutivo de la empresa familiar, lo que nos ha ayudado a entender que no se puede hablar de características de las empresas familiares de una forma generalizada. Por el contrario, según el momento del ciclo de vida de la empresa y de la familia –ambos en interacción- en el que se encuentre, las empresas familiares se enfrentan a una serie de retos, circunstancias y vicisitudes distintas, provocando comportamientos diferentes.

Finalmente, en línea con los objetivos de este trabajo de investigación, hemos centrado la atención en los aspectos financieros de la empresa familiar, que en la

literatura se han venido reflejando a lo largo de los años. Es importante destacar que la práctica totalidad de los escasos estudios empíricos que se han desarrollado sobre el aspecto financiero de la empresa familiar, se limita a realizar una mera descripción de algunas características cuantitativas y objetivas –ventas, número de empleados, rentabilidad, nivel de endeudamiento, volumen de activos, etc.- de las empresas familiares.

Con el fin de realizar un análisis pormenorizado de la literatura, hemos agrupado los artículos referentes a temas financieros de las empresas familiares en tres bloques, en los que subyacen cada una de las siguientes cuestiones: a) orientación a largo plazo de las empresas familiares, b) grado de profesionalización de los directivos financieros e interconexión existente entre las finanzas familiares y las empresariales y c) nivel de endeudamiento que poseen las empresas familiares. En este último grupo, se hace referencia, además, a otras variables financieras.

En general, los trabajos han adoptado perfiles muy diferentes, centrándose en aspectos muy distintos, lo cual, unido a la ausencia de una definición de empresa familiar compartida por los mismos, hace difícil el análisis comparativo de los resultados obtenidos por unos y otros. En otras ocasiones, se exponen resultados completamente opuestos. Con todo ello, creemos que el terreno financiero de las empresas familiares presenta todavía un amplio margen de investigación.

En el capítulo III, hemos abordado el estudio de la estructura financiera de la empresa, con especial énfasis en los enfoques teóricos más apropiados para describir el comportamiento de la empresa familiar.

Nuestro punto de partida lo ha constituido la tesis de Modigliani y Miller (1958), que postulaba independencia entre la estructura financiera de la empresa y su valor y que se sustentaba en premisas alejadas de la realidad. Posteriormente, los análisis sobre la estructura financiera de la empresa que ha venido recogiendo la literatura, han incorporado determinados factores que nos acercan a unas condiciones de partida más reales. Estos factores, revisados con detalle, son (i) impuestos, (ii) costes de agencia, (iii) costes de quiebra y (iv) asimetrías de información.

A partir de aquí, se han desarrollado dos teorías que tratan de explicar el comportamiento de las empresas, al tomar sus decisiones sobre financiación. Son la teoría de equilibrio financiero (tradeoff) y la teoría de jerarquía de preferencias (pecking order); ambas realizan planteamientos claramente diferenciados.

La teoría de equilibrio financiero, defiende que las empresas presentan un ratio de endeudamiento óptimo al que tratan de acercarse; el alejamiento que existe entre el nivel de endeudamiento de una empresa en un momento dado y su nivel objetivo,

se justifica por la existencia de costes de ajuste. El nivel de endeudamiento óptimo vendría determinado por una compensación entre los impuestos, los costes de quiebra y los costes de agencia.

La teoría de jerarquía de preferencias, por su parte, no considera la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo como algo sustantivo y postula que las empresas, ante la necesidad de fondos que surge en su funcionamiento, optan, en primer lugar, por utilizar los fondos generados internamente, en segundo lugar, por la financiación mediante deuda y, por último, si aún no se han cubierto las necesidades de financiación, se acude a una emisión de capital. Una de las justificaciones que con mayor frecuencia se ha utilizado para la defensa de esta teoría, es la existencia de asimetrías de información.

Por último, en este capítulo hemos realizado, también, una revisión de los distintos trabajos que a lo largo de los años, apoyándose o no en estas dos teorías, han buscado determinar los factores que explican el nivel de endeudamiento que posee una empresa. Los factores que con más frecuencia se han analizado son: 1) el tamaño empresarial, 2) la edad de la empresa, 3) el grado de crecimiento y el riesgo, 4) la influencia personal de los directivos, 5) la rentabilidad económica y 6) las garantías colaterales ofrecidas por los directores en la búsqueda de financiación. Los diferentes estudios arrojan resultados, en ocasiones, contradictorios.

En el capítulo cuarto, con la finalidad de estudiar el comportamiento financiero de las empresas y la influencia del carácter familiar sobre dicho comportamiento, nos hemos apoyado en las dos teorías financieras ya comentadas, equilibrio estático y jerarquía de preferencias. Después de formular las hipótesis convenientes, hemos realizado un análisis de regresión mediante mínimos cuadrados ordinarios. La muestra de empresas objeto de estudio es un conjunto de pymes de la provincia de Jaén, clasificadas en familiares y no familiares.

Las conclusiones extraídas, tras la realización de dicho análisis, son las siguientes:

En primer lugar, las empresas, en general, deciden las fuentes que van a utilizar para cubrir sus necesidades de financiación, coincidiendo con el orden establecido por la teoría de jerarquía de preferencias. Así, las empresas que generan más flujos internamente, hacen un menor uso de la deuda. Además, las empresas que tienen más necesidades de fondos, porque estos flujos internos no son suficientes para cubrir las oportunidades de crecimiento que se les presentan, acuden en mayor medida al endeudamiento. Y, por último, las empresas de más edad y, por tanto, que han tenido tiempo de acumular fondos a lo largo del ejercicio de su actividad, también recurren en menor medida a la financiación mediante deuda.

El análisis de robustez de los resultados obtenidos en la estimación del modelo de jerarquía de preferencias, se ha llevado a cabo a través de un estudio separado del grupo de empresas que han realizado variaciones de capital y de aquel otro que no ha experimentado variación alguna, a lo largo del periodo de estudio. En cuanto al primer grupo, se confirma que estas empresas, en general, siguen los principios de comportamiento defendidos por la teoría de jerarquía de preferencias. Sin embargo, no ocurre lo mismo si realizamos el contraste sobre las empresas del segundo grupo, esto es, las que sí presentan variación en su capital social entre los dos años de estudio. Este hecho puede explicarse por la importancia de los costes de quiebra tan elevados a los que se enfrentan algunas empresas al incrementar su nivel de deuda, lo que las llevaría a realizar ampliaciones de capital, aún en el caso de tener capacidad de endeudamiento.

En segundo lugar, al realizar un contraste de la teoría de equilibrio estático, detectamos que si las empresas varían sus ratios de endeudamiento en busca de un nivel óptimo, lo hacen con una velocidad muy reducida, ya que los costes de ese ajuste son muy elevados, en comparación con los costes de mantenerse en un determinado nivel de endeudamiento distinto al óptimo. Por otra parte, se confirma la existencia de una relación negativa entre el endeudamiento que presenta una empresa y los escudos fiscales, por un lado, y las oportunidades de crecimiento, por otro. Estas dos relaciones, son las únicas que se confirman en el conjunto de hipótesis formuladas en el ámbito de esta teoría.

Por último, el carácter familiar de las empresas no aparece como determinante de su estructura financiera. Resulta obvio que las empresas familiares tienen una idiosincrasia distinta a las empresas no familiares, que se manifiesta en su cultura y funcionamiento general. No obstante, considerando los resultados obtenidos en nuestro estudio, no podemos decir que este hecho se ponga de manifiesto en su comportamiento financiero. Por un lado, en los test de comparación realizados sobre las variables financieras de las empresas familiares y no familiares, no aparecen diferencias significativas. Por otro lado, en ninguno de los dos modelos sobre el comportamiento financiero analizados, el endeudamiento de las empresas se ve afectado, en los resultados de estimación, por el carácter familiar que poseen las empresas.

2. LIMITACIONES

La primera limitación de la tesis doctoral se deriva de la ausencia de una definición de empresa familiar ampliamente aceptada, lo que nos impide realizar comparaciones

con otros estudios. La definición que hemos utilizado en nuestra investigación es un primer paso para la consecución de una definición generalizada a nivel nacional, que nos permitirá contrastar los resultados de diferentes estudios.

Por otra parte, la ausencia de una base de datos que recoja un listado de empresas familiares, nos obligó a elaborar nuestro propio listado y, por tanto, a limitar nuestro campo de estudio a la provincia de Jaén, teniendo éstas un tamaño y una edad determinados por el entorno económico de esta provincia.

Otra limitación importante surge al analizar datos recogidos en los balances y cuentas de resultados que presentan las empresas en el registro mercantil. A través de esta información, resulta prácticamente imposible estudiar determinadas características sobre el comportamiento financiero de las empresas; por ejemplo, en relación al solapamiento que existe entre las finanzas de la familia y las de la empresa, uno de los aspectos más relevantes que definen a la empresa familiar.

Por último, nos hemos encontrado con la dificultad añadida de no poder utilizar en nuestro análisis la metodología de datos de panel, debido a la escasez de datos temporales de las empresas familiares y no familiares con las que hemos trabajado.

3. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Dos posibles ampliaciones a esta investigación que presentamos, vendrían dadas precisamente por las limitaciones que hemos encontrado en su realización. Así, ya hemos comentado en el capítulo IV, sección 7, que el Instituto de Empresa Familiar está haciendo un esfuerzo por coordinar, a nivel nacional, la elaboración de un listado de empresas familiares de España. Esto nos permitiría realizar un estudio semejante pero con una muestra de empresas más amplia y más diversa, en cuanto al tamaño y la edad, fundamentalmente.

Por otro lado, podría resultar de gran interés estudiar determinados aspectos financieros de las empresas familiares y no familiares que no aparecen reflejados en sus cuentas anuales. Podrían realizarse cuestionarios, o entrevistas directas a los directores financieros, para tratar de obtener esa información latente.

Anexo

CUESTIONARIO DIRECTORIO EMPRESAS FAMILIARES

Razón Social de la empresa:

Domicilio:.....TLF:.....

Forma Jurídica.....Localidad:.....

1.-¿Cómo está repartido el capital (o la propiedad) de la empresa?

