

¿Tienen preferencia por la autofinanciación las empresas familiares en Cataluña?

NÚRIA VÁZQUEZ TALAVERA
Universidad de Lleida

Fecha de recepción: 1/10/13

Fecha de aceptación: 15/12/15

RESUMEN

Este trabajo presenta un análisis comparativo de la evolución de la estructura económica y financiera que presentan las empresas familiares (EF) y las empresas no familiares (EnF) desde el año 2007 hasta el año 2011, en una muestra de empresas de Cataluña. La comparación de estos dos grupos se basa en datos de los estados financieros extraídos de la base de datos SABI. Esta muestra ha permitido contrastar las hipótesis establecidas sobre la financiación de las mismas y concluir que las EF presentan una estructura financiera diferente a las EnF. En sus balances las EF reflejan mayor nivel de autofinanciación que las EnF gracias a la menor distribución de dividendos. Además se observa que las EF se financian con un coste de capital ajeno inferior al de las EnF. No existe correlación entre rentabilidad económica y endeudamiento en las EF, es decir las EF mantienen un endeudamiento estable en el tiempo independientemente de su rentabilidad, mientras que en el caso de EnF si hay correlación entre las dos variables, pero esta es indirecta, de manera que las empresas más endeudadas son las menos rentables, poniendo de manifiesto mayor dependencia del capital ajeno en las EnF que en las EF.

Clasificación JEL: G32; M10.

PALABRAS CLAVE

Empresa familiar, estructura financiera, rentabilidad.

ABSTRACT

This work presents a comparative analysis of the evolution of the economic and financial structure that family businesses (FBs) and non-family businesses displayed (NFBs) from the year 2007 to the year 2011, in a sample of Catalanian businesses. The comparison between these two groups is based on data of financial statements taken from the SABI database. This sample has allowed for a contrast to be drawn between the established hypotheses about their funding and to conclude that FBs display a different financial structure to NFBs. In their budgets a greater degree of self-funding is reflected for FBs than for NFBs thanks to a lower dividend distribution. Furthermore, it is observed that FBs are funded with lower borrowing costs than NFBs. There is no correlation between economic profitability and debt in FBs, that is to say FBs maintain a stable debt in time regardless of their profitability, whereas in the case of NFBs there is a correlation between these two variables, although an indirect one, such that businesses with more debt are the least profitable, exposing the greater dependence of NFBs on outside capital, compared to FBs.

Classification JEL: G32; M10.

KEYWORDS

Family business, financial structure, profitability.

1. Introducción

Hay una pregunta que surge de forma recurrente cuando se pretenden analizar las consecuencias de las crisis económicas sobre el tejido empresarial de un territorio:

¿Están las empresas de carácter familiar mejor pertrechadas en sus balances para superar en mejores condiciones la crisis económica?

El momento para dar respuesta a esta cuestión es oportuno, estamos inmersos en un período de crisis y de dificultades de financiación de las em-

presas, que en diferentes ámbitos, como es el sector financiero, hay interés por conocer, y saber si verdaderamente existen diferencias económico-financieras entre las empresas familiares (EF) y las empresas no familiares (EnF).

Presuponemos que hay diferencias en la preferencia de sus fuentes de financiación y que estas tienen que ver con las finalidades que desde su creación tienen unas y otras. No es lo mismo financiar una empresa con el capital anónimo de una sociedad, que hacerlo mediante el patrimonio familiar. En un caso y otro, los compromisos de remuneración al capital-propiedad serán diferentes.

Este trabajo comienza con una parte introductoria donde se analizan las principales características financieras que delimitan las empresas familiares de las empresas no familiares. Luego determinamos ciertos ratios financieros, buscando diferencias en rentabilidad, endeudamiento, etc. que nos ayuden a comprobar la diferente composición de los balances que tienen unas y otras.

Seguidamente formulamos tres hipótesis cuyo contraste se puede deducir de las cuentas anuales de las empresas. Estas están referidas a los dividendos repartidos en ambos tipos de empresas, al coste de financiación, y a la relación entre rentabilidad económica y nivel de endeudamiento de las empresas. Así presentamos las diferencias de carácter financiero más notables entre ambos tipos de empresas.

Finalmente presentamos los resultados, donde obtenemos que las empresas que ostentan mayor autofinanciación debido a la menor distribución de dividendos, son las EF, que además, presentan un coste del capital ajeno inferior al de las EnF. También hemos comprobado que la rentabilidad y el endeudamiento de los dos grupos de empresas analizados evolucionaban de manera diferente. Se puede afirmar que en las EF no hay ninguna relación entre las dos variables y si hay una relación inversa en las EnF, poniendo de manifiesto mayor dependencia de estas últimas de la financiación bancaria.

Conocer los resultados del análisis realizado puede interesar a las entidades financieras y a las EF. A las primeras aportándoles más información sobre el grupo de empresas donde se sitúa su cliente en los procesos de concesión de crédito y a las segundas, permitiéndoles manejar nuevos argumentos a favor de una eventual solicitud de préstamo.

2. Empresa familiar: características que la diferencian

Las empresas familiares han sido el motor de crecimiento económico en Cataluña. Estas entidades han tenido una importancia de primer orden en el proceso de modernización económica desde el principio de la industriali-

zación, y han marcado la pauta de la economía catalana hasta nuestros días (Guinjoan *et al.*, 2004). Actualmente suponen el 70-75% de las empresas de España (Claver, 2008). Además, desde el punto de vista de la competitividad empresarial, se sabe que las empresas familiares presentan ventajas sobre otras entidades de la misma actividad, como es la estrategia empresarial a largo plazo, la preocupación por los trabajadores, la implicación personal de los propietarios, y la lealtad y confianza con el resto de agentes económicos (Martins *et al.*, 2008).

No existe un concepto único que defina la empresa familiar, y cada autor recoge las características que le parecen más interesantes. En un intento de aproximarnos a la definición de empresa familiar, hemos creído conveniente considerar la siguiente:

La empresa familiar es una organización en la que la política y la dirección están sujetas a una influencia significativa de una o más unidades familiares a través de la propiedad y en ocasiones a través de la participación de los miembros de familiares en la gestión (Corona, 2006).

Por lo tanto, las empresas familiares se caracterizan por que la familia interviene como una estructura de gobierno, presentando por este motivo ventajas e inconvenientes.

Entre las ventajas están las de carácter personal, la familia puede poner en práctica sistemas de premios y castigos que no son factibles en otras instituciones; facilita que las conductas aprovechables sean detectadas rápidamente y la lealtad a la familia constituye una norma de conducta. También presenta desventajas, como son los conflictos que pasan desde la familia a la empresa. Cuando surgen conflictos entre padres e hijos o entre miembros familiares, pocas veces se puede evitar que estos se trasladen al ámbito de la empresa, de forma que los vínculos parentales se convierten en desventajas para la actividad mercantil.

