

FUNDACIÓ CATALANA
D'ANALISTES FINANCERS



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS FINANCIEROS
DELEGACIÓ PER A CATALUNYA

Passeig de Gràcia, 19 • 08007 Barcelona
Tel: (+34) 93 401 35 43 • Fax: (+34) 93 401 36 25
www.ieaf.es

Estructura financiera de las empresas familiares en España

Nuevos instrumentos para la gestión financiera y de los riesgos operativos

FUNDACIÓ CATALANA
D'ANALISTES FINANCERS



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS FINANCIEROS
DELEGACIÓ PER A CATALUNYA

Estructura financiera de las empresas familiares en España

Nuevos instrumentos para la gestión financiera y de los riesgos operativos

Patrocinado por:



FUNDACIÓ CATALANA
D'ANALISTES FINANCERS



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS FINANCIEROS
DELEGACIÓ PER A CATALUNYA

Equipo de trabajo

Director del estudio

Juan Corona - Catedrático de Economía Aplicada y Rector Honorario de la Universitat Abat Oliba CEU. Director Académico del Instituto de la Empresa Familiar

Redactores

Cristina Badia - Directora Adjunta de la Cátedra de Empresa Familiar de la Universitat Abat Oliba CEU. Secretaria del Área de Empresa Familiar de la Escuela de Negocios CEU

Toni Bosch - Miembro de la junta directiva de la Delegación Catalana del Instituto Español de Analistas Financieros

Jesús Hernando - Associate del Departamento de Corporate Finance de Grupo Financiero Riva y García

Susana Menéndez - Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Directora de la Cátedra de Empresa Familiar de la Universidad de Oviedo



Como Presidente de la Fundació Catalana d'Analistes Financers, me complace presentar este nuevo trabajo de investigación, que lleva por título **“Estructura financiera de las empresas familiares en España: Nuevos instrumentos para la gestión financiera y de los riesgos operativos”**, dando respuesta de este modo a uno de los principales objetivos de la Fundació, esto es, colaborar en el desarrollo de la investigación, la formación, la opinión y la divulgación independientes sobre los mercados financieros y bursátiles, a fin de contribuir a una mayor eficiencia de dichos mercados y de la economía en general.

El estudio que se presenta a continuación tiene por objetivo identificar carencias y/o ineficiencias que pueden tener las empresas familiares en la determinación de su estructura financiera óptima, a fin de poder alcanzar las metas empresariales definidas.

Desde la vocación de la Fundació por difundir la cultura financiera en todos los ámbitos de nuestra economía, reduciendo en la medida de lo posible el “gap” entre el *concepto* y la *utilidad* de las finanzas, entendemos que este trabajo reúne los condicionantes necesarios para alcanzar dicho objetivo, pues establece un ámbito concreto de análisis, define un marco conceptual como punto de partida y lo compara empíricamente después con una muestra lo suficientemente representativa del segmento empresarial objeto de estudio. Por último, y una vez delimitadas e identificadas algunas ineficiencias del sector crediticio y, en términos generales, del sector financiero, el estudio propone nuevas medidas e instrumentos para poderlas gestionar.

Noviembre 2005

Xavier Adserà i Gebellí

Presidente de la Fundació Catalana d'Analistes Financers



Índice

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Abstract | 9 |
| 1. Introducción | 11 |
| 2. Concepto y retos de las empresas familiares | 15 |
| 2.1. Fortalezas de las empresas familiares | 18 |
| 2.2. Debilidades de las empresas familiares | 19 |
| 2.3. Retos de las empresas familiares | 20 |
| 2.3.1. El crecimiento de las empresas familiares | |
| 3. Estructura financiera de la empresa familiar | 27 |
| 3.1. Tipos de financiación: perspectiva de la empresa familiar | 28 |
| 3.2. La estructura financiera como equilibrio entre ventajas fiscales y costes de quiebra (<i>Trade-off</i>) | 31 |
| 3.2.1. Apalancamiento financiero y ahorro fiscal de la deuda | |
| 3.2.2. Costes de bancarrota | |
| 3.2.3. Riesgo de impago y modelos de medición | |
| 3.2.4. La decisión de financiación como <i>trade-off</i> entre las ventajas fiscales de la deuda y los costes de bancarrota | |
| 3.3. Jerarquía de preferencias en la decisión de financiación | 43 |
| 3.4. Restricciones financieras | 46 |
| 4. Las empresas familiares en España: estructura de capital y características | 49 |
| 4.1. Características de la estructura de capital de las empresas familiares vs las no familiares | 56 |
| 4.2. Determinantes de la estructura de capital: empresas familiares vs no familiares en España | 64 |
| 4.2.1. Determinantes del acceso a financiación bancaria: estimación en dos etapas | |
| 4.2.2. Determinantes del endeudamiento de las empresas: estimación con panel de datos | |
| 5. Conclusiones | 75 |
| 6. Propuestas de medidas y nuevos instrumentos | 79 |
| 6.1. Mercado organizado de CDS / CDO | 82 |
| 6.1.1. Introducción a los derivados de crédito | |
| 6.1.2. Desarrollo del mercado organizado de CDS / CDO | |
| 6.1.2.1. Calificación crediticia y certificación financiera | |
| 6.1.2.2. Utilidad del CDO crédito comercial en la gestión / diversificación del riesgo | |
| 6.1.3. Efectos del mercado organizado de CDS en el sector crediticio | |
| 6.2. Emisión de deuda corporativa a través de un <i>pool</i> (emisor) | 95 |
| 6.2.1. CDS sobre activos del <i>pool</i> | |
| 6.2.2. Arbitraje. Mecanismo de ajuste | |
| 6.2.3. Futuros y opciones sobre activos <i>pool</i> nacionales | |
| 6.3. Eficiencias aportadas al sistema con los nuevos instrumentos | 100 |
| 6.3.1. Mejora del apalancamiento financiero (umbral) | |
| 6.3.2. Reducción de los colaterales | |
| 6.3.3. Efectos sinérgicos y economías de escala en el sector crediticio | |
| 6.3.4. Reducción del riesgo sistemático | |
| 6.3.5. Ajuste del desequilibrio inicial | |
| Bibliografía | 105 |



Abstract

El objetivo de este proyecto es analizar la estructura de capital y la decisión de endeudamiento de las empresas familiares en España, cuestiones clave en el crecimiento de las empresas y uno de los grandes retos de las empresas familiares, a la vez que examinar si existen diferencias relevantes respecto a las empresas no familiares.

La motivación para llevar a cabo este estudio es doble. De un lado, la diferente estructura de propiedad y gobierno de las empresas familiares respecto a otro tipo de empresas, al haber un grupo familiar dominante en la propiedad, en el Consejo de Administración e incluso en la gestión. De otro lado, motiva este trabajo la relevancia económica que tienen las empresas familiares como generadoras de empleo y riqueza, ya que representan el conjunto de empresas más numeroso y que más parte del empleo y del PIB generan. Pero precisamente las características propias de las empresas familiares pueden suponer límites a su capacidad de financiación y crecimiento, condicionando su competitividad.

En este trabajo, partiendo de los datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales para el periodo 1997-2002, además de describir y comparar la estructura financiera de las empresas familiares y no familiares, nos detenemos en el análisis de los determinantes de las decisiones de financiación y crecimiento de las empresas familiares, con el fin de extraer conclusiones y recomendaciones en relación con estos aspectos.

1. Introducción



A pesar de la falta de estadísticas oficiales, es innegable que las empresas familiares constituyen la base sobre la que se asienta el tejido empresarial de la gran mayoría de economías del mundo. Todas las estimaciones disponibles coinciden en lo esencial: la mayoría de las empresas privadas son familiares y su peso macroeconómico está en consonancia con su número.

En España existen más de un millón y medio de empresas familiares, que dan empleo a más de ocho millones de trabajadores, lo que supone más del 80% del empleo privado. Suponen el 70% del total de las empresas existentes en nuestro país, siendo responsables de un 65% del PIB nacional y del 60% de las exportaciones (Instituto de la Empresa Familiar, 2002).

Del total de empresas existentes, un 56% puede catalogarse sin duda de PYMES familiares. En este sentido, merece la pena subrayar que, por término medio, el 73% de las PYMES y el 83% de las PYMES familiares tienen menos de 20 trabajadores. Por el contrario, sólo un 25% de las empresas con más de 100 empleados son familiares (Instituto de la Empresa Familiar, 2002).