2.-¿Qué puestos de responsabilidad (directivos, jefes, etc.) en los que se tomen decisiones, existen en la empresa?

¿Cuántos de estos puestos son ocupados por miembros de la familia?

3.-¿Qué generaciones de la familia propietaria han pasado por la empresa desde su fundación?

¿Es su intención que la empresa continúe en el futuro en manos de sus descendientes u otros miembros de la familia?

¿Alguno de los miembros de la siguiente generación se está preparando o ha manifestado su voluntad de incorporarse a la empresa?

Bibliografía

- ADAMS, J.; TASHCHIAN, A. y SHORE, T. (1996): "Ethics in family and non-family owned firms: An exploratory study". *Family Business Review*, vol. IX, nº 2, pp. 157-170.
- AJZEN, I. y FISHBEIN, M. (1980): Understanding attitudes and predicting social behavior. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- ALCORN, P. (1982): Success and survival in the family-owned firm. McGraw-Hill. Barcelona.
- ALTMAN, E.I. (1984): "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question". *The Journal of Finance*, septiembre, pp. 67-89.
- AMAT, J.M. (1997-b): El control de gestión en la empresa española. Ed. Gestión 2000, 3ª edición. Barcelona.
- AMAT, J.M. (2000): La continuidad de la empresa familiar. Ed. Gestión 2000, 2ª edición. Barcelona.
- AMBROSE, D. (1983): "Transfer of the family-owned business". *Journal of small Business Management*, vol. 21, pp. 49-56.
- ANDERSON, C.W. y CAMPBELL, T.L. (2004): "Corporate governance of Japanese banks". *Journal of Corporate Finance*, vol. 10 (3), pp. 327-354.
- ANDERSON, R.C.; MANSI, S.A. y REEB, D.M. (2003): "Founding family ownership and agency cost of debt". *Journal of Financial Economics*, vol. 68 (2), pp. 263-285.
- ANDERSSON, T.; CARLSEN, J. y GETZ, D. (2002): "Family Business Goals in the Tourism and Hospitality Sector: Case Studies and Cross-Case Analysis from Australia, Canada and Sweden". *Family Business Review*, vol. 15, nº 2, pp. 89-110.
- ANDRÉS ALONSO, P.; LÓPEZ ITURRIAGA, F.J. y RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (2000, a): "Decisiones financieras y oportunidades de crecimiento en la empresa española.

Un análisis con datos de panel". X Congreso Nacional de ACEDE, Oviedo, 4-6 de septiembre.

ANDRÉS ALONSO, P.; AZOFRA PALENZUELA, V. y RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (2000, b): "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: Un contraste empírico para el caso español". *Investigaciones Económicas*, vol. XXIV, nº 3, pp. 641-679.

ANG, J.S. (1976): "The intertemporal behaviour of corporate debt policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 11, pp. 555-566.

ANG, J.S. (1991): "Small business uniqueness and the theory of financial management". *Journal of Small Business Finance*, vol. 1 (2/3), pp. 197-210.

ANG, J.S. (1992): "On the theory of finance for privately held firms". *Journal of Small Business Finance*, vol. 2 (3), pp. 185-203.

ANGELO, H. DE y MASULIS, R. (1980): "Optimal capital structure under corporate and personal taxation". *Journal of Financial Economics*, marzo, pp. 3-29.

APOLINSKY, H. (1996): "The impact on small business and family business of changing the estate tax". *Family Business Review*, vol. IX, nº 3, pp. 227-232.

ARONOFF, C.E. y WARD, J.L. (1995): "Family-owned business: A thing of the past or a model for the future?". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 2, pp. 121-130.

ASTRACHAN, J.H. y KOLENKO, T.H. (1994): "A neglected factor explaining family business success: Human resources practices". *Family Business Review*, vol. 7, nº 3, pp. 251-262.

ASTRACHAN, J.H. y SHANKER, M.C. (2003): "Family business' contribution to the U.S. economy: A closer look". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 3, pp. 211-219.

ASTRACHAN, J.H.; KLEIN, S.B. y SMYRNIOS, K.X. (2002): "The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem". *Family Business Review*, vol. XV, nº 1, pp. 45-58.

AUERBACH, A.S. (1985): "Real determinants of corporate leverage". En SHYAM-SUNDER, L. y MYERS, S.C. (1999): "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure". *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.

- AVERY, R.B.; BOSTIC, R.W. y SAMOLYK, K.A. (1998): "The role of personal wealth in small business finance". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 1019-1061.
- AYBAR ARIAS, C.; CASINO MARTÍNEZ, A. y LÓPEZ GRACIA, J. (1999): Los determinantes de la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa. Trabajo presentado al VII Foro de Finanzas.
- AYBAR ARIAS, C.; CASINO MARTÍNEZ, A. y LÓPEZ GRACIA, J. (2004): "Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa". Aceptado para su publicación en *Moneda y Crédito*.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (2002): "Reflexiones sobre el gobierno de la empresa". *Economistas*, 93, pp. 6-13.
- BAKER, K. y WISEMAN, K. (1998): "Leadership, legacy and emotional process in family business". *Family Business Review*, vol. XI, nº 3, pp. 207-214.
- BANERJEE, S.; HESHMATI, A. y WIHLBORG, C. (1999): "The dynamics of capital structure". *Working Paper Series in Economics and Finance*, nº 333, pp. 1-20.
- BARACH J. (1984): "Is There a cure for the paralyzed family board?". *Sloan Management Review*, 26, pp. 3-12.
- BARACH. J., GANTISKY, J., CARSON, J. y DOOCHIN, B. (1988): "Entry of the next generation: Strategic challenge for family business". *Journal of Small Business Management*, 26, pp. 49-56.
- BARCLAY, M.J. y SMITH, C.W. (1999): "The capital structure puzzle: Another look of the evidence". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (1), pp. 8-20.
- BARKHATOVA, N.; McMYLOR, P. y MELLOR, R. (2001): Family business in Russia: the path to middle class?. *British Journal of Sociology*, 52 (2); pp. 249-270.
- BARNES, L.B. y HERSON, S.A. (1976): "Transferring power in the family business", *Harvard Business Review*, 53 (4), pp. 105-114.
- BARNEY, J.B. (1991): "Firm resources and sustained competitive advantage". *Journal of Management*, 17, pp. 99-120.
- BARNEY, J.B. (1992): "Integrating organizational behaviour and strategy formulation research: A resource-based analysis". *Advances in Strategic Management*, 8, pp. 39-61.

- BARRY, B. (1975): "The development of organization structure in family firm", *Journal of General Management*, Autumn, pp. 42-60.
- BARRY, B. (1989): "The development of organization in structure in the family firm". *Family Business Review*, vol. II, pp. 291-315.
- BARTON, S.L. y GORDON, P.J. (1988): "Corporate strategy and capital structure". *Strategic Management Journal*, 9, pp.623-632.
- BARTON, S.L. y MATTHEWS, C.H. (1989): "Small firm financing: Implications from a strategic management perspective". *Journal of Small Business Management*, 27 (1), pp. 1-7.
- BASKIN, J. (1989): "An empirical investigation of the pecking order hypothesis". *Financial Management*, primavera.
- BATES, J. (1971): *The Financing of Small Business*, Sweet and Maxwell, London.
- BECKHARD, R. y DYER, W. (1983 a): "Managing change in the family firm: issues and strategies". *Sloan Management Review*, 24, pp. 59-65.
- BECKHARD, R. y DYER, W. (1983 b): "Managing continuity in the family-owned business". *Organizational Dynamics*, 12, pp. 5-12.
- BERENBEIM, R. (1990): "how business families manage the transition from owner to professional management". *Family Business Review*, vol. III, pp. 69-110.
- BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1998): "The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 613-673.
- BERGMAN, Y.Z. y CALLEN, J.L. (1991): "Opportunistic underinvestment in debt renegotiation and capital structure". *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 137-171.
- BIRD, B.; WELSCH, H.; ASTRACHAN, J.H. y PISTRUI, D. (2002): "Family business research: The evolution of an academic field". *Family Business Review*, vol. XV, nº 4, pp. 337-350.
- BIRLEY (1986): "Succession in the family firm". *Journal of Small Business Management*, 24, pp. 360-43.
- BIRLEY, S. (2001): "Owner-manager attitudes to family and business issues: A 16 country study". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26 (2), pp. 63-76.

- BIRLEY, S. (2002): "Attitudes of Owner-manager's Children towards Family and Business issues". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26(3), pp. 5-19.
- BOEDO VILABELLA, L. y CALVO SILVOSA, A.R. (1997). Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, núm. 1, pp.107-124.
- BOLES, J. (1996): "Influences of work-family conflict on job satisfaction, life satisfaction and quitting intentions among business owners: The case of family-operated businesses". *Family Business Review*, vol. IX, nº 1, pp. 61-74.
- BOYD, J.; UPTON, N. y WIRCENSKI, M. (1999): "Mentoring in family firms: A reflective analysis of senior executives' perceptions". *Family Business Review*, vol. XII, nº 4, pp. 299-310.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G.A. y KIM, E.H. (1984): "On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence". *Journal of Finance*, 39, pp. 857-878.
- BRADLEY, E. (1985): "An analysis of the model close corporation act and a proposed legislative strategy". *Journal of Corporation Law*, 10, pp. 817-847.
- BRENNAN, M. y KRAUS, A. (1987): "Efficient financing under asymmetric information". *Journal of Finance*, 42, pp. 1225-1243.
- CABRERA SUÁREZ, K. y DE SAÁ PÉREZ, P. (1996): "La empresa familiar desde la perspectiva de la teoría de recursos y capacidades". *La empresa en una economía globalizada: Retos y Cambios. AEDEM. Granada*.
- CABRERA SUÁREZ, K. y GARCÍA FALCÓN, J.M. (1999): " La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 8, nº 1, pp. 7-30.
- CALDER, G.H. (1961): "The peculiar problems of a family business". *Business Horizons*, 4, pp.93-102.
- CAMPBELL, T.L. y KEYS, P.Y. (2002): "Corporate governance in South Korea: The *chaebol* experience". *Journal of Corporate Finance*, vol. 8 (4), pp. 373-391.
- CARRERA, L. y DEL CAMPO Y SOUZA, D. (1984): "A public stock offering in Mexico". *Journal of International Law and Politics*, 16, pp. 305-351.
- CARSRUD, A.L. (1994): "Meanderings of a resurrected psychologist OR lessons learned in creating a family business program". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19 (1), pp. 39-48.