Otro inconveniente es que el talento y las habilidades dentro de la sede familiar es algo limitado, y muchas veces es difícil encontrar algún familiar con los recursos necesarios para llevar a cabo algún tipo de actividad. De esta forma, la familia se tiene que abrir al exterior o concentrarse en actividades que exijan conocimientos más generales.

Cuando una familia tiene escasos recursos, le costará disponer del capital necesario para llevar a cabo elevadas inversiones. Por lo tanto, el crecimiento resultará a veces incompatible con el mantenimiento del gobierno familiar.

Desde la perspectiva financiera, las empresas familiares siguen una jerarquía de preferencias de financiación, tal y como lo corroboran diferentes estudios empíricos: primero prefieren la autofinanciación, posteriormente el endeudamiento bancario y en último lugar las ampliaciones de capital. Por

ello, uno de los principales problemas a los que se enfrentan las empresas familiares es el de conseguir aumentar el crecimiento sin perder el control, situaciones a veces complicadas porque necesitan financiación externa para crecer. La concentración de la propiedad en la familia ayudará al mantenimiento del control y, por lo tanto, explicará el comportamiento financiero de este tipo de empresas (Navarrete, 2012). En resumen, con el fin de poder mantener el control de la empresa en el seno de la familia, las empresas preferirán la financiación externa a largo plazo, antes que aumentar el capital.

3. Muestra de empresas

3.1. Diseño de la muestra y criterios de selección

La selección de la muestra de EF y de EnF para llevar a cabo el estudio se ha realizado a través de los siguientes criterios:

- Ámbito geográfico de Cataluña.
- Empresas PYMES, acotando la búsqueda a un rango de trabajadores de entre 50 y 250 por empresa y como mínimo una cifra de ingresos de explotación igual o superior a 75.000 €.
- Se han considerado únicamente aquellas empresas que presentaban datos en todos los años de la muestra.
- Período de estudio, años: 2007 a 2011.
- Forma jurídica: Sociedades Anónimas o Sociedades Limitadas.

A partir de estos criterios, la base de datos proporcionó un conjunto de 210 empresas. No obstante, después de descartar empresas familiares por no cumplir todos los requisitos fijados, obtuvimos una muestra de 20 empresas familiares y 20 empresas no familiares.

Para asegurarnos que las empresas eran de uno u otro tipo, hicimos una búsqueda selectiva empresa por empresa a partir de la muestra inicial. Revisando las páginas web y la información que aportaban en sus informes anuales, distinguimos las empresas familiares a partir de las características que presentaban y si lo continuaban siendo. Además, las clasificamos según el sector de actividad al cual pertenecía cada empresa. Para llevar a cabo la búsqueda de las empresas no familiares, se siguió el mismo criterio.

Para interpretar adecuadamente este trabajo hay que considerar que los datos usados no constituyen una muestra significativa estadísticamente y por tanto sus resultados no son válidos para hacerse extensivos a un ámbito más amplio. El trabajo debe comprenderse como una limitada aproximación

que puede orientar a personas interesadas en el desarrollo de futuros trabajos sobre el mismo tema.

3.2. *Listado de empresas seleccionadas*

En la figura 1 se refleja la relación de empresas de la muestra, separando las empresas familiares de las empresas no familiares:

EMPRESAS FAMILIARES	EMPRESAS NO FAMILIARES
1. Carnicas Toni Josep S.L.	1. Abertis infraestructuras S.A.
2. Carnicas Solà S.A.	2. Pienso del Segre S.A.
3. Vall Companys S.A.	3. Du pont Iberica S.L.
4. Comercial Gallo S.A.	4. Gutser S.A.
5. Petromiralles	5. Hierros del Mediterraneo S.A.
6. Comercial Química Massó S.A.	6. Indukern S.A.
7. Cultivar S.A.	7. Ehlis S.A.
8. F. Faiges S.L.	8. Inmobiliaria Colonial S.A.
9. Hermanos Fernandez Lopez S.A.	9. La Farga Lacambra S.A.
10. Indcre S.A.	10. Laboratorios Ordesa S.L.
11. Lipidos Santiga S.A.	11. Lundbeck España S.A.
12. Andres Pinaluba S.A.	12. Manipulados del Ter S.A.
13. Garcia Munté Energia S.L.	13. Marina Bcn Distribucions S.A.
14. Benito Arno e Hijos S.A.	14. Meroil S.A.
15. Leridana de Pienso S.A.	15. Harinera vilafraquinca S.A.
16. Sertrans Catalunya S.A.	16. Panini España S.A.
17. Sedatex S.A.	17. Silvalac S.A.
18. Viuda de Lauro Clariana S.L.	18. Bargasosa S.A.
19. Vandemoortele Iberica S.A.	19. Barcelonesa de Metales S.A.

Fuente: Base de datos Sabi.

Figura 1. Listado de empresas familiares y no familiares de la muestra.

4. **Análisis de ambos grupos de empresas**

Con el fin de obtener diferencias y similitudes entre los grupos de EF y EnF respecto a sus magnitudes financieras, realizamos un cálculo de los ratios de estructura.

- Ratio de garantía: Activo Total / Pasivo Exigible

	2011	2010	2009	2008	2007	Global
Empresas familiares	1,762	1,799	1,927	1,899	1,875	1,852
Empresas no familiares	1,673	1,559	1,560	1,491	1,462	1,549

Figura 2. Evolución del ratio de garantía de los 5 años analizados, de los dos tipos de empresas.

En la Figura 2 podemos ver que en todos los años, el valor del ratio de garantía, indicador de la ‘distancia a la quiebra’ ha sido mayor que 1,45. Este ratio indica que cuanto mayor sea su resultado, mayor es la capacidad de la empresa en cumplir los compromisos financieros, de manera que un resultado cercano a 2, da seguridad de que los acreedores cobrarán sus deudas. Las EF, presentan un valor superior a 1,76 en todos los años, indicando un buen nivel de garantía, mientras que las EnF, durante los dos primeros años analizados presentan un valor inferior a 1,5. Por tanto se puede afirmar que, en todo el período, las EnF tienen mayor dependencia de acreedores externos que las EF, lo cual coincide con la teoría comentada en el punto anterior.

- Ratio de Cobertura: $(\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo no corriente}) / \text{Activo no corriente}$

	2011	2010	2009	2008	2007	Global
Empresas familiares	1,632	1,650	1,562	1,659	1,770	1,655
Empresas no familiares	1,846	1,583	1,552	1,640	1,643	1,653

Figura 3. Evolución del ratio de cobertura de los 5 años analizados, de los dos tipos de empresas.

El ratio de cobertura nos indica cómo financian las empresas el inmovilizado. Una adecuada financiación se da cuando los recursos permanentes del numerador cubre el total de activos no corrientes del denominador, por tanto, para que esa cobertura fuese justo del 100% de recursos permanentes, el resultado del ratio tendría que ser la unidad.