La financiación empresarial en forma de recursos propios o ajenos implica diferencias tanto en las contrapartidas financieras que genera como en los derechos de quienes las aportan a decidir sobre la marcha de la empresa. La financiación no es una mera cuestión de recursos monetarios para los proyectos de inversión, sino la distribución de derechos políticos dentro de lo que se ha llamado genéricamente “gobierno empresarial”.

Las características de las empresas familiares, en principio, pueden convertirse en variables relevantes en lo relativo a su política financiera. De hecho, la dimensión empresarial va estrechamente ligada al desarrollo de las políticas de financiación y, en consecuencia, resulta fundamental no sólo para las propias empresas, sino también en términos macroeconómicos.

Obviamente, y una vez justificada la importancia a todos los efectos de las empresas familiares en España, es esencial plantearse hasta qué punto los problemas derivados de su estructura financiera son relevantes desde el punto de vista de la economía nacional.

En este sentido es obligado iniciar el análisis por el desarrollo del concepto de empresa familiar, particularizando las fortalezas y debilidades que presentan con respecto a las empresas no familiares, y planteando los principales retos a los que se enfrentan en un futuro inmediato.

De la consideración de estos retos se desprende que buena parte de ellos presentan una correlación muy directa con la capacidad financiera de la empresa. Así, la profesionalización, la internacionalización, la inversión en I+D+i y, en definitiva, la propia dimensión empresarial, son factores esenciales de cara a asegurar la supervivencia y la competitividad de nuestras empresas familiares. Y todos ellos dependen en buena medida de la capacidad y decisiones de financiación.

El conjunto de recursos que se utilizan para cubrir las necesidades de financiación de la empresa configura su estructura financiera. Por ello, consideramos necesario presentar en primer término, de forma necesariamente resumida, los principales tipos de financiación, continuando con el análisis de la estructura financiera y examinando si los determinantes de las decisiones financieras difieren para las empresas familiares y condicionan de manera diferente su crecimiento. A partir de dichas consideraciones puede valorarse el impacto de la política financiera sobre el funcionamiento de la empresa.

Dada la complejidad y amplitud de las cuestiones a analizar, consideramos que es preciso validar la hipótesis que establece la existencia de estructuras financieras diferentes entre las empresas familiares y las no familiares, antes de emprender investigaciones más ambiciosas.

Por este motivo, proponemos en el siguiente estudio una primera aproximación comparativa a la estructura financiera de las empresas familiares españolas versus las no familiares. El objetivo básico es obtener evidencia empírica que refuerce una serie de ideas cualitativas que caracterizan a las empresas familiares y que pueden estar en el origen de algunas de las disfunciones que presenta dicho sector.

En concreto, se trata de analizar si las empresas familiares tienen estructuras de capital diferentes a las no familiares y cuáles son los factores determinantes, tomando como base de datos la Encuesta sobre Estrategias Empresariales para las empresas industriales españolas en el período 1997-2002. La Encuesta sobre Estrategias Empresariales es una encuesta anual patrocinada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología y dirigida a una muestra representativa de las empresas industriales españolas, tanto grandes como también de pequeño y mediano tamaño, que recoge información sobre la estrategia de las empresas y sus datos financieros (<http://www.funep.es/esec/esec1.asp>).

2. Concepto y retos de las empresas familiares



A pesar de que el concepto de empresa familiar se ha convertido en un elemento abundantemente utilizado en el análisis económico de la actividad productiva, no sólo no existe una definición legal de la misma a nivel internacional, sino que tampoco se ha llegado a un consenso académico sobre ésta.

En una primera aproximación, Shanker y Astrachan (1996) proponen una definición tridimensional de la empresa familiar:

- ▶ En sentido amplio, la empresa familiar ejerce un control efectivo desde la dirección estratégica, con el objetivo de que la familia no pierda su posición dominante como propietaria, aunque apenas participe en la gestión directa.
- ▶ En sentido intermedio, se identifica con una empresa dirigida por el fundador o sus herederos, ejerciendo un control legal de las acciones con voto, y donde la familia tiene cierta participación en la gestión.
- ▶ En sentido restrictivo, se plantea una empresa con gran participación de múltiples generaciones familiares, involucradas en la dirección y en la propiedad, donde varios familiares tienen importantes responsabilidades de gestión.

A modo de ejemplo, recogemos diversas definiciones de empresa familiar, debidas a reputados autores en la materia:

- ▶ Es una empresa en la cual los fundadores y sus herederos han contratado a gestores profesionales, pero siguen siendo accionistas decisivos, ocupando cargos ejecutivos de dirección y ejerciendo una influencia decisiva sobre la política de empresa (Church, 1996).
- ▶ Es aquella en la cual la propiedad y las decisiones están dominadas por los miembros de un “grupo de afinidad afectiva” (Casrud, 1994).
- ▶ Una empresa en la cual los miembros de la familia tienen control legal sobre la propiedad (Lansberg, Perrow y Roglosky, 1988).
- ▶ La propiedad de control está atribuida a algún miembro o miembros de una única familia (Barnes y Hershon, 1976).
- ▶ Una empresa en la que una familia posee la mayoría del capital y tiene control total. Los miembros de la familia también forman parte de la

dirección y toman las decisiones más importantes (Gallo y Sveen, 1991).

- ▶ La empresa que será transferida a la siguiente generación de la familia para que la dirija o la controle (Ward, 1994).
- ▶ Aquella en que la propiedad y la gestión están concentradas dentro de una unidad familiar, en tanto en cuanto sus miembros luchan por obtener, mantener o incrementar la conexión intraorganizacional basada en la familia (Litz, 1995).

A nivel legal, la definición de empresa familiar también brilla por su ausencia, aunque podemos hacer una referencia interesante para nuestro entorno empresarial: la existencia de una definición a efectos tributarios, contemplada en la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio Neto y por extensión en la del Impuesto sobre Sucesiones.

Es evidente que, en cualquier caso, es necesario que hasta cierto punto la propiedad esté en manos de una familia o grupo familiar, aunque no hay frontera definida para determinar cuál es el porcentaje mínimo necesario. Sí que es necesario que dicho porcentaje le permita el control de la empresa, es decir, que posea la facultad de designar los órganos de gobierno (sean familiares o no) y que tenga poder suficiente para nombrar al máximo ejecutivo de la compañía y fijar su estrategia empresarial.

A nivel internacional, y tal y como se recoge en la experiencia de los distintos capítulos nacionales de *Family Business Network*, se entiende que una empresa familiar es aquella en la que al menos una persona del grupo familiar puede ejercer control sobre la empresa. Dicho control se manifiesta en su capacidad para nombrar al CEO (*chief executive officer*) o ejecutivo número uno en la empresa.

Sin embargo, es evidente que esta definición no tiene en cuenta los factores de tipo cualitativo que dotan a la empresa de un carácter verdaderamente familiar, por lo que, a modo de recopilación, propondríamos una definición omnicomprendensiva que trata de resumir los distintos elementos contemplados en la mayoría de definiciones: empresa familiar es aquella en la que un grupo familiar está en condiciones de designar al máximo ejecutivo de la compañía, de fijar la estrategia empresarial de la misma y todo ello con el objetivo de continuidad generacional, basado en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad y la gestión en la familia.



Las empresas familiares son un pilar fundamental de la economía de los países desarrollados ya que representan una parte mayoritaria del empresariado y consiguen generar la mayor parte del empleo y la riqueza atribuible a las empresas. Al mismo tiempo, el carácter de empresa familiar les dota de unas características de estructura de propiedad y gestión que les son propias, en el sentido de una mayor vinculación de los familiares propietarios con la empresa y su futuro.

Dada sus peculiaridades, dichas empresas presentan una serie de fortalezas y debilidades de gran relevancia si las comparamos con las empresas no familiares.