- CASADO, F; MERINO, F.; SALAS, V. Y SOLÉ, J (1997): "Eficiencia de las empresas familiares en España". *Barcelona Management Review*, 4, pp. 22-34.
- CHAGANTI, R. y SCHNEER, J. (1994): "A Study of the Impact of Owner's Mode of Entry on Venture Performance and Management Patterns". *Journal of Business Venturing*, 9 (3), pp. 243-260.
- CHAGANTI, R., DECAROLIS, D. Y DEEDS, D. (1996): "Predictor of capital structure in small ventures". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20, pp.7-18.
- CHAU, T. (1991): "Approaches to succession in East Asian business organizations". *Family Business Review*, vol. IV, pp. 161-179.
- CHIRINKO, R.S. y SINGHA, A.R. (2000): "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment". *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 417-425.
- CHITTENDEN, F.; HALL, G. y HUTCHINSON, P. (1996): "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation". *Small Business Economics*, 8, pp. 59-67.
- CHRISMAN, J.; CHUA, J. y SHARMA, P. (1998): "Important attributes of successors in family businesses: An exploratory study". *Family Business Review*, vol. XI, nº 1, pp. 19-34.
- CHRISMAN, J.; CHUA, J. y STEIER, L. (2002): "The Influence of National Culture and Family Involvement on Entrepreneurial Perceptions and Performance at the State Level". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26(4), pp. 113
- CHRISMAN, J.; CHUA, J. y ZAHRA, S. (2003): "Creating Wealth in Family Firms through Managing Resources: Comments and Extensions". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), pp. 359-365.
- CHRISTENSEN, C (1953): Management succession in small and growing enterprises. Division of Research, Harvard Business School. Boston. En HANDLER, W. (1989): "Methodological issues and consideration in studying family businesses", *Family Business Review*, vol. II, nº 3, pp. 257-276.
- CHUA, J.; CHRISMAN, J. y SHARMA, P (1999): "Defining the Family Business by Behavior". *Entrepreneurship Theory & Practice*, 23 (4), pp.19-39.
- CHUA, J.; CHRISMAN, J. y STEIER, L. (2003): "Extending the Theoretical Horizons of Family Business Research". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), pp. 331-338.

- CHURCHILL, N.C. y HATTEN, K.J. (1987): "Non market based transfers of wealth and power: A research framework for family business", *American Journal of Small Business Management*, 11 (3), pp. 51-64.
- CHURCHILL, N.C. y LEWIS, V.L. (1985): "Profitability of small business lending". *Journal of Bank Research*, 16 (2), pp. 63-71.
- CHURCHILL, N.C. y LEWIS, V.L. (1986): "Bank lending to new and growing enterprises". *Journal of Business Venturing*, 1 (2), pp. 193-206.
- COLE, P. (1997): "Women in Family Business". *Family Business Review*, vol. X, nº 4, pp. 353-372.
- COLEMAN, S. y CARSKY, M. (1999): "Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the National Survey of Small Business Finances". *Family Business Review*, vol. XII, nº 1, pp. 73-86.
- CORBETTA, G. y TOMASELLI, S. (1996): "Boards of directors in italian family business". *Family Business Review*, 9 (4), pp. 403-423.
- CORBETTA, G.; MARCHISIO, G. y SALVATO, C. (2002): "Building Entrepreneurial Commitment in Multi-Generational Family Firms". *Proceedings of the 13th Annual World Conference of the Family Business Network*, Helsinki, pp. 279-304.
- COVENEY, P. y MOORE, K. (1998): *Business angels: Securing start up finance*. Chichester: John Wiley & Sons.
- COVIN, T.J. (1994): "Perceptions of family-owned firms: The impact of gender and educational level". *Journal of Small Business Management*, 32 (3), pp. 29-39.
- COVIN, T.J. (1994): "Profiling preference for employment in family-owned firms". *Family Business Review*, vol. VII, nº 3, pp. 287-296.
- CRUTCHLEY, C.E. y HANSEN, R.S. (1989): "A test of agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends". *Financial Management*, winter, pp. 36-46.
- CURIMBABA, F. (2002): "The Dynamics of Women's Roles as Family Business Managers". *Family Business Review*, vol. XV, nº 3, pp. 239-252.
- DAILY, C. y DOLLINGER, M. (1993): "Alternative Methodologies for Identifying Family Versus Nonfamily- managed Businesses". *Journal of Small Business Management*, 31(2), pp. 79-90.

- DAILY, C.M. y DOLLINGER, M.J. (1992): "An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms". *Family Business Review*, vol. V, nº 2, pp. 117-136.
- DAILY, C.M. y THOMPSON, S.S. (1994): "Ownership Structure, Strategic Posture, and Firm Growth: An Empirical Examination". *Family Business Review*, vol. VII, nº 3, pp. 237-250.
- DANCO, L. (1980): *Inside the Family Business*. The University Press. Cleveland.
- DANCO, L.A. (1992): *Beyond survival*. The Center for Family Business. Ohio, Estados Unidos.
- DANES, S. y OLSON, P. (2003): "Women's Role Involvement in Family Businesses, Business Tensions, and Business Success". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 1, pp. 53-68.
- DANES, S.; RUETER, M.; KWON, H. y DOHERTY, W. (2002): "Family FIRO Model: An Application to Family Business". *Family Business Review*, vol. XV, nº 1, pp. 31-44
- DANES, S.; ZUIKER, V.; KEAN, R. y ARBUTHNOT, J. (1999): "Predictors of Family Business Tensions and Goal Achievement". *Family Business Review*, vol. XII, nº 3, pp. 241-252.
- DAVIS, J. A. y TAGIURI, R (1985): "Bivalent attitudes of the family firm, *paper presented at the Western Academy of Management Meeting*.
- DAVIS, J. y HERRERA, R. (1998): "The social psychology of family shareholder dynamics". *Family Business Review*, vol. XI, nº 3, pp. 253-260.
- DAVIS, J.A. y TAGIURI, R. (1991): "Bivalent attributes of the family firm". En CABRERA SUÁREZ, K. y GARCÍA FALCÓN, J.M. (1999): "La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 8, nº 1, pp. 7-30.
- DAVIS, J; SWARTZ, J.; BLAKELY, E.; CHANG, C.; EYZAGUIRRE, J.; MATTSON, R. y PETTKER, J. (1996): "A comparison of four countries' estate laws and their influence on family companies". *Family Business Review*, vol. IX, nº 3, pp. 285-294.
- DAVIS, P.A. (1983): "Realizing the potencial of the family business". *Organizational Dynamics*, 12, pp. 47-56.

- DAVIS, P.A. (1986): "Family business: Perspectives on change". *Agency Sales Magazine*, June: 9-16.
- DAVIS, P.A. y HARVESTON, P. (1999): "In the founder's shadow: conflict in the family firm". *Family Business Review*, vol. XII, nº 4, pp. 311-324.
- DAVIS, P.A. y HARVESTON, P. (2000): "Internationalization and organizational growth: The impact of internet usage and technology involvement among entrepreneur-led family business". *Family Business Review*, vol. XIII, nº 2, pp. 107-120.
- DAVIS, P.A. y STERN, D. (1980): "Adaptation, survival and growth of the family business: An integrated systems perspective". *Human Relations*, 34, pp. 207-22.
- DAVIS, S. (1968): "Entrepreneurial succession". *Administrative Science Quarterly*, 13, pp. 402-416.
- DE BONDT, G.J. (1998): "Financial structure: Theories and stylized facts for six EU countries". *De Economist* 146, nº 2, pp. 271-301.
- DIAMOND, D.W. (1989): "Reputation acquisition in debt markets". *Journal of Political Economy*, 97, pp. 828-862.
- DIERICKX, J. y COOL, K. (1989): "Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage". *Management Science*, 35, pp. 1504-1511.
- DONALDSON, G. (1961): "Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity". En MYERS, S.C. (1984): "The capital structure puzzle". *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- DONCKELS, R. y FROHLICK, E. (1991): "Are family business really different? European experiences from STRATOS". *Family Business Review*, vol. IV, nº 2, pp. 149-160.
- DONCKELS, R. y LAMBRECHT, J. (1999): "Are family businesses really different? What we know from western european business research that could be applied to the reemergence of family-based. Enterprises in East Central Europe". *Family Business Review*, vol. XII, nº 2, pp. 171-191.
- DONCKELS, R. y LAMBRECHT, J. (1999): "The re-emergence of family-based enterprises in east central europe: What can be learned from family business research in the western world?". *Family Business Review*, vol. XII, nº 2, pp. 171-188

- DONNELLEY, R. (1964): "The family business", *Harvard Business Review*, 42 (4), pp. 94-105.
- DREUX, D. R. (1990): "Financing family business: Alternatives to selling out or going public", *Family Business Review*, vol. III, nº 3, pp. 225-243.
- DROZDOW, N.(1986): "Managing relationship in the family business". *Agency Sales Magazine*, 16:35-39.
- DUMAS, C. (1998): "Women' Pathways to Participation and Leadership in the Family-Owned Firm". *Family Business Review*, vol. XI, nº 3, pp. 219-228.
- DUNN, B. (1995): "Success themes in scottish family enterprises: philosophies and practices through the generations". *Family Business Review*, vol. VIII, nº1, pp. 17-28.
- DUNN, B. (1996): "Family enterprises in the uk- a special sector?". *Family Business Review*, vol. IX, nº 2, pp. 139-156.
- DUNN, B. (1999): "The family factor: The impact of family relationship dynamics on business-owning families during transition". *Family Business Review*, vol. XII, nº 1, pp. 41-60.
- DYER, W. (1986): *Cultural change in family firms: Anticipating and managing businesses and family traditions*, Jossey-Bass, San Francisco.
- DYER, W. (1994): "Potential contributions of organizational behavior to the study of family-owned businesses". *Family Business Review*, vol. VII, nº 2, pp. 109-132.
- DYER, W. (1994): "Potential contributions of organizational behavior to the study of family-owned business". *Family Business Review*, vol. VII, nº 2, pp 109-131.
- DYER, W. (2003): "The Family: The Missing Variable in Organizational Research". *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27 (4), pp. 401-416.
- DYER, W. y HANDLER, W. (1994): "Entrepreneurship and Family Business: Exploring the Connections". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 19 (1), pp. 71-84.
- DYER, W. y SÁNCHEZ, M. (1998): "Current state of family business: theory and practice as reflected in family business review 1988-1997". *Family Business Review*, vol. XI, nº 4, pp. 287-296.
- EASTERBROOK, F.H. (1984): "Two agency cost explanations of dividends". *American Economic Review*, 74, pp. 650-659.