De la Figura 3 deducimos que para este ratio no se puede obtener una conclusión que distinga el comportamiento de las empresas de la muestra. Sabiendo que las EF financian sus activos fijos preferentemente con deuda

a largo plazo y las EnF, lo hacen con ampliaciones de capital, al encontrarse ambos conceptos en el numerador del ratio, el resultado final no arroja diferencias destacables entre ambos grupos de empresas.

Durante los cinco años analizados la muestra de EF presenta un ratio de cobertura superior a 1,5 hecho indicativo de que las EF de la muestra financian holgadamente su activo no corriente y además cubren un margen de su activo corriente (Figura 3). De este modo se deduce que el fondo de maniobra es positivo, y que en general, las EF de la muestra no presentan en el período examinado problemas de liquidez. Por su lado, las EnF tienen un ratio de cobertura con valores similares al de las empresas familiares, ya que durante el período analizado el ratio es superior a 1,5.

Así, podemos deducir que los dos grupos de empresas de la muestra presentan un ratio de cobertura correcto, y, por lo tanto, financian con recursos estables la totalidad de su estructura fija y una parte del activo corriente.

- Ratio de liquidez: Activo corriente / pasivo corriente

	2011	2010	2009	2008	2007	Global
Empresas familiares	1,498	1,497	1,505	1,479	1,519	1,500
Empresas no familiares	1,530	1,481	1,489	1,643	1,287	1,486

Figura 4. Evolución del ratio de liquidez de los 5 años analizados en los dos tipos de empresas.

En la Figura 4, se ve como el ratio de liquidez de los dos tipos de empresas presentan un valor adecuado, puesto que en casi todos los años, el ratio presenta un valor de un 1,5. Las empresas familiares presentan un ratio de liquidez estable en todos los años analizados, siendo los valores próximos a 1,5, valor mínimo para que el ratio indique que las empresas no tienen problemas de solvencia a corto plazo, lo que informa de que el activo corriente puede financiar sin dificultades el pasivo corriente.

En el caso de las EnF, tienen un valor más bajo durante el año 2007, concretamente de un 1,3, indicando menor disponibilidad de liquidez a corto plazo. El valor se incrementa en el año siguiente, y posteriormente se mantiene. Por tanto, en lo referente a liquidez, las EF de nuestra muestra presentan mayor estabilidad gestionando su capital corriente y planificando mejor sus relaciones con deudores y acreedores que las EnF.

- Ratio de endeudamiento: Pasivo exigible / Patrimonio Neto

	2011	2010	2009	2008	2007	Global
Empresas familiares	1,989	2,233	2,108	2,073	2,347	2,132
Empresas no familiares	2,047	2,130	3,625	2,661	2,684	2,629

Figura 5. Evolución del ratio de endeudamiento en los dos tipos de empresas.

El ratio de endeudamiento informa de la relación existente entre recursos ajenos y recursos propios. En la Figura 5 puede verse un elevado endeudamiento en los 2 grupos de empresas, con valores en torno a 2, o incluso muy superiores a 2.

En el caso de las EF, el valor del ratio es superior a 2, indicando un volumen de deudas excesivo. No obstante, durante el último período el ratio baja hasta un valor por debajo de 2, pero aun así se considera un elevado volumen de deudas. De esta forma podemos mencionar que una gran parte de los recursos financieros que tienen las empresas familiares provienen de deudas financieras, y estos son superiores a los recursos propios de la propiedad de la empresa.

En el caso de las EnF, sucede algo semejante, pues el ratio de endeudamiento es igual o superior a 2 en todos los años analizados, lo que indica que las EnF están muy endeudadas. Es destacable que en 2009 el volumen de deuda es muy elevado en el grupo de EnF por el impacto de la crisis en las empresas de la muestra relacionadas con el sector de la construcción, donde el enorme descenso de ventas provocó el impago de sus compromisos financieros aumentando su pasivo.

Comparando el endeudamiento global de los dos tipos de empresas, podemos observar como las EnF presentan un valor más elevado frente a las EF. Este mayor endeudamiento, indica un elevado riesgo para las empresas. No obstante, habrá que comparar este ratio con la rentabilidad financiera de la empresa, para comprobar si las empresas analizadas, por mucha deuda que tengan, se les supone una oportunidad por el hecho de tener un efecto apalancamiento positivo.

Nuestro resultado está de acuerdo con estudios que han demostrado que las EF presentan un menor ratio de endeudamiento. Esta política financiera especialmente prudente puede ser explicada por dos factores: el mantenimiento del control por parte de la familia, y la baja diversificación de las inversiones de los accionistas (Navarrete, 2012).

5. ¿Cómo se financian las empresas familiares? Contraste de hipótesis

Debido a sus propias características, las empresas familiares se financian de forma preferente con beneficios no distribuidos, más que con endeudamiento externo o con la entrada de nuevos accionistas. El origen de esta preferencia hay que buscarlo en el temor de la familia a perder el control de la empresa cuando no se puede hacer frente a la deuda o cuando entran a formar parte del capital nuevos accionistas, Barton y Matthews (1989).

Sobre esta base, hemos planteado una serie de hipótesis para analizar las características de la financiación de las EF y las EnF, y comprobar si existen diferencias entre ambos tipos de empresas.

Primera hipótesis

H1: Una empresa familiar reparte menos dividendos que una empresa no familiar

Esta hipótesis se justifica porque las EF prefieren la reinversión de los beneficios debido a la aversión al endeudamiento que demuestran muchos empresarios familiares.

Según el estudio realizado por el Instituto de la Empresa Familiar (IEF), la reinversión de beneficios es el principal medio de financiación en las EF. Además, estas empresas, se caracterizan por políticas de reparto de dividendos restrictivas y por la reticencia a la incorporación de socios externos al grupo familiar en el capital. Esta falta de distribución de beneficios, no es neutral en cuanto a sus consecuencias, si no que a veces se manifiesta como una fuente de conflictos entre los accionistas activos que dirigen la empresa, que pudieran estar bien remunerados y los accionistas pasivos que exigen dividendos, y que si no los obtienen querrán vender sus acciones.

Para proceder al cálculo de los dividendos de las empresas y comprobar si la hipótesis se cumple, hemos extraído el resultado del ejercicio y las reservas de los balances de las empresas. De esta forma, obtenemos que la diferencia que se produce entre ambas cuentas son los dividendos que reparten las empresas.

Realizando un sumatorio de todos los dividendos de las empresas familiares y de las no familiares, por separado y por ejercicios económicos, se ha extraído la siguiente información:

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
Sumatorio dividendos	11.883.356	17.535.251	8.556.859	25.043.857

Figura 6. Evolución de los dividendos en las empresas familiares (millones de €).

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
Sumatorio dividendos	31.109.529	35.496.561	49.525.746	38.639.341

Figura 7. Evolución de los dividendos en las empresas no familiares (millones de €).