2.1. Fortalezas de las empresas familiares

- a) La **visión a largo plazo**: frente a las compañías públicas cotizadas en mercados de capitales, que se encuentran sometidas a un control muy estricto de resultados a corto plazo por parte de sus accionistas, las empresas familiares pueden desarrollar proyectos a largo plazo no condicionados por los vaivenes coyunturales, dotándose en consecuencia de proyectos más sólidos, fundamentados en sus ventajas a largo plazo. En definitiva, los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias no se encuentran tan mediatizados por la necesidad de ofrecer una imagen adecuada frente a los accionistas y, en general, frente a terceros.
- b) La concentración de la propiedad presenta también ventajas, en relación a la capacidad de una **adopción rápida de decisiones**, evitando los procesos formales propios de las grandes corporaciones, con todos sus costes asociados en términos de tiempo y operatividad. Por otro lado, la **proximidad entre la propiedad y la gerencia** de la empresa permite evitar los costes que resultan de la distancia psicológica y de intereses que se puede producir entre los propietarios y los gestores de una empresa. Simultáneamente, las estructuras internas en este tipo de empresas tienden a estar más próximas a la **flexibilidad organizativa** que a la burocracia de muchas otras empresas. En el caso de los accionistas familiares que trabajan en la empresa, existen factores adicionales a la remuneración que les incentivan a llevar a cabo una **gestión especialmente dedicada y eficiente**.
- c) Los principios básicos y las líneas estratégicas fundamentales que definen la cultura de empresa tienden a ser mucho más **estables**

que en otras empresas, al no estar sujetas a continuos cambios en la gestión. Ello supone primar la **calidad** como enfoque estratégico, lo que se plasma en una mejor oferta de bienes y servicios y en la consolidación en el mercado de una imagen de “marca de calidad” que suele acompañar a las empresas familiares.

Para explotar al máximo estas ventajas competitivas es necesario que las empresas familiares sean capaces de sacar el máximo partido de todos aquellos elementos en los que su situación les permite competir ventajosamente con las empresas no familiares. Ello implica entre otras cuestiones: potenciar el sentido de responsabilidad social de la empresa, vincular el buen nombre de la familia a la calidad empresarial, introducir normas equitativas en el trato a los empleados no familiares, la adaptación a los sistemas productivos y a un entorno empresarial cambiante, el diseño de planes estratégicos a largo plazo y la conservación y transmisión hacia las futuras generaciones del espíritu emprendedor e innovador.

2.2. Debilidades de las empresas familiares

- a) Indudablemente el principal inconveniente de las empresas familiares reside en la dificultad de garantizar su **continuidad** a lo largo de las distintas generaciones. Es de sobras conocida la estadística que señala que sólo un 30% de las empresas familiares consiguen mantener su carácter en una segunda generación, y menos del 15% logran alcanzar la tercera. Con toda rotundidad puede afirmarse que este es el tema más analizado por parte de la doctrina y que más preocupa a la mayoría de empresarios familiares (Aronoff, Astrachan y Ward, 2002).
- b) Otra cuestión largamente debatida reside en la aparente incompatibilidad existente entre el **crecimiento** y la capitalización de la empresa y el mantenimiento del control de la misma por parte de la familia. En este sentido las posibilidades de llevar adelante proyectos interesantes relativos a la **internacionalización** o a la **inversión en I+D+i** pueden verse condicionados en el caso de que sea necesaria una fuerte entrada de capital externo para impulsarlos, ante la prioridad habitual por parte de la familia de mantener el control en la empresa.



- c) Desde otro punto de vista, la existencia de relaciones familiares entre las personas que son propietarias y que dirigen la empresa, al margen de los aspectos positivos que comentábamos en el apartado anterior, puede presentar problemas importantes si se generan **conflictos en la familia**, que más pronto o más tarde acabarán repercutiendo en la empresa. Cuestiones tales como el relevo generacional, los conflictos entre accionistas activos y pasivos, y los derivados de las luchas por el liderazgo pueden comprometer seriamente el futuro de la empresa.
- d) Igualmente, los factores positivos a los que aludíamos relacionados con la vinculación entre el apellido familiar y la empresa, o a la existencia de una gran estabilidad en la línea estratégica de la misma, si no se gestionan con la suficiente flexibilidad pueden convertirse en inconvenientes que lleven a la empresa a un exceso de **visión hacia el pasado**, manteniendo prácticas obsoletas, resistiéndose a las innovaciones y evitando la renovación de personal, lo que puede conducir a una empresa **poco profesionalizada** y poco adaptada a los tiempos.

No es difícil advertir que en realidad las fortalezas y las debilidades propias de las empresas familiares están íntimamente relacionadas. En otras palabras, que cada una de sus características puede ser positiva o negativa para la empresa en función de la capacidad de la familia para orientarla adecuadamente. Así, la tradición, que puede verse como un factor de estabilidad y de seguridad, si no se instrumenta adecuadamente puede convertirse en un factor de inmovilidad y de obsolescencia para la empresa.

En definitiva, lo que diferencia a una empresa familiar de una que no lo es, es la existencia de una serie de factores específicos que en sí pueden ser positivos o negativos para la empresa. La clave no reside en su carácter de familiar, sino en la capacidad que tenga dicha familia para explotar adecuadamente las vertientes positivas de sus características y para minimizar los efectos negativos que tengan las mismas.

2.3. Los retos de las empresas familiares

Las empresas familiares pueden considerarse, desde el punto de vista

microeconómico, como unidades de producción concretas o, desde el punto de vista macroeconómico, como la parte mayoritaria del sector empresarial y productivo de un país. Desde este punto de vista, y en términos genéricos, la empresa familiar debería orientarse a la consecución de dos objetivos básicos. Como empresa, su finalidad esencial debe ser la eficiencia en el desarrollo y la gestión de sus negocios, hecho que nos conduce directamente a la toma de decisiones que mejoren su nivel de competitividad. Desde el punto de vista de la familia, la tradición y la armonía deben presidir sus actuaciones, orientadas fundamentalmente hacia la continuidad de la empresa familiar.

En un ámbito más concreto podemos reseñar que, a partir de los principios anteriores, los principales retos de las empresas familiares son:

- a) Garantizar la **continuidad** de la empresa familiar, lo que implica ser capaces de superar los complejos momentos de las transiciones generacionales (particularmente los cambios entre la primera y la segunda y entre la segunda y la tercera generación), manteniendo la armonía familiar frente a un entorno caracterizado por grupos integrados cada vez por más personas y con lazos familiares más lejanos.
- b) **Dimensión** empresarial. La actual estructura de los mercados, así como los avances tecnológicos, la ingeniería financiera y los nuevos modelos de gestión tienden a identificar el tamaño mínimo que debe tener una empresa para ser eficiente en su actividad dentro del sector que le es propio y del mercado o mercados en los cuales puede desarrollar sus actividades. Generalizando, puede afirmarse que las empresas familiares suelen tener una dimensión bastante reducida, lo que las sitúa en una situación competitiva desfavorable en la actual coyuntura económica, por lo que el crecimiento debe considerarse como un objetivo prioritario para estas empresas.
- c) **Profesionalización**. Como consecuencia de la complejidad cada vez más elevada de los procesos de producción y de gestión de las empresas, resulta recomendable incrementar paulatinamente el grado de profesionalización de las empresas familiares, integrando a profesionales de máximo nivel en los puestos de dirección y gestión más relevantes de la empresa. Por otro lado, a medida que transcurren las generaciones y se incrementa el número de accionistas familiares, la profesionalización se convierte en un instrumento



importante para evitar que conflictos potenciales entre miembros de la familia generen un impacto negativo sobre la empresa.

- d) **Innovación tecnológica e industrial.** Las empresas familiares disponen de opciones interesantes de cara a su futuro, en la medida en que ofrezcan productos que se distingan por su singularidad o por su especial calidad dentro del mercado. Para conseguirlo resulta esencial hacer un esfuerzo importante en materia de inversión en I+D+i. Las cifras disponibles demuestran que en general el esfuerzo inversor en estas partidas de nuestras empresas familiares se encuentra en la banda baja de los países de la OCDE, por lo que se trata de uno de los factores relativos de competencia en los cuales es más urgente introducir mejoras sustanciales para aproximarse a los standards internacionales.
- e) **Internacionalización.** Si bien es cierto que las empresas familiares son muy dinámicas en lo que se refiere a su actividad exportadora, representando un porcentaje mayoritario sobre dicha cifra de ventas, por el contrario se detecta también una cierta aversión a la implantación de sus actividades productivas en el extranjero. En este sentido, puede apreciarse que empresas con una capacidad tecnológica, financiera y comercial muy elevada no asumen el reto de la internacionalización que, en última instancia, se convierte en el factor diferencial de aquellas economías verdaderamente dominantes en el entorno internacional.