- ECKRICH, C. y LOUGHEAD, T. (1996): "Effects of family-business membership and psychological separation on the career development of late adolescents". *Family Business Review*, vol. IX, nº 4, pp. 369-386.
- EHRHARDT, O. y NOWAK, E. (2003): "The Effect of IPOs on German Family-owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure, and Performance". *Journal of Small Business Management*, 41(2), pp. 222-232.
- EHRlich, S. DENOBLE, A. MOORE, T. y WEAVER, R. (1994): "After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms". *Journal of Business Venturing*, 9 (1), pp. 67-82.
- ENNEW, C.T. y BINKS, M.R. (1994): "The provision of finance to small businesses: Does the bank relationship constrains performance?". *Journal of Small Business finance*, 4 (1), pp. 57-74.
- ERIKSON, T. SORHEIM, R. y REITAN, B. (2003): "Family angels versus other informal investors". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 3, pp. 163-171.
- EVERETT, J.; NICHOLS, N.; DAVIDSON, D. y LONNES, J. (2001): Sometimes Less is More: The Estate tax Tradeoffs Involved in the Family Business Elections. *Journal of Taxation*, 94 (6), pp. 338-344.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (2002): "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt". *The Review of Financial Studies*, vol 15, nº 1, pp. 1-33.
- FAMA, E.F. y MILLER, M.H. (1972): "The theory of finance". En HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- FATTOUH, B.; SCARAMOZZINO, P. y HARRIS, L (2002): "Non-linearity in the determinants of capital structure: Evidence from UK firms". XI International "TOR VERGATA Conference on Banking and Finance. Monetary Integration, Markets and Regulation. Roma, diciembre.
- FERRI, M.G. y JONES, W.H. (1979): "Determinants of financial structure: A new methodological approach". *Journal of Finance*, 34, pp. 631-644.
- FIEGENER, M.K.; B.M. BROWN; R.A. PRINCE; y K.M. FILE (1994): "A comparison of successor development in family and non-family businesses". *Family Business Review*, vol. VII, nº 4, pp. 313-329.

- FILBECK, G. y LEE, S. (2000): "Financial management techniques in family businesses". *Family Business Review*, vol. XIII, nº 3, pp.: 201-216.
- FILBECK, G. y SMITH, L. (1997): "Team building and conflict management strategies for family business". *Family Business Review*, vol. X, nº 4, pp. 339-353.
- FILE, K.M.; PRINCE, R.A. y RANKIN, M.J. (1994): "Organizational buying behavior of the family firm". *Family Business Review*, vol. VII, nº 3, pp. 263-272.
- FISCHER, E.O.; HEINKEL, R. y ZECHNER, J. (1989): "Dynamic capital structure choice: Theory and test". *Journal of Finance*, 44, pp. 19-40.
- FISHBEIN, M. y AJZEN, I. (1975): *Belief, attitude, intentions, and behavior: An introduction to theory and research*. Boston, MA: Addison-Wesley.
- FLÖREN, R. (1998): "The significance of family business in Netherlands". *Family Business Review*, vol. XI, nº 2, pp. 121-134.
- FOSTER, J. y FLEENOR, P. (1996): "The estate tax drag on family businesses". *Family Business Review*, vol. IX, nº 3, pp. 233-252.
- FRANCIS, A. (1991): "Families, firms, and finance capital: The development of United Kingdom industrial firms with particular reference to their ownership and control". *Family Business Review*, vol. 4, pp. 231-261.
- FRANK, M. y GOYAL, V. (2000): "Testing the pecking order theory of capital structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 67 (2), pp. 217-248.
- FRIEDMAN, S. (1991): "Sibling relationships and intergenerational succession in family firms". *Family Business Review*, vol. IV, pp. 3-20.
- FRISHKOFF, P. (1998): "Strategic questions for university-based family business programs". *Family Business Review*, vol. XI, nº 4, pp. 355-362.
- GALBRAITH, C. (2003): "Divorce and the financial performance of small family businesses: An exploratory study". *Journal of Small Business Management*, 41(3), pp. 296-309.
- GALIANO, A. y VINTURELLA, J.B. (1995): "Implications of genders bias in the family business". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 3, pp. 177-188.
- GALLO, M.A. (1993): "Cultura en empresa familiar". En Gallo, M. (Ed.): *La empresa familiar 4*, pp. 225-249. IESE, publicaciones de la cátedra de empresa familiar, Barcelona.

- GALLO, M.A. (1995): "The role of family business and its distinctive characteristic behavior in industrial activity". *Family Business Review*, vol.VIII, nº 2, pp. 83-98.
- GALLO, M.A. (1995): *Empresa familiar: Textos y casos*. Editorial Praxis. Barcelona, España.
- GALLO, M.A. (1998): "Ethics in personal behavior in family business". *Family Business Review*, vol. XI, Nº 4, pp. 325-336.
- GALLO, M.A. y ESTAPÉ, M. J. (1993): "La empresa familiar entre las 1.000 mayores empresas de España", en Gallo, M. A. (ed), *La empresa familiar 4*. IESE, Publicaciones de la Cátedra de empresa familiar. Barcelona, pp. 10-33.
- GALLO, M.A. y ESTAPÉ, M. J. (1996): "La empresa familiar en el sector español de alimentación y bebidas", en Gallo, M. A. (ed), *La empresa familiar 5*. IESE, Publicaciones de la Cátedra de empresa familiar. Barcelona, pp. 11-60.
- GALLO, M.A. y GARCÍA PONT, C. (1989): "La empresa familiar en la economía española", en Gallo, M. A. (ed), *La empresa familiar 4*. IESE, Publicaciones de la Cátedra de empresa familiar. Barcelona, pp. 11-32.
- GALLO, M.A. y GARCÍA PONT, C. (1996): "Important Factors in Family Business Internationalization". *Family Business Review*, vol. IX, Nº 1, pp. 45-60.
- GALLO, M.A. y SVEEN, J. (1991): "Internationalizing the family business: Facilitating and restraining factors". *Family Business Review*, vol. IV, nº 2, pp. 181-190.
- GALLO, M.A. y VILASECA, A. (1996): "Finance in family business". *Family Business Review*, vol. IX, nº 4, pp.387-401.
- GALLO, M.A. y VILASECA, A. (1998): "A financial perspective on structure, conduct and performance in the family firm: An empirical study". *Family Business Review*, vol. XI, nº 1, pp. 35-48.
- GALLO, M.A.; CAPPUYNS, K. y ESTAPÉ, M. J. (1995): "La empresa familiar en España: caminos recorridos y destinos alcanzados por las 1.000 mayores empresas (1972-1992)", en Gallo, M. A. (ed), *La empresa familiar 5*. IESE, Publicaciones de la Cátedra de empresa familiar. Barcelona, pp. 61-78.
- GALVE, C. Y SALAS V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones Económicas*.

- GARCÍA-ÁLVAREZ, E. y LÓPEZ-SINTAS, J. (2001): "A taxonomy of founders based on values: The root of family business heterogeneity". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 3, pp. 209-230.
- GARCÍA-ÁLVAREZ, E.; LÓPEZ-SINTAS, J. y SALDAÑA GONZALVO, P. (2002): "Socialization Patterns of Successors in First to Second-Generation Family Businesses". *Family Business Review*, vol. XV, nº 3, pp. 189-204.
- GERICK, K.E.; DAVIS, J.A.; HAMPTON, M. y LANDSBERG, I. (1997): "Generation to generation-life cycles of the family business". Boston: Harvard Business School Press.
- GERICK, K.; LANDSBERG, I.; DESJARDINS, M. y DUNN, B. (1999): "Stages and Transitions: Managing Change in the Family Business". *Family Business Review*, 12 (4), 287-298.
- GILCHRIST, S. y HIMMELBERG, C.P. (1995): "Evidence on the role of cash flow for investment". *Journal of Monetary Economics*, 36, pp. 541-572.
- GIMENO, A. (2000): "Reflexión sobre la bibliografía de la empresa familiar". Ponencia presentada al I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar. Actas: ISBN: 84-482-2679-8; DL: V-844-2001. Pp. 77-93.
- GOFFEE, R., y SCASE, R. (1985): "Proprietorial control in family firms: Some functions of quasiorganic management systems". *Journal of Management Studies*, 22, pp. 54-68.
- GOLDBERG, S.D. y WOOLDRIDGE, B. (1993): "Self-confidence and managerial autonomy: Successor characteristics critical to succession in family firms". *Family Business Review*, 6 (1), pp. 55-74.
- GÓMEZ, G. (2002): "Tipologies of Family Business: A Conceptual Framework Based on Trust and Strategic Management". *Proceedings of the 13th Annual World Conference of the Family Business Network*, Helsinki, pp. 325-348.
- GÓMEZ-MEJÍA, L.; NÚÑEZ-NICKEL, M. y GUTIÉRREZ CALDERÓN, I. (2001): "The Role of Family Ties in Agency Contracts". *Academy of Management Review*, 44 (1), pp. 81-95.
- GOODMAN, J. (1998): "Defining the new professional: The family business counselor". *Family Business Review*, 11 (4), 349-354.