A partir de aquí, obtenemos el porcentaje de dividendos repartidos cada año en los dos tipos de clasificación de empresa:

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
% dividendos repartidos	5,46%	8,05%	3,93%	11,50%

Figura 8. Evolución de los dividendos en las empresas familiares en porcentaje sobre el resultado.

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
% dividendos repartidos	14,28%	16,30%	22,74%	17,74%

Figura 9. Evolución de los dividendos en las empresas no familiares en porcentaje sobre el resultado.

Mediante esta información, podemos ver que las EF presentan un menor porcentaje de reparto de dividendos frente a las EnF, lo cual supone que las EF dan preferencia a la financiación propia. Ciertamente, la EF presenta una jerarquía propia respecto a sus preferencias de financiación, mostrando un seguimiento de políticas de reparto de dividendos más restrictivas, que fomentan la retención de beneficios a favor de una mayor autonomía financiera. Esta evidencia coincide con otros trabajos, como el reciente de Monreal y Sánchez, 2012.

Para observar las diferencias de reparto de dividendos entre EF y EnF, hemos calculado un porcentaje global de los 4 años, y obtenido el siguiente gráfico:

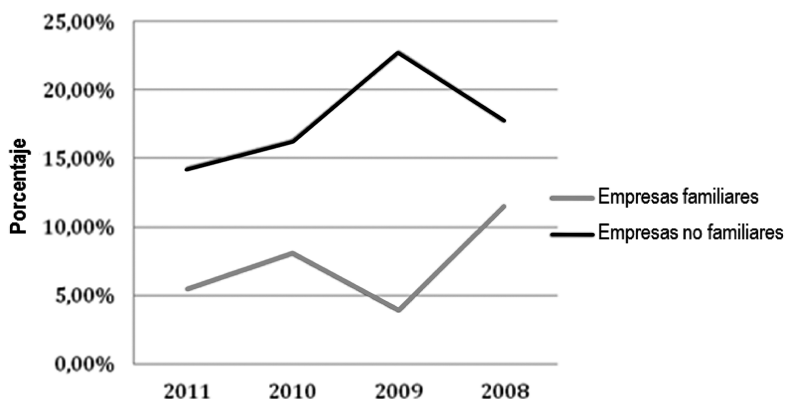


Figura 10. Dividendos distribuidos de las EF y EnF.

En la Figura 10, puede verse como existe una diferencia importante en lo referente a la distribución de dividendos en los dos tipos de empresas. Concretamente existe una diferencia de 10,54 puntos porcentuales. Puede verse que durante 2009, el segundo año de crisis económica, donde las EF reparten el menor importe de dividendos a sus accionistas, y las EnF realizan justo lo contrario, la mayor parte de sus beneficios lo destinan a dividendos. A partir de 2009 la situación cambia, pues las empresas no familiares no reparten tantos dividendos, no obstante, reparten en un porcentaje mayor respecto a las EF durante los cuatro años.

Vemos que la hipótesis se cumple, pues las EF presentan un menor porcentaje de reparto de dividendos que las EnF en todos los años analizados. Además, el porcentaje global presenta una diferencia de 10,54 puntos porcentuales en lo referente a la distribución de dividendos.

De esta forma, podemos corroborar como la EF en general, lleva a cabo la práctica de conservadurismo financiero, o preeminencia de la autofinanciación, es decir una política de dividendos restringida.

Segunda hipótesis

H2: Existe correlación directa entre la rentabilidad económica y el endeudamiento

Suponemos que tanto en EF como EnF, el endeudamiento va unido a la rentabilidad de la empresa, de manera que el capital ajeno con coste de financiación, ayuda a incrementar las inversiones de la empresa y estas a aumentar la producción y la cifra de negocios. Creemos que en esta relación no deberían existir diferencias entre EF y EnF, puesto que en ambos casos, el importe de deuda bancaria invertida en la empresa, suponemos que sirve para obtener una rentabilidad del capital ajeno mayor que su coste financiero.

Para conocer si la hipótesis formulada es cierta haremos un análisis de la correlación separando EF de EnF, si existe correlación entre la rentabilidad económica y el endeudamiento, programaremos mediante el programa informático R-Commander.

Hemos introducido dos hojas de cálculo, una para obtener la hipótesis de las EF, y la otra para las EnF, así podremos analizar si en este ámbito realmente existe diferencias entre ambos tipos de empresas. En las hojas de cálculo se ha colocado la rentabilidad económica y el endeudamiento de cada grupo de empresas.

Rentabilidad Económica: BAIT / Total Activo

Endeudamiento: Total deuda bancaria / Fondos propios

Así, se llevó a cabo el cálculo para todas las empresas, y se realizó un sumatorio de los 5 años analizados, para obtener una media de las empresas durante cada ejercicio analizado. Posteriormente, estos dos Excel se introdujeron en el programa informático R-Commander, y se obtuvo el siguiente resultado:

	Endeudamiento	Rentabilidad Económica
Endeudamiento	1,000000	-0,2350792
Rentabilidad Económica	-0,2350792	1,000000

Figura 11. Coeficientes de correlación entre endeudamiento y la rentabilidad económica en las EF.

La matriz nos indica que los coeficientes de correlación no son próximos a 1, sino más bien al contrario, son próximos a 0, indicando que el grado de relación lineal entre ambas variables es prácticamente nulo. Además, el coeficiente de correlación es inferior a 0, indicando que podría existir cierto grado de relación indirecta entre las dos variables.

Con la matriz de correlaciones, sólo hemos analizado estos coeficientes de una forma descriptiva, pero queremos saber si existe o no una relación estadísticamente significativa entre ambas variables.

Es por este motivo que hemos procedido a calcular el Test de Correlación de Pearson, para saber si los valores muestrales de los coeficientes son capaces o no de demostrar que los coeficientes de correlación son significativamente diferentes de 0 y, por lo tanto, indican que existe algún tipo de relación lineal.

Pearson's product-moment correlation	
data: Datos \$ Endeutament and Datos \$ Rendibilitat. Econòmica	
t = -0.4189, df = 3, p-value = 0.7035	
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0	
95 percent confidence interval:	
-0.9254127 0.8165395	
sample estimates:	
cor	
-0.2350792	

Con estos resultados, podemos decir que se rechaza la hipótesis formulada al principio, no existe correlación entre la rentabilidad económica y el endeudamiento de las EF, es decir, no existe dependencia lineal entre las variables.

Aparte del estudio realizado, hemos querido obtener evidencia de la hipótesis formulada, es decir, si existe correlación entre el endeudamiento y la rentabilidad económica, mediante los porcentajes calculados de las dos variables y también a través de un gráfico explicativo de estos porcentajes:

Años	Rentabilidad Económica	Endeudamiento
2011	5,962	0,98
2010	5,01	1,104
2009	5,036	0,867
2008	5,548	1,004
2007	7,887	0,942

Figura 12. Coeficientes de correlación de endeudamiento y RE en las Empresas familiares.