Si tenemos en cuenta que la internacionalización, en lo que representa como inversión y ampliación de mercados, y la capacidad innovadora directamente relacionada con la inversión en I+D+i, dependen en buena medida del tamaño de la empresa, parece lógico plantearse si la actual dimensión de nuestras empresas familiares es la adecuada para competir favorablemente en un mercado globalizado.

2.3.1. El crecimiento de las empresas familiares

Si bien es cierto que la dimensión empresarial en el conjunto de países desarrollados parece seguir pautas muy semejantes, un análisis más detallado nos permite detectar diferencias sustanciales. En el ámbito del empleo, la

caracterización por zonas ofrece resultados muy interesantes. Así, la tipología de empresas dominante en la Unión Europea está constituida por las microempresas, que generan un 32% del total de la ocupación (en España dicho porcentaje se incrementa hasta el 43,2%). Por el contrario, en Japón son las empresas de entre 20 y 100 trabajadores las que generan un mayor empleo conjunto, alcanzando un 48,9%. Por su parte, en Estados Unidos son las grandes empresas de más de 500 trabajadores las que ocupan el primer lugar, representando un 42,7% del total del empleo (Instituto de la Empresa Familiar, 2002).

Otro dato muy significativo es que, manteniendo un volumen de empleo parecido (93,4 millones de personas en Estados Unidos y 94,6 millones en la Unión Europea), en el primero se contabilizan poco más de 5 millones de empresas, frente a los 15,7 millones en el conjunto de países de la Unión Europea, cifras que ratifican las diferencias anotadas en el párrafo anterior.

En este contexto, España se encuentra en el extremo inferior de la realidad Europea. Tomando como referencia los 200 mayores grupos empresariales europeos, España sólo representa el 2,5% en cuanto a número de empresas y el 2,2% en cuanto a facturación. Es del todo evidente que para superar esta situación se requiere mejorar sustancialmente la capacidad de crecimiento, en todos los sentidos, de nuestras empresas familiares. Desde este punto de vista, el acceso a nuevos recursos financieros pasa a constituirse como variable estratégica clave en el futuro de nuestro sector empresarial.

Así, en la práctica totalidad de los países del área de la OCDE, el número de pequeñas y medianas empresas supera el 99% del total. Claro que este dato no aporta demasiada información cuando tenemos en cuenta que en dicha coctelera agrupamos a microempresas (hasta diez trabajadores), pequeñas (10 a 100), medianas (100 a 500) y grandes empresas (500 o más). Sin embargo, al mismo tiempo, se observa cómo en Estados Unidos el porcentaje de empresas que cuentan con más de 500 trabajadores es 3,7 veces superior al de España, donde estas empresas representan tan sólo el 0,07% del total.

La evidencia empírica disponible demuestra que, particularmente en el caso de las empresas pequeñas y medianas, los problemas de la falta de capital para financiar el crecimiento provienen principalmente de la insuficiencia de fondos propios, las dificultades para acudir a financiación

ajena (el coeficiente de recursos ajenos/propios que es el 83% en empresas con más de 500 trabajadores, es sólo del 51% en empresas de menos de 100 trabajadores); la mayor dependencia bancaria (la relación fondos ajenos bancarios/totales es del 61% para empresas con más de 500 trabajadores, elevándose al 80% para las de menos de 100); un difícil acceso a la financiación a largo plazo, un mayor coste financiero y una menor capacidad de negociación para pactar las condiciones de financiación (Instituto de la Empresa Familiar, 2002).

En definitiva, el tamaño excesivamente reducido de las empresas españolas dificulta su crecimiento y expansión internacional, por lo que resulta necesario investigar las causas de este fenómeno, con el fin de diseñar medidas de política económica orientadas a su superación.

Precisamente en este ámbito se plantea una de las grandes paradojas de las empresas familiares: cómo crecer para ser competitivas, sin renunciar por ello a su carácter de familiar. La aversión por parte de estas compañías a cotizar en los mercados de capitales, las limitaciones derivadas de la financiación bancaria y el deseo de seguir desarrollando su gobierno nos sitúa frente a un escenario que requiere de soluciones menos tradicionales, capaces de compaginar el difícil binomio crecimiento-gobierno familiar.

La literatura financiera aporta desarrollos teóricos y estudios empíricos que, a partir de los trabajos pioneros de Miller y Modigliani (1958), buscan identificar las proporciones óptimas de capital versus deuda. En gran parte de los estudios empíricos se ha procedido a identificar una realidad que, por un lado, suele verse desviada por una mayor participación de las empresas de gran tamaño y, por el otro, en pocas situaciones ha profundizado en la idiosincrasia de la mediana empresa familiar.

El principal punto a destacar es la oposición que el conjunto de empresas españolas ha mostrado, por cultura empresarial, hacia la financiación con deuda. Este hecho, unido a unos excesivos costes de endeudamiento que ha tenido la empresa de menor tamaño (debido a la rigidez de los mercados financieros y al sistema bancario español), favorece el *a priori* de que la empresa mediana mantenga una excesiva proporción de capital propio vs. deuda. No obstante, si bien a lo largo de la historia las condiciones económico-financieras no favorecían un cambio en este tipo de prácticas, los hechos más recientes (una única Unión Europea, la unión de los mercados

de capitales en 2003 y financieros en 2005) justifican un cambio.

Nuestro propósito, mediante este estudio, es centrarnos en identificar y analizar las estructuras financieras de las empresas familiares versus las empresas no familiares, para poder realizar un diagnóstico adecuado que sirva de marco para el cambio que el tejido empresarial español tiene la posibilidad de acometer. Por otra parte, este estudio podría ser una herramienta para el sector bancario (en especial el español), dado que, en una transformación de las estructuras de pasivo del tipo que se pretende, el papel de las entidades bancarias es crucial, además de permitir nuevas sinergias y oportunidades de negocio.

3. Estructura financiera de la empresa familiar



Una vez presentada la singularidad y relevancia de las empresas familiares, así como en particular sus limitaciones al crecimiento, nos detenemos en este apartado en el concepto de estructura financiera o de capital.

Se entiende por estructura financiera el conjunto de recursos que se utilizan para cubrir las necesidades de financiación de una compañía. Las empresas tienen dos instrumentos básicos de financiación para sus actividades y nuevos proyectos: recursos propios y deuda. A la combinación de ambos se le denomina “estructura financiera”.

A mayor nivel de deuda, mayor puede ser la rentabilidad esperada por los accionistas, pero también mayor el riesgo de su inversión en la empresa. Por ello, ya que se trata de una decisión de riesgo¹, debe ser adoptada al más alto nivel, puesto que no sólo afecta de una forma directa a la cuenta de resultados, por la incorporación de gastos financieros, y a la política de dividendos, ya que la determina, sino que también influye sobre el valor de la empresa por los ahorros fiscales y costes de bancarrota que implica, como se verá más adelante. De ahí la necesidad de conocer las implicaciones de esta política, para poder gestionar la compañía, teniendo en cuenta los impactos sobre la creación de valor.

3.1. Tipos de financiación: perspectiva de la empresa familiar

Como ya se ha dicho, existen dos instrumentos básicos en la determinación de la estructura financiera: recursos propios y deuda. Los recursos propios perciben los *cash-flows* residuales después de haber satisfecho todas las demás obligaciones financieras de la compañía, por lo que su retribución es variable y depende de la evolución de las actividades de la compañía. Por el contrario, la deuda es retribuida de una forma conocida *a priori*, es decir, tiene un coste explícito según un contrato previamente establecido e independiente de la marcha de la compañía. Otro punto a tener en cuenta es la exigibilidad de la deuda, que se sitúa por encima de la del capital, algo que se hace especialmente patente en caso de liquidación. Como se explica posteriormente, el impacto que tiene la estructura financiera sobre la valoración de una compañía es la existencia de una asimetría fiscal entre la deuda y el capital, debido a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros.

Existen diferentes instrumentos para cada una de las alternativas. A continuación se exponen brevemente los principales, con especial atención a la perspectiva de las empresas familiares.