- GOYAL, V.K.; LEHN, K. y RACIC, S. (2002): "Growth opportunities and corporate debt policy: The case of US defense industry". *Journal of Financial Economics*, vol. 64 (1), pp. 35-59.
- GRANT, R.M. (1991): "The resources-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation". *California Management Review*, primavera, pp. 114-135.
- GREEN, R.C. y HOLLIFIELD, B. (2003): "The personal-tax advantages of equity". *Journal of Financial Economics*, vol. 67 (2), pp. 175-216.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O. (1982): "Corporate financial structure and managerial incentives". En HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- GUBITTA, P. y GIANECCHINI, M. (2002): "Governance and Flexibility in Family-Owned SMEs". *Family Business Review*, 15 (4), pp. 277-298.
- GUDMUNSON, D.; HARTMAN, E. y TOWER, C. (1999): "Strategic orientation: differences between family and nonfamily firms". *Family Business Review*, 12 (1), pp. 27-40.
- GUNDRY, L.K. y WELSCH, H.P. (1994): "Differences in family influence among women-owned business". *Family Business Review*, 7, (3), pp. 273-286.
- HABBERSHON, T. y PISTRUI, J. (2002): "Enterprising Families Domain: Family-Influenced Ownership Groups in Pursuit of Transgenerational Wealth". *Family Business Review*, 15 (3), pp. 223-238.
- HABBERSHON, T.G. y WILLIAMS, M.L. (1999): "A resources-based framework for assessing the strategic advantages of family firms". *Family Business Review*, vol. XIII, nº 1, pp.1-25.
- HALL, G.; HUTCHINSON, P. y MICHAELAS, N. (2000): "Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure". *International Journal of Economics of Business*, vol. 7, nº 3, pp. 297-312.
- HALL, A.; MELIN, L. y NORDQVIST, M. (2001): "Entrepreneurialship as radical change in the family business: Exploring the role of cultural patterns". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 3, pp 193-208.
- HAMILTON, R.T, y FOX, M. A. (1998) The financial preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, Vol. 4, nº 3.

- HANDLER, W. (1989): "Methodological issues and considerations in studying family businesses", *Family Business Review*, vol. II, nº 3, pp. 257-276.
- HANDLER, W. (1990): "Succession in family firms; A mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members". *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 15, pp. 37-51.
- HANDLER, W. (1990): "The family venture", en Timmons, J.A. *New venture creation: Entrepreneurship in the 1990's*. Homewood. IL, Estados Unidos: Irwing.
- HANDLER, W. (1994): "Succession in family business: A review of the research". *Family Business Review*, 7 (2), pp. 133-158.
- HANDLER, W. y DRAM, K. (1988): "Succession in family firms: The problem of resistance". *Family Business Review*, 1, pp. 361-381.
- HARRIS, D.; MARTÍNEZ, J.I. y WARD, J.L. (1994):—"Is strategy different for family-owned business?". *Family Business Review*, 7 (2), pp. 159-176.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1990a): "Capital structure and the informational role of debt". *Journal of Finance*, 45, pp. 321-349.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- HARVESTON, P.; DAVIS, P. y LYDEN, J. (1997): "Succession planning in family business: The impact of owner gender". *Family Business Review*, 10 (4), pp. 373-396.
- HARVEY, M. y EVANS, R. (1995): "Forgotten sources of capital for the family-owned business". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 3, pp. 159-176.
- HARVEY, M. y EVANS, R. (1995): "Life after succession in the family business: Is it really the end of problems?". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 1, pp. 3-16.
- HARVEY, M. y EVANS, R.E. (1994): "the impact of timing and mode of entry on successor development and successful succession". *Family Business Review*, 7 (3), pp. 221-236.
- HARVEY, M.; EVANS, R.E. (1994): "Family business and multiple levels of conflict". *Family Business Review*, 7 (4), pp. 331-348.
- HARVEY, S.J. (1999): "What can the family contribute to business? Examining contractual relationships". *Family Business Review*, vol. XII, nº 1, pp. 61-71.

- HAUGEN, R.A. y SENBET, L.W. (1986): "Corporate finance and tax: A review". *Financial Management*, 15 (3), pp. 5-21.
- HAYNES, D.; AVERY, R. y HUNTS, H. (1999): "The decision to outsource child care in households engaged in a family business". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 269-281.
- HAYNES, G.; WALKER, R.; ROWE, B. y HONG, G. (1999): "The intermingling of business and family finances in family-owned businesses". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 225-240.
- HAYNES, G.W. y AVERY, R.J. (1997): "Family business: Can the family and the business finances be separated? Preliminary results". *Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5 (1), pp.61-74.
- HAYNES, J. y USDIN, T. (1997): "Resolving family business disputes through mediation". *Family Business Review*, 10 (2), pp. 115-134.
- HECK, R.; y SCANNEL, E. (1999): "The prevalence of family business from a household sample". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 209-224.
- HIRSHLEIFER, D. y THAKOR, A.V. (1989): "Managerial reputation, project choice and debt". En HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- HOLLAND, P. y BOLTON, W. (1984): "Balancing the family and the business in family business". *Business Horizons*, 27, pp. 16-21.
- HOLLAND, P.G. y J.E. OLIVER (1992): "An empirical examination of the stages of development of family business". *Journal of Business and Entrepreneurship*, 4 (3), pp. 27-38.
- HOLLANDER, B. (1989): "The loan officer's perspective on family firms". *Family Business Review*, 2, pp. 173-185.
- HOLLANDER, B. y ELMAN, N. (1988): "Family-owned businesses: An emerging field of inquiry". *Family Business Review*, 1, pp. 16-21.
- HOLMES, S. y KENT, P. (1991): "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises". *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, nº 2, pp. 141-154.

- HOVAKIMIAN, A.; HOVAKIMIAN, G. y TEHRANIAN, H (2004): "Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues". *Journal of Financial Economics*, vol. 71, nº 3, pp. 517-540.
- HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T. y TITMAN, S. (2001): "The debt-equity choice". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, n. 1.
- HOY, F. (2003): "Legitimizing Family Business Scholarship in Organizational Research and Education". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), pp. 417
- HUTCHINSON, R.W. (1995): "The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: Some exploratory issues". *Small Business Economics*, 7, pp. 231-239.
- HUTSON, J. (1987): "Fathers and sons: Family farms, family businesses and the farming industry. *Sociology*, 21, pp. 215-229.
- INTERNATIONAL FAMILY ENTERPRISE RESEARCH ACADEMY (2003): "Family business dominate". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 4, pp. 235-240.
- ITAMI, H. (1987): *Mobilizing invisible assets*. Cambridge, MA, Estados Unidos: Harvard University Press.
- JAFFE, D. (1998): "Building communities of learning in family business programs". *Family Business Review*, 11 (4), pp. 363-375.
- JALILVAND, A. y HARRIS, R.S. (1984): "Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study". *Journal of Finance*, 39, pp. 127-145.
- JENKINSON, T. y LJUNGQVIST, A. (2001): "The role of hostile stakes in German corporate governance". *Journal of Corporate Finance*, vol. 7 (4), pp. 397-446.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economics Review*, 76, pp. 323-339.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure". *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JETHA, H (1993): "The industrial`*Fortune 500*study". En ASTRACHAN, J.H. y SHANKER, M.C. (2003): "Family business´ contribution to the U.S. economy: A closer look". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 3, pp. 211-219.

- JITHOO, S. (1985): "Indian family businesses in Durban, South Africa". *Journal of Comparative Family Studies*, 6, pp. 365-376.
- JOHANNISSON, B. y HUSE, M. (2000): "Recruiting outside board members in the small family business: An ideological challenge". *Entrepreneurship and Regional Development*, 12 (4), pp. 353-378.
- KAPLAN, S.N. y ZINGALES, L. (1997): "Do investment cash-flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?". *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 167-215.
- KAPLAN, T.; GEORGE, G. y RIMLER, G. (2000): "University-sponsored Family Business Programs: Program Characteristics, Perceived Quality and Member Satisfaction". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 24 (3), pp. 65-75.
- KARJALA, D. (1989): "An analysis of close corporation legislation in the United States". *Arizona State Law Journal*, 21, pp. 663-704.
- KAROFSKY, P.; MILLEN, R.; YILMAZ, M.; SMYRNIOS, K.; TANEWSKI, G. y ROMANO, C. (2001): "Work-Family Conflict and Emotional Well-Being". *Family Business Review*, 14 (4), pp. 313-324.
- KASLOW, F. (1998): "Handling transitions from mother to son in the family business: The knotty issues". *Family Business Review*, 11 (3), pp. 229-238.
- KAYE, K. (1996): "Penetrating the Cycle of Sustained Conflict". En COLEMAN, S. y Carsky, M.(1999): "Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the National Survey of Small Business finances". *Family Business Review*, vol. XII, nº 1, pp. 73-85.
- KAYE, K. (1996): "When the family business is a sickness". *Family Business Review*, 9 (4), pp. 347-368.
- KAYSER, G. y WALLAU, F. (2002): "Industrial Family Businesses in Germany- Situation and Future". *Family Business Review*, 15 (2), pp. 111-118.
- KEATING, N. y LITTLE, H. (1997): "Choosing successor in New Zeland family farms". *Family Business Review*, 10 (2), pp. 157-172.
- KEATING, N. y MUNRO, B. (1989): "Transferring the family farm: Process and implications". *Family Relations*, 38, pp. 215-218.