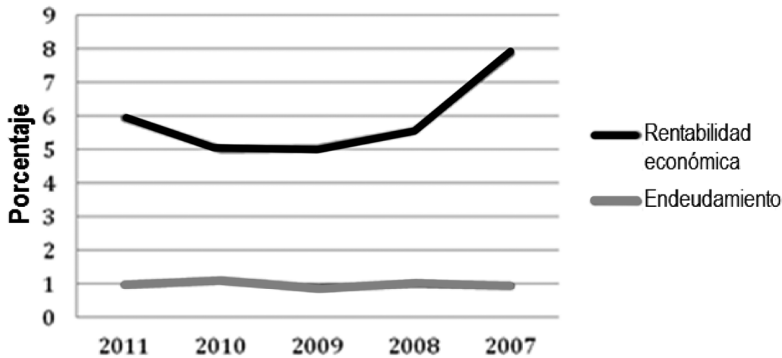


Figura 13. Coeficientes de correlación de endeudamiento y RE en las Empresas familiares.

Observando los porcentajes y la gráfica comparativa de ambas variables, podemos afirmar que no existe correlación entre la rentabilidad económica y el endeudamiento, de la muestra analizada. Por tanto, las EF no incrementan los recursos ajenos por mucho que varíe su rentabilidad económica.

Las empresas familiares han mantenido la deuda bastante estable durante los años analizados, oscilando en torno el 1%. No obstante, la rentabilidad económica ha sufrido un descenso importante durante el período 2007-2008, concretamente de un 2,3%. Por lo tanto, finalmente rechazáramos la hipótesis formulada inicialmente, en las empresas familiares analizadas no existe correlación entre su rentabilidad económica y el endeudamiento.

Hemos seguido el mismo procedimiento para las EnF. A partir de la introducción de datos en el programa R-Comander, hemos podido calcular el coeficiente de correlación entre ambas variables mediante una matriz de correlaciones, es la siguiente:

	Endeudamiento	Rentabilidad Económica
Endeudamiento	1,000000	-0,7443518
Rentabilidad Económica	-0,7443518	1,000000

Figura 14. Coeficientes de correlación entre endeudamiento y la rentabilidad económica en las EnF.

Podemos observar como el coeficiente de correlación es próximo a 1, lo que indica que existe un elevado grado de relación lineal entre las variables. Además, el coeficiente es negativo, siendo de esta forma la relación lineal negativa e inversa entre la rentabilidad económica y el endeudamiento.

No obstante, que un modelo presente unos elevados coeficientes de correlación puede ser indicativo de que el modelo propuesto presenta multicolinealidad, es decir, que las dos variables compartan información. Por lo tanto, podemos decir que hay probabilidades de que exista correlación entre las variables.

Hemos analizado si las dos variables presentan autocorrelación, puesto que un modelo con multicolinealidad no es un modelo fiable, pues no podemos afirmar del todo si existe correlación. Es decir, un modelo con autocorrelación es aquel en el que los términos de perturbación están correlacionados entre sí, es decir, existe dependencia entre las variables. Es por este motivo que hemos querido analizar si el modelo presenta autocorrelación, y que la multicolinealidad no impida la correcta interpretación de la correlación entre estas. El cálculo es el siguiente:

Durbin-Watson test

Data: Rentabilidad económica – Endeudamiento

DW = 2.3203, p-value = 0.5806

Alternative hypothesis: true autocorrelation is greater than 0

Mediante el Test de Durbin-Watson podemos observar el valor del p-value. De este valor se derivan dos hipótesis:

- H0: no autocorrelación AR (1)
- HA: autocorrelación AR (1)

Si el valor del p-value es inferior a 0,05, se rechazaría la hipótesis nula y, existiría autocorrelación. En este caso, el p-value es $0,5806 > 0,05$, por lo tanto aceptamos la hipótesis nula, no existe autocorrelación AR (1).

De esta forma, podemos decir que al no existir autocorrelación, el modelo no presenta síntomas de multicolinealidad. Por lo tanto, la dependencia lineal propuesta en el primer cálculo podría existir. No obstante, con la matriz de correlaciones tampoco podemos obtener evidencia de que exista una relación estadísticamente significativa entre ambas variables. Es por este motivo, que se ha procedido a calcular el Test de Correlación de Pearson en las empresas no familiares.

En el Test de Correlación hemos de fijar con el valor del p-value, y con las hipótesis que se derivan de este valor:

- H0: coeficientes de correlación = 0
- HA: coeficientes de correlación \neq 0

Si el valor del p-value es inferior a 0,05, se rechazaría la hipótesis nula y, por lo tanto, los coeficientes de correlación serían diferentes a 0, indicando que las dos variables presentan correlación.

```
Pearson's product-moment correlation
data: Datos$Endeutament and Datos$Rendibilitat.Econòmica
t = -1.9306, df = 3, p-value = 0.1491
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
-0.9818325 0.4017516
sample estimates:
cor
-0.7443518
```

En este caso, el p-value es $0,1491 > 0,05$, por lo tanto tenemos que aceptar la hipótesis nula, los coeficientes de correlación son iguales a 0, indicando que no hemos encontrado indicios de que exista una relación estadísticamente significativa entre el endeudamiento y la rentabilidad económica de las empresas familiares, durante los cinco años analizados.

A través de este test, y el cálculo realizado inicialmente de los coeficientes de correlación, no podemos obtener una evidencia clara del resultado de la hipótesis. Veamos las Figuras 15 y 16 por si pueden arrojar un poco de luz sobre esta relación.

Años	Rentabilidad Económica	Endeudamiento
2011	8,157	0,800
2010	6,882	0,830
2009	5,691	2,061
2008	6,312	1,300
2007	8,464	1,061

Figura 15. Coeficientes de correlación de endeudamiento y RE en las empresas no familiares.

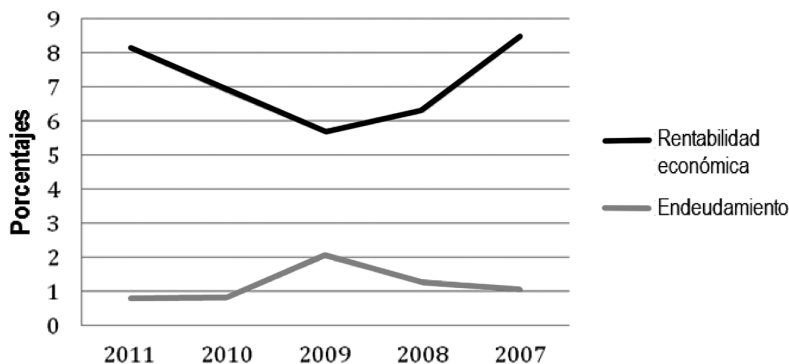


Figura 16. Coeficientes de correlación de endeudamiento y RE en las empresas familiares.