Capital

Los fondos aportados por accionistas privados, tanto en la fundación de una empresa como en posteriores ampliaciones de capital, suponen la forma de financiación básica para cualquier compañía. Los beneficiarios del capital tienen derecho a suscribir las ampliaciones de capital, así como todo tipo de emisiones, además de recibir el dividendo.

Por lo que se refiere a las empresas familiares, hay que tener en cuenta las limitaciones que pueden tener para llevar a cabo ampliaciones de capital, en la medida en que el grupo familiar ya tenga su patrimonio invertido en la empresa y, por tanto, no disponga de fondos adicionales, así como por su reticencia a dar entrada a nuevos socios en el capital, dado su interés por mantener el control de la empresa. En tal caso, la financiación propia tendrá en la retención de beneficios su principal apoyo, esto es, en la reinversión de los beneficios. No obstante, es necesario tener en cuenta que la existencia de accionistas “pasivos”, sobre todo a partir de los consorcios de primos en las empresas familiares, aumenta las exigencias de los socios por el reparto de dividendos y, por tanto, limitan las posibilidades de autofinanciación.

El objetivo de control de la empresa y las exigencias de reparto de dividendos con el paso de las generaciones de propietarios hace que la emisión de acciones sin derecho a voto sea una alternativa a considerar, en particular para las empresas familiares (ver ley 7/2003 de Sociedades de Responsabilidad Limitada, Nueva Empresa).

Para empresas familiares de gran tamaño, la salida a bolsa es una posibilidad para financiar y acometer el crecimiento de la empresa, disminuyendo las restricciones de acceso a fuentes de financiación externas, aumentando la liquidez del capital e incrementando la transparencia de información frente a terceros, aunque con el consiguiente cambio en el gobierno corporativo que implicará la entrada de nuevos socios y la proliferación de accionistas minoritarios.



Deuda convertible. Bonos y obligaciones

Dentro de los instrumentos que podríamos considerar híbridos entre capital y deuda están los bonos convertibles. Como su nombre indica, estos bonos pueden ser convertidos en un determinado número de acciones de una sociedad, en función de la evolución de la acción y del precio al que se haya fijado el ratio de conversión.

Además, las compañías de un tamaño mayor pueden acceder al mercado financiero directamente emitiendo empréstitos (bonos y obligaciones). El plazo al que se emiten los bonos suele ser más ventajoso que el de la deuda bancaria, si bien el riesgo de impago asumido por los obligacionistas y los costes fijos que supone una emisión hacen que sólo sea interesante en caso que la cantidad a emitir sea muy elevada y la empresa suficientemente conocida por los inversores.

Deuda bancaria a largo plazo. Leasing y renting

Los préstamos bancarios son la fórmula más utilizada por las compañías, puesto que permiten solicitar cantidades más pequeñas frente a los bonos. Asimismo, si la compañía no es bien conocida por el mercado, es la opción más asequible de financiación externa, ya que utiliza un intermediario financiero, como es la entidad bancaria, para acceder al ahorro del público.

La asimetría de información entre entidades financieras y empresas puede sin embargo limitar el acceso de las empresas de menor dimensión a la financiación bancaria, haciendo que deban dirigirse a otras alternativas como el leasing o el renting, que también tienen atractivo fiscal.

Capital riesgo

En ocasiones, el riesgo de los procesos de crecimiento de una compañía hace difícil que una entidad financiera pueda asumir dicho riesgo concediendo financiación. En tal caso, el capital riesgo, esto es, la participación temporal en los fondos propios de la empresa por parte de entidades o fondos de capital riesgo, puede ser una alternativa a considerar por las empresas que tengan expectativas de rentabilidad elevadas. No obstante, a menos que el potencial de rentabilidad de la empresa sea elevado, no podrá afrontar el proceso de desinversión y remuneración que

conlleve esta forma de financiación.

Otras alternativas que están al alcance de más empresas, con independencia de su tamaño, son las solicitudes de aval para acudir a financiación bancaria a las sociedades de garantía recíproca y los préstamos participativos (préstamos con interés variable en función de los resultados empresariales).

Financiación ajena a corto plazo

La financiación a corto plazo hace referencia a la financiación ajena que la compañía ha de devolver en un periodo de tiempo reducido, diseñada en forma de préstamos bancarios, *factoring*, descuento de efectos comerciales, o la gran alternativa para la mayoría de las empresas, que es la financiación de los proveedores, al permitir aplazamientos en el pago, de acuerdo con los usos comerciales típicos en cada caso.

3.2. La estructura financiera como equilibrio entre ventajas fiscales y costes de quiebra (*Trade-off*)

Conocer las diferentes alternativas de financiación no es suficiente para tomar las decisiones financieras en la empresa, siendo necesario detenerse en el análisis de la relación que han de guardar fondos propios y ajenos, o estructura financiera.

3.2.1. Apalancamiento financiero y ahorro fiscal de la deuda

Aumentar el endeudamiento en una compañía permite un efecto apalancamiento que aumenta linealmente la rentabilidad de los recursos propios si el rendimiento que se obtiene de la actividad es superior al coste de los recursos ajenos. De este modo, la deuda actúa de palanca, potenciado la rentabilidad. Sin embargo, este efecto positivo no es gratuito y su contrapartida radica en el aumento de la incertidumbre asociada a las rentabilidades, que crece de forma lineal con el endeudamiento.

La teoría financiera tiene en Miller y Modigliani (1958) la primera aportación al estudio de la estructura financiera o estructura de capital y su

influencia sobre el objetivo de creación de valor en la empresa. Partiendo del supuesto teórico de mercados de capitales perfectos, en su proposición I Miller y Modigliani sostenían que el valor de una empresa está determinado por el rendimiento de explotación de sus activos y no puede añadirse o sustraerse valor a ésta por el hecho de que se reparta de una u otra forma entre los accionistas y los acreedores. De esta forma, se deduce que las decisiones de inversión y de financiación deben ser tratadas de forma independiente, y que son las primeras las que influyen sobre el valor de la empresa. En este contexto de mercados de capitales perfectos, se demuestra que el valor de una compañía no depende de su estructura financiera, ya que un aumento proporcional de la deuda no permite una reducción del coste medio de los recursos, puesto que el coste de los recursos propios crece con el endeudamiento, con lo que el coste promedio ponderado del capital (WACC) permanece constante y, en consecuencia, el efecto es nulo.

La teoría básica de Miller y Modigliani se basa en un mercado perfecto en el que se dan circunstancias como la inexistencia de costes de información, de costes de transacción y de impuestos y donde se espera una conducta racional de los inversores. Sin embargo, la realidad se presenta más compleja. La revisión del supuesto de mercados de capitales perfectos ha llevado a considerar en primer lugar la asimetría en el tratamiento impositivo de la deuda y de los recursos propios. El coste de la deuda, esto es, los intereses, es deducible en el impuesto de sociedades, mientras que el coste de los recursos propios, los dividendos, no lo es. Por esta razón, a mayor utilización del endeudamiento, mayor aprovechamiento de la deducibilidad fiscal por el pago de intereses (ahorro fiscal) y, en consecuencia, mayor valor de la empresa siempre que se generen los beneficios suficientes para afrontar los gastos financieros.

Generalizando, puede decirse que el ahorro fiscal generado por la deuda depende del volumen de intereses y del tipo impositivo.

Ahorro impositivo de la deuda = Intereses x Tipo impositivo

Desde el punto de vista de valoración de empresas, Miller y Modigliani redefinieron sus postulados con el fin de adaptarlos a la realidad, y

observaron que el valor de la empresa puede descomponerse de una forma simplificada según:

$$V = V_u + t \times D$$

V = valor de la empresa t = tipo impositivo
 V_u = valor de la empresa sin endeudamiento D = deuda

La afirmación anterior es aceptable siempre y cuando no se produzca crecimiento. Por lo que si no se quiere asumir ninguna restricción, se puede recurrir a la expresión original de los ahorros fiscales calculados sobre la base del descuento de flujos.

$$V_{AF} = \sum_{j=1}^n \frac{D_{t-1} \times t \times k_a}{(1 + k_a)^j}$$

La afirmación anterior es aceptable siempre y cuando no se produzca crecimiento. Por lo que si no se quiere asumir ninguna restricción, se puede recurrir a la expresión original de los ahorros fiscales calculados sobre la base del descuento de flujos.