- KELLY, L.; ATHANASSIOU, N. y CHITTENDEN, W. (2000): "Founder centrality and strategic behaviour in the family-owned firm". *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 25 (2), pp. 27-42.
- KENYON-ROWVINEZ, D. (2001): "Patterns in serial business families: Theory building through global case study research". *Family Business Review*, 14 (3), pp. 175-192.
- KEPNER, E. (1983): "The family and the firm: A coevolutionary perspective". *Organizational Dynamics*, 12 (1), pp. 57-70.
- KEPNER, E. (1991): "The family and the firm: A coevolutionary perspective". *Family Business Review*, 4, pp. 445-461.
- KESTER, C.W. (1986): "Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations". *Financial Management*, 15, pp. 97-113.
- KETS DE VRIES, M.F.R. (1993): "The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news". *Organisational Dynamics*, Winter, 21 (3), pp. 59-71. En HALL, A.; MELIN, L. y NORDQVIST, M. (2001): "Entrepreneurialship as radical change in the family business: Exploring the role of cultural patterns". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 3, pp 193-208.
- KLARIS, R. (1990): "Valuing the family business". *Trusts and Estates*, 129 (2), pp. 18-29.
- KLEIN, S. (2000): "Family business in Germany: Significance and structure". *Family Business Review*, 13 (3), pp. 157-182.
- KLEINSORGE, I.K. (1994): "Financial and efficiency differences in family-owned and non-family-owned nursing homes: An Oregon study". *Family Business Review*, 7 (1), pp. 73-86.
- KORAJEZYK, R.A.; LUCAS, D. y McDONALD, R.L. (1990b): "The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues". En HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- KORAJEZYK, R.A.; LUCAS, D. y McDONALD, R.L. (1990c): "Equity issues with time varying asymmetric information". En HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.

- KRASNOW, H. (2002): "What Do When Talking Fails: Strategies for Minority Owners to Turn Stock Certificates into Money". *Family Business Review*, 15 (4), pp. 259-268.
- KRASNOW, H. Y WOLKOFF, R. (1998): "Three proposals for interdisciplinary study". *Family Business Review*, 11 (3), pp. 267-274.
- KURAKO, D.F.; FOSS, H.B. y VANALST, L.L. (1994): "IRS Estate freeze rules: Implications for family business succession planning". *Family Business Review*, 7 (1), pp. 61-72.
- LABAND, D. (1984): "Restriction of farm ownership and rent-seeking behavior: Family farmers have it their way". *American Journal of Economics and Sociology*, 43, pp. 179-189.
- LACHAPELLE, K. y BARNES, L. (1998): "The trust catalyst in the family-owned business". *Family Business Review*, 11 (1), pp. 1-18.
- LANSBERG, I. (1983): "Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap", *Organizational Dynamics*, 12 (1), pp. 39-46.
- LANSBERG, I. (1988): "The succession conspiracy: Resistance to succession planning in first generation family firms". *Family Business Review*, 1, pp.119-143.
- LANSBERG, I. y J.H. ASTRACHAN (1994): "Influence of family relationships on succession planning and training: The importance of mediating factors". *Family Business Review*, vol. VII, nº 1, pp. 39-59.
- LANSBERG, I., PERROW, E. y ROGOLSKY, S. (1988): "Family business as an emerging field", *Family Business Review*, 4 (2), pp. 1-8.
- LEACH, P. (1993): *La empresa familiar*. Ediciones Granica. Barcelona, España.
- LEACH, P.; W.K. SMITH; A. HART; T. MORRIS; J. AINSWORTH; E. BETERLSEN; S. IRAQÍ; y V. PASARI (1990): *Managing the family business in the U.K.: Stoy Hayward Suevey in conjunction with the London Business School*. London: Stoy Harward.
- LEASE, R., McCONNELL, J. y MIKKELSON, W. (1984): "The market value differential voting rights in closely held corporations". *Journal of Business*, 57, pp. 443-467.
- LEE, J. (1996): "Culture and Management— a Study of Small Chinese Family Business in Singapore". *Journal of Small Business Management*, 34 (3), pp. 63-67.

- LELAND, H.E. (1994): "Corporate debt value, bond covenants and optimal capital structure". *Journal of Finance*, 49, pp. 1213-1252.
- LELAND, H.E. (1998): "Agency cost, risk management and capital structure". *Journal of Finance*, 53, pp. 1213-1243.
- LELAND, H.E. y PYLE, D. (1977): "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation". *Journal of Finance*, 32, pp. 371-388.
- LEÓN-GUERRERO, A.; McCANN III, J. y HALEY, J. (1998):—"The study of practice utilization in family businesses". *Family Business Review*, 11 (2), pp. 107-120.
- LERNER, J. (1998): "Angel financing and public policy: An overview". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 773-783.
- LEVINSON, H. (1971): "Conflicts that plague the family business", *Harvard Business Review*, 42 (4), pp. 90-98.
- LITTUNEN, H y HYRSKY, K. (2000): "The early entrepreneurial stage in finnish family and nonfamily firms". *Family Business Review*, vol XIII, nº 1, pp. 41-54.
- LITZ, R. (1995): "The family business: Toward definitional clarity". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 2, pp. 71-82.
- LITZ, R. (1997): "The Family Firm's Exclusion from Business School Research: Explaining the Void; Addressing the Opportunity". ***Entrepreneurship: Theory & Practice*, 21 (3), pp. 55-71.**
- LITZ, R. y KLEYSSEN, R. (2001): "your old men shall dream dreams, your young men shall see visions: Toward a theory of family firm innovation with help from the brubeck family". *Family Business Review*, vol XIV, nº 4, pp. 335-352.
- LÓPEZ-GRACIA, J. y AYBAR-ARIAS, C. (2000): "An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies". *Small Business Economics*, 14, p. 55-63.
- LUCAS, D. y McDONALD, R. (1990): "Equity issues and stock price dynamics". *Journal of Finance*, 45, pp. 1019-1043.
- LUNDBERG, C.C. (1996): "Unraveling communications among family members". En COLEMAN, S. y CARSKY, M. (1999): "Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the national survey of small business finances". *Family Business Review*, vol. XII, nº 1, pp. 73-85.

- LYMAN, A.R. (1991): "Customer service: Does family ownership make a difference?". *Family Business Review*, vol. IV, nº 3, pp. 303-324.
- MAHÉRAULT, L. (1998): "Des caractéristiques financières spécifiques aux entreprises familiales non cotées". *Revue du Financier*, nº 114, pp. 59-75.
- MAHÉRAULT, L. (2000): "The Influence of going public on investment policy: An empirical study of french family-owned business". *Family Business Review*, vol. XIII, nº 1, pp. 71-79.
- MAHONEY, J. y PANDIAN, J.R. (1992): "The resource-based view within the conversation of strategy management". *Strategic Management Journal*, 13, pp. 363-380.
- MALONE, S. (1989): "Selected correlates of business continuity planning in the family business". *Family Business Review*, 2, pp. 341-353.
- MANDELBAUN, L. (1994): "Small business succession: The educational potential". *Family Business Review*, 7 (4), pp. 369-376.
- MANIKUTTY, S. (2000): "Family business groups in India": A resource-based view of the emerging trends". *Family Business Review*, 13 (4), pp. 279-292.
- MARSH, P. (1982): "The choice between equity and debt: an empirical study". *Journal of Finance*, 37, pp. 121-144.
- MASON, C. y HARRISON, R. (2002): "Is it worth? The rates of return from informal venture capital investments". *Journal of Business Venturing*, 17 (3), pp. 211-236.
- MATTEWS, C.H.; VASUDEVAN, D.P.; BARTON, S.L. y APANA, R. (1994): "Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm". *Family Business Review*, 7, 4, pp. 349-367.
- MATTHEWS, C.; MOORE, T. y FIALKO, A. (1999): "A theory of leadership succession in the family firm". *Family Business Review*, 12 (2), pp. 153-170.
- McCANN III, J.; LEON-GUERRERO, A. y HALEY, J. (2001): "Strategic Goals and Practices of Innovative Family Businesses". *Journal of Small Business Management*, 39 (1), pp. 50-59.
- McCONAUGHY, D. (1994): "Founding family controlled corporations: An agency-theoretic analysis of corporate ownership and its impact upon performance, operating efficiency and capital structure. En ASTRACHAN, J.H. y SHANKER,

- M.C. (2003): "Family business' contribution to the U.S. economy: A closer look". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 3, pp. 211-219.
- McCONAUGHY, D. (2000): "Family CEOs vs nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitive of pay to performance". *Family Business Review*, 13 (2), pp. 121-132.
- McCONAUGHY, D. y PHILIPS, G. (1999): "Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding family-controlled firms". *Family Business Review*, 12 (2), pp. 123-132.
- McCONAUGHY, D., MENDOZA, D. y MISHRA, C (1996): "Loyola University Chicago family firm stock index". *Family Business Review*, 9 (2), pp. 125-138.
- McCONAUGHY, D.; MATTHEWS, C. y FIALKO, A. (2001): "Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk and Value". *Journal of Small Business Management*, 39 (1), pp. 31-49.
- McGIVERN C. (1989): "The dynamics of management succession: A model of chief executive succession in the small family firm". *Family Business Review*, 2, pp. 401-411.
- McGIVERN, C. (1978): "The dynamics of management succession. *Management Decision*, 16, pp. 32-46.
- MERINO, F. y SALAS, V. (1993): "Estrategia y resultados de la empresa familiar". Universidad Autónoma de Barcelona.
- MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F. y POUTZIOURIS, P. (1999): "Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data". *Small Business Economics*, vol. 12, pp. 113-130.
- MIGUEL, A. y PINDADO, J. (2001): "Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data". *Journal of Corporate Finance*, vol. 7 (1), pp. 77-99.
- MILLER, E. y RICE, A. (1967): *Systems of organization*. Tavistock. London. En MILLER, M.H. (1977): "Debt and taxes". *Journal of Financial Economics*, mayo, pp. 261-275.
- MILLER, M.H. (1977): "Debt and taxes". *Journal of Financial Economics*, mayo, pp. 261-275.