Los anteriores cálculos evidencian la correlación existente entre la rentabilidad económica y el endeudamiento en el conjunto de EnF. No obstante, la correlación que presentan las variables es de carácter indirecto, hecho que se observa durante los 5 años analizados, pues cuanto mayor rentabilidad económica han tenido las EnF, menos endeudamiento bancario han necesitado y viceversa, cuando aumenta el endeudamiento, disminuye la rentabilidad. Además, este tipo de empresas ha aumentado en mayor porcentaje su deuda a partir de la crisis económica, momento en el que sufrieron una reducción en sus ingresos y, por lo tanto, las empresas tenían una menor rentabilidad económica.

De esta forma, podemos aceptar la hipótesis formulada inicialmente: existe correlación entre la rentabilidad económica y el endeudamiento en las empresas no familiares, las dos variables están relacionadas entre sí, pero están relacionadas indirectamente, tal y como nos afirmaban los coeficientes de correlación.

Tercera hipótesis

H3: Una empresa no familiar presenta un mayor coste de financiación que una empresa familiar

Mediante esta hipótesis, se pretende probar si las EF y las EnF tienen condiciones semejantes cuando una entidad financiera les concede un préstamo y, por lo tanto, si presentan un coste de capital ajeno similar, o no.

Hemos realizado el cálculo de este coste relacionando el gasto financiero del ejercicio con el montante de deuda bancaria que figura en el balance, es decir, pasivos con coste:

Gastos financieros / Deudas bancarias

A partir del cálculo del coste del capital ajeno de cada empresa, se ha realizado un sumatorio de este coste a partir de los 5 años analizados en los dos grupos de empresas, para obtener el porcentaje de coste de capital total que utiliza cada tipo. En las Figuras 17 y 18 se observa que la hipótesis se cumple, pues las empresas familiares presentan un menor coste de financiación que las empresas no familiares:

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
% coste de capital ajeno	4,83%	2,98%	4,25%	4,87%	4,95%

Figura 17. Evolución del coste de financiación en las empresas familiares.

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
% coste de capital ajeno	4,59%	4,12%	5,30%	8,56%	6,99%

Figura 18. Evolución del coste de financiación en las empresas no familiares.

Mediante estos porcentajes, podemos observar que las EnF presentan un mayor coste de la deuda bancaria frente a las EF en todo el período, pero más aún, en los primeros años analizados donde se observa una diferencia de más de dos puntos porcentuales entre ambos grupos, siendo las EnF las que presentan un mayor coste de financiación. Estos resultados corroboran la suposición de que las EF reciben mejor trato en las entidades financieras en la fijación de condiciones de un préstamo. Características como la estabilidad del negocio que pasa de una generación a otra, reinversión de beneficios, conservadurismo, garantía personal, etc., son rasgos que permiten

ofrecer un suplemento de solvencia y de cumplimiento de las obligaciones financieras en las EF, que finalmente se plasma en un menor coste del capital.

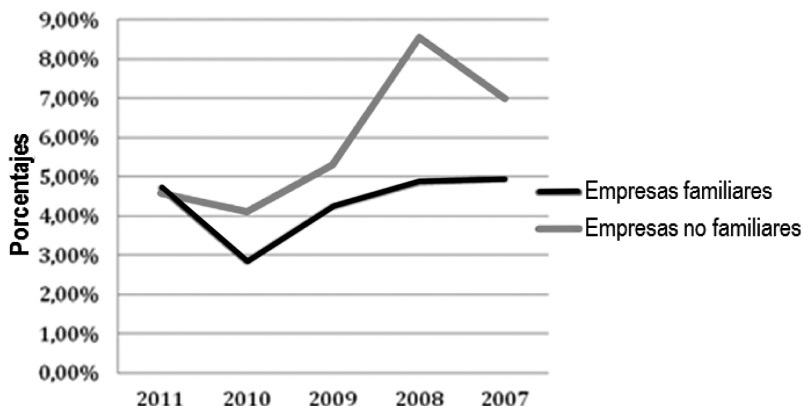


Figura 19. Evolución del coste de financiación de las EF y de las EnF.

En la Figura 19 se observa que las EnF presentan un mayor coste del capital frente a las EF, aunque en el último año analizado son las empresas no familiares las que tienen un menor porcentaje de coste de financiación. No obstante, la Figura 4 proporciona evidencia como para afirmar que el interés que se les cobra a las EnF es superior al de las EF, pues estas últimas presentan un porcentaje de un 4% durante los años analizados, el cual disminuye significativamente al 2010 hasta un 2%. En cambio, las empresas no familiares han llegado a tener un porcentaje de un 8%, y ser el mínimo un 4,5%.

A través de los porcentajes anuales del coste de financiación y la gráfica comparativa, hemos obtenido evidencia de que las EF presentan un menor coste de capital que las EnF. Hemos calculado un porcentaje global del coste de financiación para poder obtener la certeza de si la hipótesis formulada inicialmente se cumple.

Empresas familiares	Empresas no familiares
4,376%	5,912%

Figura 20. Mediana del coste de capital ajeno de los 5 años según tipo de empresa.

A partir de este porcentaje, podemos observar como existe una elevada diferencia entre ambos tipos de empresas en lo referente al coste de capital ajeno, pues la diferencia es de un 1,5%.

Las empresas no familiares analizadas presentan un mayor coste de financiación frente a las empresas familiares por lo que se cumple la hipótesis formulada. De esta forma, este tipo de empresas presentan menores gastos financieros relativos en comparación a las EnF. No obstante, este hecho no significa que la empresa familiar presente una menor deuda bancaria, simplemente que el coste de financiación es menor.

A través de la Teoría de la Agencia y la Teoría de la Jerarquía Financiera, podremos llegar a entender mejor este comportamiento financiero que presenta la empresa familiar. La teoría de la Jerarquía Financiera explica que no hay diferencias entre una empresa familiar o una no familiar en lo referente al grado de endeudamiento, puesto que los propietarios de una empresa familiar preferirán la deuda bancaria a una financiación mediante acciones, para evitar la pérdida de control sobre la empresa.

En cambio, la Teoría de la Agencia explica una relación inversa entre el coste de la deuda y el carácter familiar de las empresas. Para las entidades financieras las empresas familiares presentan menores conflictos de intereses al coincidir la figura de propietario y gerente. Esta menor asimetría implica menores costes de agencia, es decir, unos menores costes de supervisión y de control para las entidades financieras, que se tendría que traducir en un menor coste de financiación e incluso, una mayor facilidad de acceso al crédito bancario. (Larrán *et al.*, 2010).

Sobre la base de estas teorías podemos encontrar una explicación a la hipótesis formulada, pues la Teoría de la Agencia nos indica que existe un menor coste de financiación para la EF. Además, cabe mencionar que las EF tienen mayor autofinanciación que una EnF, facilitando de esta forma el acceso crediticio, pues un banco preferirá dar crédito a una empresa con mayor volumen de fondos propios. De esta forma podrá dar el crédito a un interés más bajo, pues el banco tendrá una garantía adicional sobre el dinero que presta.