Atendiendo exclusivamente a la ventaja fiscal de la deuda, habría que concluir el efecto positivo de los aumentos del endeudamiento sobre el valor de la empresa. No obstante, a partir de ciertos niveles, el aumento de la deuda lleva asociado un efecto negativo sobre el valor de la empresa, al aumentar la probabilidad de generar costes de bancarrota o quiebra.

3.2.2. Costes de bancarrota

Los impuestos suponen en el mundo de Modigliani y Miller una ineficiencia que en la vida real no se puede evitar. Otra realidad resulta el hecho de que las empresas pueden quebrar o impagar las deudas que tienen frente a acreedores. La bancarrota (o su probabilidad) conlleva costes para la empresa y los acreedores, que agravan las situaciones en las que se da. Los costes pueden ser de tipo legal, administrativo o social, pero en cualquier caso todos tienen un efecto económico que puede ser relevante (Warner, 1977; Kim, 1978).

La valoración del impacto de los costes de bancarrota no es insensible a la situación de endeudamiento de la compañía, puesto que a mayor endeudamiento mayor probabilidad de que pueda producirse dicha quiebra y, en consecuencia, mayor incidencia sobre el valor de la empresa. Los costes de bancarrota dependen de la probabilidad de que ésta suceda y de la magnitud que pueda tener, llegado el caso. Modigliani y Miller redefinen su expresión de valoración de una empresa de la forma siguiente:

$$V = V_U + VA_{AF} - VA_{CB}$$

V = valor de la empresa
 V_U = valor de la empresa sin endeudamiento
 VA_{AF} = valor actual de los ahorros fiscales
 VA_{CB} = valor actual de los costes de bancarrota

En consecuencia, el valor de la empresa tampoco es insensible en este caso a la estructura financiera. Anteriormente se ha comentado que el ahorro impositivo generado por la deuda redundaba en un mayor valor de la empresa. Ahora vemos un efecto en dirección contraria: un mayor endeudamiento implica una mayor probabilidad de bancarrota y, por tanto, un menor valor de la empresa.

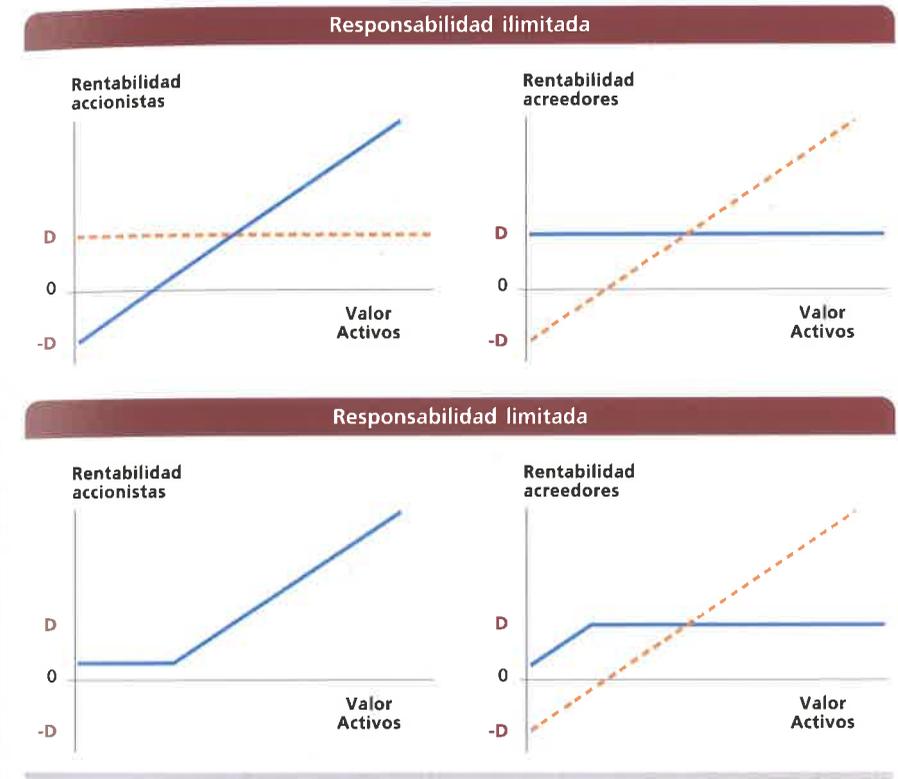
La valoración de los costes de bancarrota plantea ciertos inconvenientes. No obstante, vamos a precisar algunos extremos relevantes.

El primero de ellos radica en el hecho de que la bancarrota no es un pasivo para los accionistas, sino un activo valioso derivado del marco legal de responsabilidad limitada de las empresas². Es importante resaltar esta idea. Por lo general, el concepto de bancarrota se asimila a un suceso desgraciado que obviamente va en menoscabo del valor de la empresa. Esta visión no resulta acertada. Normalmente, la bancarrota se produce cuando la explotación de la empresa ha experimentado un proceso prolongado de pérdidas, reduciendo el valor patrimonial de la misma. En ese sentido, puede hablarse de quiebra cuando los activos de la empresa no son suficientes para hacer frente a las deudas. Ante esta circunstancia, sobreviene el proceso de bancarrota y los acreedores de la empresa desplazan a los accionistas, sucediéndoles en sus derechos y obligaciones.

El hecho de que los derechos que se heredan sean inferiores a las obligaciones provoca que desde el punto de vista de los antiguos accionistas haya un límite en la potencial pérdida a asumir. La responsabilidad limitada de que disfrutaban los accionistas les permite "abandonar el barco" y traspasar parte de las pérdidas experimentadas a los acreedores. Éstos sufren las

consecuencias como si hubiesen asumido riesgo de negocio, por el cual, *a priori*, no han sido retribuidos. Por tanto, el proceso legal habitual en una bancarrota se constituye en un seguro de pérdidas limitadas para los accionistas, que no se daría en un régimen de responsabilidad ilimitada.

Las consecuencias de este marco legal y económico pueden verse en los siguientes gráficos:



En los gráficos anteriores se aprecia cómo la responsabilidad limitada permite a los accionistas transferir parte del riesgo de negocio a los acreedores.

Por otro lado, se puede observar que los gráficos se asemejan en gran medida al gráfico modelo de valor de una opción. Este hecho no es circunstancial, puesto que la bancarrota puede considerarse como una opción de venta (una *put*) para los accionistas, que les permite en caso de ejercicio transferir a los

acreedores un valor negativo igual a la diferencia entre el valor de los activos (según terminología de opciones, el valor subyacente) y el valor de la deuda (según terminología de opciones, el precio de ejercicio).

Nuevamente nos encontramos con dos efectos de signo contrario: el endeudamiento supone por un lado una obligación de pago de un préstamo con sus correspondientes intereses, pero por otro lado hemos visto cómo equivale al valor de una opción de venta de activos con un precio de ejercicio equivalente al valor de la deuda. El valor de esta opción será mayor cuanto más deuda exista, puesto que aumentará la probabilidad de bancarrota y, en consecuencia, la opción estará más *in-the-money*. Del mismo modo, como cualquier opción, el valor de esta opción *put* (comprada por los accionistas y vendida por los proveedores de deuda) es mayor al aumentar el plazo de la misma. Por ello, mayores plazos de la deuda significarán mayores *spreads*.

Como consecuencia de lo anteriormente expuesto, se observa que la bancarrota es un acontecimiento especialmente desafortunado para los acreedores. La probabilidad de impago de las deudas nos hace reflexionar sobre una realidad no siempre obvia: el coste de la deuda no siempre coincide con el valor esperado de ésta. Simplificando, la diferencia entre el coste prometido y el coste esperado puede resultar una primera aproximación al coste que tiene para la empresa la opción de venta.

El análisis que hemos realizado nos ha llevado a conclusiones que, en sentido estricto, sugieren que el régimen legal de bancarrota permite disponer a la empresa de un activo valioso, como es el valor de una opción de venta. Sin embargo, ello no debe llevarnos al equívoco de pensar que la bancarrota aporta valor a la empresa. Todo lo contrario, los acreedores son conscientes de esta realidad y obviamente no están dispuestos a ceder gratuitamente esta opción de venta, sino que la venden. El precio que se paga es en forma de sobreprecio sobre el coste financiero de la deuda, los intereses. Una empresa con mayor endeudamiento tendrá más dificultades de encontrar financiación adicional o ésta será más cara.