- MILLER, N.; MARGARET, A.; FITZGERALD, M.; WINTER, M. y PAUL, J. (1999): "Exploring the overlap of family and business demands: Household and family business managers' adjustment strategies". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 253-268.
- MILLER, W. (2000): "The Ghost in the Family Business". *Harvard Business Review*, 78 (3), pp. 34-44.
- MINTZBERG, H. y WATERS, J. (1990): "Tracking strategy in an entrepreneurial firm". *Family Business Review*, 3, pp. 285-315.
- MISHRA, C. y McCONAUGHY, D. (1999): "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23 (4), pp. 53-64.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1963): "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction". *The American Economic Review*, junio, pp. 433-443.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". *American Economic Review*, junio, pp. 261-297.
- MOORES, K. y MULA, J. (2000): "The salience of market, bureaucratic and clans controls in the management of family firm transitions: Some tentative australian evidence". *Family Business Review*, 13 (2), pp. 91-106.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (2003): "Agency Problems in Large Family Business Groups". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), pp. 367-382.
- MULKAY, B. Y SASSENOU, M. (1995): "La hiérarchie des financements des investissements des PME". *Revue Économique*, 48 (2), pp. 345-363.
- MURPHY, D. y MURPHY, J. (2001): "Protecting the limited liability feature of your family business: Evidence from the u.s. court system". *Family Business Review*, 14 (4), pp. 325-334.
- MURRAY, B. (2003): "The Succession Transition Process: A Longitudinal Perspective". *Family Business Review*, 16 (1), pp. 17-34.
- MYERS, S.C. (1977): "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.
- MYERS, S.C. (1984): "The capital structure puzzle". *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.

- MYERS, S.C. (2001): "Capital structure". *Journal of Economics Perspective*, 15, pp. 81-102.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N. (1984): "Corporate financing and investment decision when firms have information that investor do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221. (Traducida al castellano por Bonet, A. y publicada en Información Comercial Española, Cuadernos Económicos, núm. 42, 1989/2, pp. 77-108).
- NELTON, S. (1998): "The rise of women in family firms: A call for research now". *Family Business Review*, 11 (3), pp. 215-218.
- NEUBAUER, H. (2003): "The dynamics of succession in family business in Western European countries". *Family Business Review*, vol. XVI, nº 4, pp. 269-281.
- NORTON, E. (1991): Capital structure and small growth firms. *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, nº. 2, pp. 161-177.
- OKOROAFU, S. (1999): "Internationalization of family businesses: Evidence from Northwest Ohio, U.S.A". *Family Business Review*, 12 (2), pp. 147-152.
- OPLER, T.C. y TITMAN, S. (1994): "The debt-equity choice: An analysis of issuing firms". En SHYAM-SUNDER, L. y MYERS, S.C. (1999): "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure". *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.
- OSTERYOUNG, J.S.; CONSTAND, R.L. y NAST, D.A. (1992): "Financial Ratios in Large Public and Small Private Firms". *Journal of Small Business Finance*, 2, pp. 35-46.
- OZKAN, A. (2001): "Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data". *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1), pp. 175-198.
- PANT, N. y RAJADHYAKSHA, V. (1996): Partnership with an Asian Family Business: What Every Multinational Corporation Should Know. *Long Range Planning*, 29 (6), pp. 812
- PEISER, R. y WOOTEN, L. (1983): "Life-cycle changes in small family businesses". *Business Horizons*, 26, pp. 58-65.
- PEREDO, A. (2003): "Nothing Thicker than Blood? Commentary". *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27 (4), pp. 397-400.

PÉREZ, C. (2002): Estadística Práctica en Statgraphics. Ed. Prentice-Hall.

PERRICONE, P.; EARLE, J. y TAPLIN, I. (2001): "Patterns of succession and continuity in family-owned businesses: Study of an ethnic community". *Family Business Review*, 14 (2), pp. 105-122.

PETERAF, M.A. (1993): "The cornerstone of competitive advantage. A resource-based view". *Strategic Management Journal*, 14, pp. 179-191.

PETERSEN, M.A. y RAJAN, R.G. (1994): "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data". *The Journal of Finance*, IC (1), march, pp. 3-37.

PETERSON, R. Y SCHULMAN, J. (1987): "Capital structure of growing small firms: A twelve country study on becoming bankable". *International Small Business Journal*, vol. 5, nº. 4, pp. 10-22.

PETTIT, R.R. y SINGER, R.F. (1985): "Small business finance: A research agenda". *Financial Management*, 14, pp. 47-60.

PETTKER, J. y CROSS, A. (1989): "The new anti-freeze law: A meltdown for the family firm". *Family Business Review*, 2, pp. 153-172.

PISTRUI, D.; HUANG, W.; OKSOY, D.; JING, Z. Y WELSCH, H. (2001): "Entrepreneurship in China: Characteristics, attributes, and family forces shaping the emerging private sector". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 2, pp. 141-152.

PISTRUI, D.; WELSCH, H. y ROBERTS, J. (1997): "The (Re) emergence of family business in the transforming Soviet Bloc: Family contributions to entrepreneurship development in Romania". *Family Business Review*, 10 (3), pp. 221-238.

POE, R (1980): "The SOB's". *Across the Board*, May, pp. 22-23.

PONTHIEU, L.D. y CAUDILL, H.L. (1993): "Who's the boss? Responsibility and decision making in copreneurial ventures". *Family Business Review*, 6 (1), pp. 3-18.

POST, J.E. (1993): "The greening of the Boston Park Plaza Hotel". *Family Business Review*, 6 (2), pp. 131-148.

POTTS, T. (2001): "Effective Retirement for Family Business Owner-Managers: Perspectives of Financial Planners, Part I". *Journal of Financial Planning*, 14 (6), pp. 102-113.

- POUTZIOURIS, P. (2001): "The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy". *Family Business Review*, 14 (3), pp. 277-291.
- POZA, E; ALFRED, T. y MAHESHWARI, A. (1997): "Stakeholder perceptions of culture and management practices in family and family firms -a preliminary report". *Family Business Review*, 10 (2), pp. 135-156.
- PROWSE, S. (1998): "Angel investors and market for angel investments". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 785-792.
- QUINN, J. (1988): "Inside information and the small close corporation". Proceedings of the 1988 Annual Meeting, International Council for Small Business (pp. 229-235). Marietta, CA, School of Business, Kennesaw. College.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.
- REMMERS, L.; STONEHILL, A.; WRIGHT, R. y BEEKHUISEN, T. (1974): "Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally". *Financial Management*, 2, pp. 24-32.
- RIORDAN, D. y RIORDAN, M. (1993): Field Theory: An Alternative to Systems Theories in Understanding the Small Family Business. *Journal of Small Business Management*, 31 (2), pp. 66-79.
- ROGERS, E.; CARSRUD, A. y KRUEGER, N. (1996): "Chiefdoms and family firm regimes: Variations on the same anthropological theme". *Family Business Review*, 9, (1), pp. 15-28.
- ROMANO, C. (2001): "Work-family conflict and emotional well-being in american family businesses". *Family Business Review*, 14 (4), pp. 313-324.
- ROMANO, C.A.; TANEWSKI, G.A. y SMYRNIOS, K.X. (2000): "Capital structure decision making: A model for family business". *Journal of Business Venturing*, 16, pp. 285-310.
- ROSENBLATT, P.C.; L. DE MIK; R.M. ANDERSON; y P.A. JOHNSON (1985): The family in business: Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face. San Francisco: Jossey-Bass.
- ROSS, S (1977): "The determination of financial structure: The incentive signalling approach". *Bell Journal of Economics*, 8, pp. 23-40.

- ROWE, B. y HONG, G. (2000): "The role of wives in family businesses: The paid and unpaid work of women". *Family Business Review*, 13 (1), pp. 1-14.
- RUE, L. y IBRAHIM, N. (1996): "The status of planning in smaller family-owned businesses". *Family Business Review*, 9 (1), pp. 29-44.
- SAINT-PIERRE, J. y BEAUDOIN, R. (1995): "Les problèmes financiers des PME: I'état de la question". GREPME, *Québec University (Trois-Rivières)*, working paper.
- En MAHÉRAULT, L. (2000): "The influence of going public on investment policy: An empirical study of french family-owned business". *Family Business Review*, vol. XIII, nº 1, pp. 71-79.
- SCHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*, vol. 52, nº 2, pp. 737-783.
- SCHNABEL, J.A. (1992): "Small business capital structure". *The Journal of Small Business Finance*, 2 (1), pp. 13-21.
- SCHULZE, W.; LUBATKIN, M.; DINO, R. y BUCHHOLTZ, A. (2001): "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence". *Organisation Science*, 12, pp. 99-118.
- SCHWARTZ, E. y ARONSON, R. (1967): "Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure". *Journal of Finance*, 22, pp. 10-18.
- SCHWARTZ, M. y BARNES, L. (1991): "Outside boards and family businesses: Another look". *Family Business Review*, 4, pp. 269-285.
- SCOTT, D.F. y MARTIN, J.D. (1976): "Industry influence on financial structure". *Financial Management*, vol. 4.
- SCOTT, J.H. (1976): "A theory of optimal capital structure". *The Bell Journal of Economics*, 34, pp. 33-54.
- SCOTT, J.H. (1977): "Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure". *The Journal of Finance*, marzo, pp. 1-19.
- SEYMOUR, K.C. (1993): "Intergenerational relationships in the family firm: The effect on leadership succession". *Family Business Review*, 6 (3), pp. 263-282.
- SHANKER, M. y ASTRACHAN, J. (1996): "Myths and realities family businesses' contribution to the US economy". *Family Business Review*, 9 (2), pp. 107-124.
- SHARMA, P. y RAO, S.A. (2000): "Successor attributes in indian and canadian family firms: A comparative study". *Family Business Review*, 13 (4), pp. 313-330.