6. Comentarios sobre los resultados obtenidos

Mediante las tres hipótesis formuladas en nuestro análisis, hemos podido examinar el comportamiento financiero de ambos tipos de empresas, y las diferencias que se observan en su financiación.

Respecto a la hipótesis de los dividendos se observa claramente que las empresas familiares reparten un 10% menos de dividendos que las empresas

de carácter no familiar, llevando a cabo las EF una mayor autofinanciación que las empresas no familiares, esto es porque las empresas familiares tienen el deseo de mantener la propiedad y el control de la empresa limitado a un grupo de personas que comparten lazos familiares, y que el control se transfiera a la siguiente generación (Gálve y Salas, 2011). A pesar de que no se ha podido contrastar esta hipótesis con ningún otro estudio realizado, si se ha podido ver en algunos trabajos que las EF son propensas a realizar un menor reparto de dividendos, pues la financiación interna es el origen de fondos propios. No obstante, si la autofinanciación es insuficiente para llevar a cabo la inversión, se recurrirá al endeudamiento antes de llevar a cabo una ampliación de capital. Este hecho también se puede observar, pues las empresas familiares presentan un elevado endeudamiento.

A través de la hipótesis que analiza la correlación entre la rentabilidad económica y el endeudamiento, se ha podido observar como las EF no presentan correlación entre variables, pues estas empresas mantienen un endeudamiento muy similar durante todos los años analizados, independientemente de la rentabilidad económica que consigan. En cambio, las empresas no familiares sí presentan correlación entre las variables analizadas, y además con una relación indirecta, pues a menos rentabilidad económica más endeudamiento, y al revés. Podríamos decir que a las empresas familiares les beneficia la práctica de retener dividendos y autofinanciarse, pues se ha podido observar que mantienen el mismo nivel de endeudamiento en todo el período analizado. Ni siquiera en los años de menor beneficio las EF se ven obligadas a incrementar el endeudamiento bancario, además, mantienen un patrimonio neto suficiente como para mantener una posición estable y no tener que recurrir al capital ajeno. La rentabilidad es uno de los principales objetivos de las empresas familiares, pues así pueden atender bien a los clientes, y dar seguridad económica a los familiares y al personal no familiar empleado de la empresa. Varios estudios mencionan que las empresas familiares presentan una menor competitividad, y a consecuencia de esto una menor rentabilidad (Amat, 2006).

Este hecho lo podemos observar en los porcentajes anteriormente calculados de la rentabilidad económica, pues el porcentaje de rentabilidad es superior en las EnF frente a las EF. Por tanto, las EnF presentan una mejor posición en este aspecto. No obstante, las empresas familiares no tienen por qué ser menos competitivas y presentar unos resultados inferiores a los de las EnF, vía rentabilidad, pues un estudio indica que no se puede deducir que los resultados de la empresa familiar sean inferiores a los de la empresa no familiar (Amat, 2006). Si contrastamos esta afirmación con los resultados obtenidos en el estudio, podemos observar como las EF, con menor rentabilidad, no presentan ninguna correlación con el endeudamiento y, el

efecto apalancamiento que obtienen de la financiación ajena es positivo en casi todos los años.

Finalmente, a través de la hipótesis del coste de financiación del capital ajeno, hemos podido observar como las empresas familiares también tienen ventaja en el terreno bancario, pues ostentan un menor coste de financiación, con menor importe relativo de gastos financieros. Existen evidencias que demuestran la relación positiva entre el compromiso personal y la obtención de crédito. Es decir, los proveedores financieros basan sus decisiones conforme a la valoración de la capacidad de endeudamiento de los propietarios de las empresas, más que de la propia empresa en sí. De esta forma, la concesión al crédito de empresas familiares suele estar sujeta a la formalización de avales personales que sirven como garantía para volver los créditos (Navarrete, 2012). Así pues, podemos obtener la certeza de que la empresa familiar obtiene el nivel de financiación necesaria a un menor coste.

De esta forma, alcanzamos la conclusión que las empresas familiares presentan una manera de financiarse más cuidadosa que las empresas no familiares, vía una menor distribución de dividendos y gracias a tener unos menores costes financieros que las empresas no familiares. Además, también podemos señalar que las empresas familiares se caracterizan por su conservadurismo financiero, hecho que podemos observar a través de la hipótesis del reparto de dividendos.

A través de las dos últimas hipótesis formuladas, podemos extraer la conclusión de que a las empresas analizadas les resulta positivo endeudarse gracias a un efecto apalancamiento positivo. Esta conclusión la corroboramos comparando la rentabilidad económica de los dos tipos de empresa y su coste de capital ajeno:

Empresas familiares	2011	2010	2009	2008	2007
Rent. Económica	5,962 %	5,010 %	5,036 %	5,548 %	7,884 %
Coste de capital ajeno	4,93 %	2,98 %	4,25 %	4,87 %	4,95 %
Efecto apalancamiento	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA

Figura 21. Comparación de la rentabilidad económica, el endeudamiento en las EF, y efecto apalancamiento.

Empresas no familiares	2011	2010	2009	2008	2007
Rent. Económica	8,157 %	6,882 %	5,691 %	6,312 %	8,464 %
Coste de capital ajeno	4,59 %	4,12 %	5,30%	8,56%	6,99%
Efecto apalancamiento	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE<CPA	RE>CPA

Figura 22. Comparación de la rentabilidad económica, el endeudamiento en las EnF, y efecto apalancamiento.

El apalancamiento financiero rompe con muchos tópicos sobre sí es positivo o negativo para la empresa endeudarse, o sobre la estructura financiera que quiera adoptar la empresa en cuanto al endeudamiento con coste.

De esta forma, podemos decir que el apalancamiento financiero es el efecto que se produce en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del uso de la deuda en su estructura de financiación. El efecto apalancamiento financiero es la hipotética ventaja que ha obtenido la empresa, sobre la rentabilidad financiera, por tener deuda (Gonzalo, 1998).

Incrementar la cantidad de deuda que presenta una empresa tiene un efecto sobre la rentabilidad de la misma, la cual depende del coste financiero de la deuda. Un incremento de la deuda repercutirá en un incremento de la rentabilidad económica siempre y cuando el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad de los negocios. Este efecto apalancamiento financiero permitirá la sustitución de financiación propia por ajena, hasta el límite que permita la garantía de la propia solvencia de la empresa. (Gonzalo, 1998).

De esta forma, si observamos los cuadros anteriores, podemos ver como las dos organizaciones, y en la mayoría de años, el efecto apalancamiento financiero que presentan las empresas es positivo. En lo referente a las empresas familiares, estas presentan un efecto apalancamiento financiero positivo durante todos los años analizados, pues el coste del capital es inferior a la rentabilidad económica obtenida. De esta forma, el conjunto de empresas familiares analizadas han obtenido rentabilidad a partir de sus deudas, obteniendo nuevos fondos que se pueden utilizar en nuevos proyectos de inversión, y que generen creación de valor en la empresa.