En sentido estricto, el coste de bancarrota puede valorarse a partir del exceso del coste de la deuda sobre el tipo esperado de retribución de la misma.

Hemos comentado que los costes de bancarrota son aquellas cargas adicionales en que las empresas incurren en escenarios de quiebra. Estos costes pueden ser directos (administrativos, legales, sociales, etc.) o indirectos

(por su influencia en la gestión de la empresa). Puesto que de darse ese caso de quiebra se ha visto que las cargas acaban recayendo sobre los bancos, éstos cobran anticipadamente para resarcirse de las mismas, añadiendo una prima al tipo de interés.

Este mayor coste no tiene contraprestación alguna para la empresa y, en consecuencia, la existencia de costes de bancarrota sí supone un menor valor de la empresa. Una forma válida para cuantificar este menor valor será a partir del exceso del coste de la deuda sobre la tasa libre de riesgo.

3.2.3. Riesgo de impago y modelos de medición

A la hora de analizar la estructura de endeudamiento y la concesión de deuda, las entidades financieras prestadoras de recursos analizan el riesgo de impago de las compañías, el cual está en función, básicamente, de dos variables:

1. La capacidad de generar *cash-flow* operativo
2. El nivel actual de obligaciones financieras (principal + intereses)

La gran mayoría de modelos para medir el riesgo de impago utilizan ratios financieros que ponen en comparación ambas variables. Estos ratios se centran tanto en el balance como en la cuenta de resultados de la compañía. De esta forma, analizan por un lado los recursos que es capaz de generar la compañía para devolver la deuda y, por el otro, el nivel de la deuda existente en relación con el total del pasivo y con otras partidas del activo y el pasivo de la compañía. Aunque existen una multitud de ratios, se resumen a continuación los principales y más utilizados en la medición del riesgo de impago:

| Ratios financieros | |
|---------------------------------|---------------------------------------------------|
| Ratio | Fórmula |
| Cobertura de intereses (EBIT) | EBIT / Gastos financieros brutos |
| Cobertura de intereses (EBITDA) | EBITDA / Gastos financieros brutos |
| Cash flow neto / Deuda neta | (Bº neto ordinario + Amortizaciones) / Deuda neta |
| Cash flow libre / Deuda neta | (Cash flow NetoCAPEX - Var. WC) / Deuda neta |
| Retorno del capital (ROCE) | EBIT / (Deuda total + Recursos propios) |
| Margen operativo | EBIT / Ventas |
| Deuda neta / Capital empleado | Deuda neta / (Deuda total + Recursos propios) |

Existe una fuerte relación entre el *rating* recibido por las compañías y su *performance* en los ratios financieros. Del análisis de los ratios, y de la evolución prevista de éstos, se establece la capacidad de deuda y el riesgo de impago de una compañía, asignándole el *rating* correspondiente.



La medida más utilizada en los mercados financieros para medir el riesgo de impago de una compañía es el *rating* de deuda (*bond rating*), que realizan compañías independientes como Standard and Poor's (S&P) o Moods.

Si bien los *ratings* no se aplican generalmente a compañías no cotizadas o de tamaño mediano, el esquema de análisis a través de ratios supone el pilar básico de análisis de concesión de créditos y, en consecuencia, del análisis de la capacidad de endeudamiento de una compañía.

Índice de *ratings* de Standard & Poor's

| | |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AAA | El mayor <i>rating</i> de deuda. La capacidad de repago de deuda del prestatario es extremadamente alta |
| AA | La capacidad de repago es fuerte y sólo difiere de AAA por poco importe |
| A | Alta capacidad de repago; el prestatario podría verse adversamente afectado por cambios en las condiciones económicas |
| BBB | Capacidad de repago adecuada, pero circunstancias económicas adversas probablemente supondrían un riesgo |
| BB-CC | Considerados como predominantemente especulativos, siendo BB el menos especulativo y CC el más especulativo |
| D | Con problemas de pago o incumplimientos |

Fuente: Ratings S&P

Las compañías con *ratings* BBB o superiores son consideradas como *investment grade*, es decir, su nivel de solvencia les permite conseguir deuda de calidad tanto en importe como en plazos, tipos de interés y garantías asociadas.

El *rating* asignado a una compañía depende en gran parte de ratios financieros que miden la capacidad de repagar la deuda y generar *cash-flows* estables y recurrentes.

En la siguiente tabla se muestra de manera resumida los ratios promedio para un periodo de 4 años (desde 1998 a 2001) para los distintos tipos de *ratings* (S&P).

Ratios financieros por *rating* de deuda (1998-2001)

| Ratios | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC |
|---------------------------------|-------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | Investment Grade | | | | | | |
| Cobertura de intereses (EBIT) | 21,4 x | 10,1 x | 6,1 x | 3,7 x | 2,1 x | 0,8 x | 0,1 x |
| Cobertura de intereses (EBITDA) | 26,5 x | 12,9 x | 9,1 x | 5,8 x | 3,4 x | 1,8 x | 1,3 x |
| Cash flow neto / Deuda neta | 128,8% | 55,4% | 43,2% | 30,8% | 18,8% | 7,8% | 1,6% |
| Cash flow libre / Deuda neta | 84,2 % | 25,2% | 15,0% | 8,5% | 2,6% | -3,2% | -12,9% |
| Retorno del capital (ROCE) | 34,9% | 21,7% | 19,4% | 13,6% | 11,6% | 6,6% | 1,0% |
| Margen operativo | 27,0% | 22,1% | 18,6% | 15,4% | 13,9% | 11,9% | 4,9% |
| Deuda neta / Capital empleado | 22,9% | 37,7% | 42,5% | 48,2% | 62,6% | 74,8% | 87,7% |

Fuente: Standard and Poor's

Es importante destacar que los valores de los ratios del cuadro anterior se presentan a efectos ilustrativos ya que corresponden a un promedio y para un periodo determinado. Estos valores variarán en función del sector de actividad en el que se encuentre la compañía. A mayor nivel de variabilidad esperada de los resultados (riesgo de negocio) más exigentes serán los ratios de solvencia y, por consiguiente, conducirán a la empresa a una estructura financiera más conservadora. El riesgo de negocio depende de factores tales como la variabilidad del volumen de negocio, la proporción de costes fijos frente a variables, la sensibilidad ante cambios en los costes de las materias primas, etc.

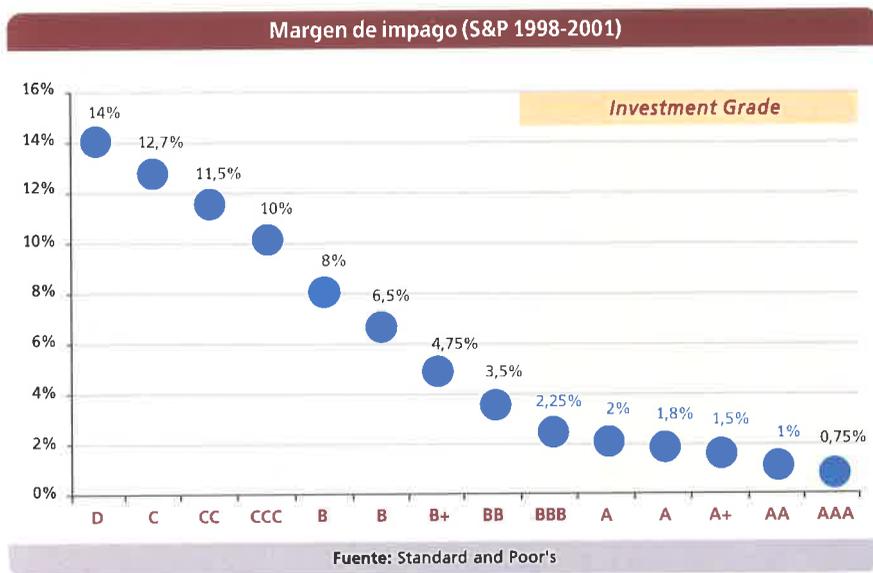


En algunos casos, los *ratings* de las compañías no son consistentes con sus ratios financieros debido a que en el análisis también se incorporan elementos subjetivos. Así, empresas con ratios financieros pobres, pero que se espera mejoren sustancialmente en los siguientes años, podrían recibir un *rating* superior al que se justificaría por sus actuales ratios.