- SHARMA, P.; CHRISMAN, J. y CHUA, J. (1997): "Strategic management of the family business: Past research and future challenges". *Family Business Review*, 10 (1), pp. 1-37.
- SHARMA, P.; CHRISMAN, J. y CHUA, J. (2003): "Succession Planning as Planned Behavior: Some Empirical Results". *Family Business Review*, 16 (1), pp. 1-16.
- SHARMA, P.; CHRISMAN, J.; PABLO, A. y CHUA, J. (2001): "Determinants of Initial Satisfaction with the Succession Process in Family Firms: A Conceptual Model". ***Entrepreneurship: Theory & Practice*, 25 (3), pp. 17-35**
- SHEPHERD, D y ZACHARAKIS, A. (2000): "Structuring Family Business Succession: An Analysis of the Future Leader's Decision Making". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 24 (4), pp. 25-39.
- SHISHIDO, Z. (1990): "Problems of the closely held corporation: A comparative study of the Japanese and American legal systems and a critique of the Japanese tentative draft on close corporations". *American Journal of Comparative Law*, 38, pp. 337-372.
- SHYAM-SUNDER, L. y MYERS, S.C. (1999): "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure". *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.
- SIRMON, D. y HITT, M. (2003): "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management and Wealth Creation in Family Firms". *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27 (4), pp. 339-358.
- SMYRNIOS, K.; ROMANO, C.; TANEWSKI, G.; KAROFSKI, R.; MILLEN, R. y YILMAZ, M. (2003): "Work-Family Conflict: A Study of American and Australian Family Businesses". *Family Business Review*, 16 (1), pp. 35-52.
- SMYRNIOS, K.; TANEWSKI, G. y ROMANO, C. (1998): "Development of a Measure of the Characteristics of Family Business". *Family Business Review*, vol. XI, nº 1, pp. 49-60.
- SOGORB-MIRA, F. y LÓPEZ-GRACIA, J. (2003): "Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure". *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*. D.L.: V-2871-2003.
- SOGORB-MIRA, F. (2004): "How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel". *Small Business Economics*, aceptado para su publicación.

- SONNENFELD, J. (1986): "Heroes in collision: Chief executive retirement and the parade of future leaders". *Human Resource Management*, 25 (2), pp. 305-333.
- SONNENFELD, J. y SPENCE, P. (1989): "The parting patriarch of a family firm". *Family Business Review*, 2, pp. 355-375.
- SORENSEN, R. (1999): "Conflict Management Strategies Used by Successful Family Businesses". *Family Business Review*, vol. 12, nº 4, pp. 325-340.
- SORENSEN, R. (2000): "The contribution of leadership style and practices to family and business success". *Family Business Review*, 13 (3), pp. 183-200.
- St. JAMES, H. (1999): "What can the family contribute to business? Examining contractual relationships". *Family Business Review*, 12 (1), pp. 61-72.
- STAFFORD, K.; DUNCAN, K; DANE, S. y WINTER, M. (1999): "A research model of sustainable family businesses". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 197-208.
- STAVROW, E. (1998): "A four factor model: A guide to planning the next generation involvement in the family firm". *Family Business Review*, 11 (2), pp. 135-143.
- STEIER, L. (2001): "Family firms, plural forms of governance, and the evolving role of trust". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 4, pp 353-367.
- STEIER, L. (2001): "Next-generation entrepreneurs and succession: An exploratory study of modes and means of managing social capital". *Family Business Review*, 14 (3), pp. 259-276.
- STERN, M.H. (1986): *Inside the family held business*. New York: Harcourt Brace.
- STEWART, A. (2003): "Help One Another. Use One Another: Toward an Anthropology of Family Business". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), pp. 383-396.
- STIER, S. (1993): "Wellness in the family business". *Family Business Review*, vol. VI, nº 1, pp. 149-160.
- STULZ, R. (1990): "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- STULZ, R. y JOHNSON, H. (1985): "An analysis of secured debt". *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 501-521.
- SWART, S. (1989): "The challenges of multidisciplinary consulting to family-owned business". *Family Business Review*, vol. II, nº4, pp. 329-339.

- TAGGART, R.A. (1977): "A model of corporate financing decisions". *Journal of Finance*, 32, pp. 1467-1484.
- TAGIURI, R. y DAVIS, J. (1992): "On the goals of successful family companies". *Family Business Review*, 5, pp. 43-62.
- TAGIURI, R. y DAVIS, J. (1996): "Bivalent attributes of the family firm". *Family Business Review*, vol. IX, nº 2, pp. 199-208.
- TAN, W.L. y TONG FOCK, S. (2001): "Coping with growth transitions: The case of chinese family businesses in Singapore". *Family Business Review*, 14 (2), pp. 123-140.
- THOMAS, J. (2002): "Freeing the Shackles of Family Business Ownership". *Family Business Review*, vol. XV, nº 4, pp. 321-336.
- TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988): "The determinants of capital structure choice". *Journal of Finance*, 43, pp. 1-19.
- TROW, D.B. (1961): "Executive succession in small companies". *Administrative Science Quarterly*, 6, pp. 228-239.
- TSANG, E. (2001): Internationalizing the Family Firm: A Case Study of a Chinese Family Business. *Journal of Small Business Management*, 39 (1), pp. 88-94.
- TSANG, E. (2002): "Learning from Overseas Venturing Experience: The Case of Chinese Family Businesses". *Journal of Business Venturing*, 17 (1), pp. 21-40.
- UPTON, N. y PETTY, W. (2000): Venture Capital Investment and US Family Business. *Venture Capital*, 2 (1), pp. 27-39.
- UPTON, N.; TEAL, E. y FELAN, J. (2001): "Strategic and Business Planning Practices of Fast Growth Family Firms". *Journal of Small Business Management*, 39 (1), pp. 60-72.
- UPTON, N.B. y HECK, R.K.Z. (1997): "The family business dimension of entrepreneurship". En HECK, R.; y SCANNEL, E. (1999): "The prevalence of family business from a household sample". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 209-224.
- VAGO, M. (1995): "Why fish must learn to see water they swim in". *Family Business Review*, vol. VIII, nº 4, pp. 313-325.

- VALLEJO MARTOS, M.C. (2003): "La cultura de la empresa familiar como ventaja competitiva: Una aplicación al sector de concesionarios de automoción". Tesis Doctoral. Universidad de Jaén.
- VELIYATH, R. y RAMASWANY, K. (2000): "Social embeddedness, overt and covert power, and their effects on CEO pay: An empirical examination among family businesses in India". *Family Business Review*, 13 (4), pp. 293-312.
- VILANOVA, A. y GIMENO, A. (1997): "La gestión de la empresa familiar". Documento de investigación. ESADE. Citado y resumido en El País Negocios, 19 de enero de 1997.
- VILASECA, A. (2002): "The Shareholder Role in the Family Business: Conflict of Interests and Objectives Between Nonemployed Shareholders and Top Management Team". *Family Business Review*, 15 (4), pp. 299-320.
- VINTON, K. (1998): "Nepotism: An interdisciplinary model". *Family Business Review*, 11 (4), pp. 297-304.
- WAGNER, R. (1996): "Federal transfer taxation: The effect on saving, capital accumulation and economic dissipation". *Family Business Review*, 9 (3), pp. 269-284.
- WALD, J.K.(1999): "How firm characteristics affect capital structure: An international comparison". *The Journal of Finance Research*, vol. XXII, nº 2, pp. 161-187.
- WALL, R.A. (1998): "An empirical investigation of the production function of the family firm". *Journal of Small Business Management*, april. pp. 24-32.
- WARD, J. L. (1990): "What is a family business? And how can we help?". *Small Business Forum*, 8 (3), pp. 63-71.
- WARD, J.A. y HANDY. J. (1988): "A survey of board practices". *Family Business Review*, 1, pp. 269-308.
- WARD, J.L. (1987): Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership. Jossey-Bass, San Francisco.
- WARD, J.L. (1988): "The special role of strategic planning for family businesses". *Family Business Review*, 1, pp. 105-117.
- WARD, J.L. (1997): "Growing the family business: Special challenges and best practices". *Family Business Review*, vol. X, nº 4, pp. 323-337.

- WELSCH, J. (1993): "The impact of family ownership and involvement on the process of management succession". *Family Business Review*, 6 (1), pp. 31-54.
- WERNERFETL, B. (1984): "A resource-based view of the firm". *Strategic Management Journal*, 5, pp. 171-180.
- WESTHEAD, P.; COWLING, M. y HOWORTH, C. (2001): "The development of family companies: Management and ownership imperatives". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 4, pp 369-385.
- WESTHEAD, P.; COWLING, M. y STOREY, D. (1996): "the management and performance of unquoted family companies in the United Kingdom" (Working paper 42). Coventry: The University of Warwick, Coventry, Center for Small and Medium Size Enterprises. En HALL, A.; MELIN, L. y NORDQVIST, M. (2001): "Entrepreneurialship as radical change in the family business: Exploring the role of cultural patterns". *Family Business Review*, vol. XIV, nº 3, pp 193-208.
- WESTON, J.F. y BRIGHAM, E.F. (1981): *Managerial finance*. 7th edition, The Dryden Press
- WHATMORE, S.; MUNTON, R.; LITTLE, J y MARSDEN, T. (1987): "Towards a typology of farm business in contemporary british agriculture". *Sociologia Ruralis*, 28, pp. 21-37.
- WHATMORE, S.; MUNTON, R.; LITTLE, J. y MARSDEN, T. (1987): "Interpreting a relational typology of farm businesses in Southern England". *Sociologia Ruralis*, 27. Pp. 103-122.
- WHITESIDE, M. y BROWN, F. (1991): "Drawbacks of a dual system approach to family firms: Can we expand our thinking?". *Family Business Review*, 4, pp. 383-395.
- WIJST, D.V.D. (1989): *Financial structure in small business: Theory, test and applications*. Springer-Verlag. Berlín.
- WIJST, N. y THURIK, R. (1993): "Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data". *Small Business Economics*, 5, pp. 55-65.
- WILLIAMSON, O. (1988): "Corporate finance and corporate governance". *The Journal of Finance*, II (3), july, pp. 567-591.
- WILLMOTT, P. (1971): "Family, work, and leisure conflicts among male employees". *Human Relations*, 24 (6), pp. 575-584.

- WINTER, M.; FITZGERALD, M.; HECK, R.; HAYNES, G. y DANES, S. (1998): "Revisiting the study of family businesses: Methodological challenges, dilemmas and alternatives approaches". *Family Business Review*, 11 (3), pp. 239-252.
- WORTMAN, M. (1994): "Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm". *Family Business Review*, 7 (1), pp. 3-27.
- WORTMAN, M.S. (1995): "Critical issues in family business: An international perspective of practice and research". En HECK, R.; y SCANNEL, E. (1999): "The prevalence of family business from a household sample". *Family Business Review*, 12 (3), pp. 209-224.
- YEUNG, H.W. (2000): "Limits to the growth of family-owned business? The case of chinese transnational corporations from Hong Kong". *Family Business Review*, 13 (1), pp. 55-70.