En relación a las empresas no familiares, estas presentan un efecto apalancamiento financiero positivo en todos los años analizados, menos en el año 2008, pues tienen un coste del capital ajeno muy superior a la rentabilidad económica. Concretamente el coste del capital es del 8%, superior en dos puntos porcentuales a la rentabilidad económica.

No obstante, en todos los casos tenemos que tener en cuenta que tener un elevado nivel de deuda comporta un mayor número de riesgos: por mucho que la empresa pueda lograr un efecto apalancamiento financiero positivo a través de la deuda ajena, en cualquier momento podría sobrevenir un efecto negativo a la palanca y que la empresa viese reducida la rentabilidad de sus activos. Es lógico que las empresas adopten un límite en la cantidad de deuda que puedan asumir, y que su gerencia gestione el endeudamiento en las decisiones del binomio rentabilidad-riesgo que puede soportar la empresa. En definitiva, el uso apropiado del endeudamiento es una vía para conseguir mejorar la rentabilidad de la empresa, la clave está en gestionar la cantidad de deuda que puede asumir la empresa, y que le repercuta positivamente en la misma.

7. Conclusiones

La finalidad de este trabajo ha sido analizar la financiación de las empresas familiares frente a las empresas no familiares. Hemos formulado tres hipótesis y tras su contraste, hemos podido concluir la existencia de características financieras que determinan el comportamiento de las EF de mayor solidez respecto a las EnF y que en general se resumen en una mayor autonomía respecto a los bancos.

Hemos comprobado que las empresas familiares tienen mayor preferencia por la autofinanciación que las empresas no familiares, llegando a ella tras un menor reparto de dividendos, característica distintiva de una empresa familiar. Este mayor conservadurismo financiero les permite mantener un menor nivel de endeudamiento. También se observa que cuando las EF tienen variaciones en el resultado del ejercicio estas se producen de forma independiente del endeudamiento. En cambio, las EnF incrementan su deuda cuando sufren una disminución en su beneficio.

Por otra parte, las EnF tienen que hacer frente a mayores costes de financiación del capital ajeno que las empresas familiares. De lo anterior se deduce que las EF presentan una estructura financiera menos dependiente de los bancos que las EnF.

Las relaciones lógicas de equilibrio para el análisis de balance han sido ilustrativas para conocer la situación de los dos grupos de empresas. Hemos podido analizar como las EF presentan mayor solvencia que las EnF con un menor ratio de endeudamiento, no obstante el valor en ambos grupos de empresas es muy elevado. Curiosamente, esta realidad no influye negativamente en la rentabilidad de las empresas analizadas, al contrario, el capital ajeno les permite aumentar la rentabilidad, dado que poseen un coste del

capital ajeno inferior a la tasa de rentabilidad económica. Lo que significa un apalancamiento financiero positivo.

El ratio de liquidez es muy parecido entre las dos muestras de empresas, pero son también las empresas familiares las que presentan mayor estabilidad para hacer frente a sus pagos a corto plazo, es decir, mayor solvencia.

Por su lado, el ratio de cobertura corrobora que las empresas familiares no presentan problemas de liquidez, ni a corto plazo ni a largo plazo, siendo el fondo de maniobra positivo. No obstante, el grupo de EnF de la muestra, aunque presenten un elevado endeudamiento y una menor solvencia, también son empresas con un elevado fondo de maniobra, por lo tanto, con un elevado ratio de cobertura.

También se observa que las EF presentan una estructura financiera menos arriesgada que la de las EnF, pues poseen un 43% de Patrimonio Neto, frente a un 37% de las EnF. No obstante, la deuda bancaria con coste es mayor en las empresas familiares. Este hecho lo analizaremos como una ventaja en épocas donde existe restricción en el crédito bancario, hecho indicativo de que disponen de una mayor disponibilidad crediticia, pues presentan mayores garantías frente a las entidades de crédito. Esta situación de ventaja también se ha visto al analizar el menor coste del capital ajeno que disfrutaban las empresas familiares.

En resumen, del análisis realizado, con las limitaciones derivadas de la muestra utilizada, se obtiene que las empresas familiares han soportado mejor la crisis durante el período de tiempo analizado (2007-2011), caracterizado por la caída de la actividad y la restricción del crédito. Las EF han mantenido mayor independencia de los bancos que las EnF, gracias a su preferencia por la autofinanciación, lo han hecho con un coste de capital ajeno y un nivel de apalancamiento financiero inferior al de las EnF, lo que sitúa a este tipo de empresas en mejores condiciones que las demás para afrontar una futura etapa de crecimiento.

Referencias bibliográficas

- AMAT, J.M. (2006) "Anàlisi per estructura de l'accionariat: l'anàlisi qualitativa de la rendibilitat de les empreses familiars". Llibre blanc de les empreses de l'Euram. Institut d'Economia i Empresa, pp. 819-848.
- BARTON, S.L.E. y MATTHEWS, C.H. (1989) "Small firm financing: implications from a strategic management perspectiva". *Journal of Small Business Management*, January, pp. 1-7.

- BLANCO, V.; DE QUEVEDO, E. y DELGADO, J.B. (2009) “La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional”. Revista Española de Financiación y Contabilidad, 141, pp. 57-73.
- CORONA, J. (2006) “Manual de la empresa familiar”. Deusto.
- CLAVER, E. (2008) “Gestión de la empresa familiar. Dirigiendo la empresa familiar. Algunas cuestiones clave”. McGraw-Hill.
- GALVE, C. y SALAS, V. (2003) “La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados”. Fundación BBVA. Atlántida Group Editor.
- GALVE, C. y SALAS, V. (2011) “¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamientos y resultados en las Empresas españolas cotizadas?”. Revista de Economía Aplicada, vol. 19 (57), pp. 5-34.
- GONZALO, J.A. (1998) “Contabilidad superior. Análisis económico-financiero y patrimonial”. Ed. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España.
- GUINJOAN, M; MURILLO, C. y PONS, J. (2004) “L’empresa familiar a Catalunya, quantificació i característiques”. CIDEM.
- LARRÁN, M.; GARCÍA-BORBOLLA, A. y GINER, Y. (2010) “Factores determinantes del racionamiento de crédito a las PYME: Un estudio empírico en Andalucía”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 16, pp. 63-82.
- MARTINS, B.M.; MARTÍNEZ J. y Coll, J. (2008) “Gestión de la empresa familiar. La creación de riqueza en las Empresas familiares. Atributos y ventajas competitivas sostenibles”. McGraw-Hill.
- MONREAL, J. y SÁNCHEZ, G. (2012) “El éxito de la Empresa Familiar”. Civitas.
- NAVARRETE, E. (2012) “Factores determinantes del comportamiento financiero de las Empresas familiares”. Tesis doctoral.
- SÁEZ, A.J. (2010) “Métodos estadísticos con R y R Commander”. Universidad de Jaén.