Tal como hemos comentado anteriormente, el tipo de interés asociado a la deuda de una compañía está en función de su riesgo de impago que, como hemos visto, puede medirse por su *rating* o por el nivel que arrojan los ratios que lo evalúan. Si el *rating* es una buena medida del riesgo de impago, las compañías que tienen un alto *rating*, o mayor cumplimiento de los ratios que lo determinan, deberían tener un tipo de interés más bajo que compañías de bajo *rating* o peores ratios.

Asimismo, el margen de impago (*default spread*) está también ligado al plazo de vencimiento de la deuda, y periodo a periodo puede cambiar en función de las condiciones económicas.

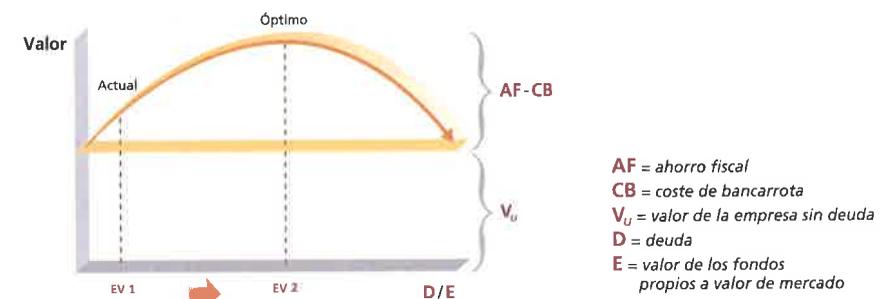
Dicha relación se muestra a modo de ejemplo en el siguiente gráfico:



3.2.4. La decisión de financiación como *trade-off* entre las ventajas fiscales de la deuda y los costes de bancarrota

La no-existencia de impuestos ni costes de bancarrota llevaría a afirmar, tal y como hicieron Modigliani y Miller, que el valor de una empresa es independiente de la estructura financiera de la misma. Sin embargo, según hemos presentado, en un escenario real el endeudamiento tiene dos efectos que actúan en sentido contrario sobre la valoración de la empresa. En primer lugar, la asimetría fiscal entre los intereses y los dividendos hacen que un mayor endeudamiento genere un mayor valor en forma de ahorros fiscales por la deducibilidad fiscal de los intereses. Por otro, un mayor endeudamiento provoca que el riesgo de impago y de bancarrota aumente y los acreedores hagan pagar por ellos, en forma de mayores tasas exigidas a la deuda que se presta a la compañía, algo que destruye valor, puesto que este mayor coste no tiene contraprestación alguna.

Partiendo de estos argumentos, la Teoría Financiera de la Empresa ha planteado que la decisión de endeudamiento de las empresas ha de perseguir un *trade-off* o equilibrio entre beneficios y costes de la deuda en torno a sus ventajas fiscales y sus costes de bancarrota. La propuesta de la Teoría del *Trade-off* es que los directivos tratan de conseguir una estructura de capital óptima que equilibre beneficios y costes del endeudamiento y por ello adoptan las decisiones de financiación tratando de conseguir un ratio de endeudamiento objetivo considerado óptimo (Jalilvand y Harris, 1984). De esta forma una compañía puede reajustar su política de endeudamiento de forma que se sitúe en un punto que permita maximizar el valor de la misma.



Vamos a expresar el valor de una empresa desde la perspectiva financiera, a través del método del valor presente ajustado (APV) al que añadiremos el efecto de los ahorros fiscales y el impacto de los costes de bancarrota³. Igualmente, la expresión que mostramos a continuación recoge las inversiones y las correspondientes expectativas de crecimiento, que el APV tradicional no recoge. La fórmula es la siguiente:

$$E = V_u + VA_{AF} - VA_{CB} - C$$

$$E = \frac{BAIT \times (1 - t) - I}{k_a - g} + \frac{t \times D \times k_a}{k_a - g} - \frac{D \times (1 - t) \times (k_d - R_f)}{k_a - g} - D$$

Cabe destacar que, utilizando las mismas hipótesis de partida, todos los métodos de valoración deben conducir a un mismo resultado. Este es el principio de valor único. Si no lo hacen, es debido a errores en su utilización, a la aplicación de algunos métodos incorrectos o a la asunción de hipótesis que por su relevancia es necesario identificar.

De acuerdo con el planteamiento de la Teoría del *Trade-off*, cabe citar la semejanza que se observa en los ratios de endeudamiento dentro de cada sector de actividad, dada la mayor similitud en este caso en los niveles de riesgo económico (Harris y Raviv, 1991). En este sentido, no cabe esperar diferencias entre empresas familiares y no familiares, si son las características del riesgo de cada sector las que condicionan el endeudamiento de las empresas.

Ahora bien, en la medida que el ratio de endeudamiento óptimo del sector se vea matizado para cada empresa por los beneficios del endeudamiento para reducir los conflictos de intereses entre accionistas y directivos (Jensen, 1986), esta cuestión será menos relevante para las empresas familiares. En las empresas familiares, la vinculación de los propietarios con el control, e incluso la gestión de sus empresas, atenúa la relevancia de los argumentos relacionados con la asimetría de información y conflictos de agencia entre directivos y accionistas como determinantes de la decisión de endeudamiento de las empresas. Es decir, para las empresas de propiedad familiar, es de suponer que la deuda tendrá menor utilidad como señal financiera, transmitida por los directivos para mostrar un riesgo financiero

reducido, o como mecanismo de control que permita atenuar los conflictos de interés entre accionistas y directivos.

3.3. Jerarquía de preferencias en la decisión de financiación

Frente a la teoría del *Trade-off*, la Teoría Financiera ha desarrollado otra aproximación teórica para explicar la decisión de financiación de las empresas, conocida como Teoría de la Jerarquía de Preferencias (*Pecking Order*) (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). Según esta teoría, la estructura de capital de las empresas no es el resultado de la búsqueda de un ratio de endeudamiento objetivo, sino que depende de las alternativas de financiación que secuencialmente vaya utilizando la empresa para financiar sus inversiones.

La preferencia por la autofinanciación que propone la teoría del *Pecking Order* está de acuerdo con la hipótesis de que los propietarios y directivos de las empresas familiares son especialmente aversos al riesgo y tienen como objetivo mantener el control de la propiedad de la empresa. En consecuencia, preferirían la autofinanciación como fuente de financiación, evitando así tener que solicitar financiación externa. En este sentido cabe destacar una característica típica de las empresas familiares como es la reinversión de la mayor parte de sus beneficios. Además, algunos estudios empíricos muestran que las empresas familiares tienden a tener ratios de endeudamiento bajos (Sonnenfeld y Spence, 1989; Gallo y Vilaseca, 1996), lo cual concuerda con la concentración de riqueza y garantías personales en la empresa y, así, la intención de los propietarios de la empresa familiar de reducir el riesgo de insolvencia.

De acuerdo con sus características básicas, es previsible que las empresas familiares apliquen una política de endeudamiento conservadora, con bajos niveles de deuda y un modelo de autofinanciación de las inversiones. Se busca mantener un colchón financiero de tal modo que no puedan presentarse tensiones financieras. Este objetivo es consistente con el hecho de que estas empresas constituyen el principal activo del patrimonio de estas familias y supone una parte muy importante del mismo. Es decir, se trata de patrimonios, en general, poco diversificados en los que existe una gran concentración en términos de valor. Al no existir disminución de riesgo por



diversificación, es un elemento esencial en la estrategia la reducción de riesgo de este activo tan importante. Por ello, aunque sea a costa de rentabilidad por el no-aprovechamiento del factor apalancamiento, las familias pueden decidir mantener estructuras financieras poco apalancadas, para reducir su exposición al riesgo.

La Teoría de la Jerarquía de Preferencias plantea además que la elección de las sucesivas fuentes de financiación viene condicionada por la preferencia que los directivos tienen por la autofinanciación y por las necesidades de financiación externa que surjan con las oportunidades de inversión. La financiación interna tiene como atractivo para los directivos que carece de coste explícito y permite mayor discrecionalidad en su utilización. Ello puede llevar a la paradoja de que actividades cuyo rendimiento es inferior al coste de capital aparecen como positivas ya que incrementan el beneficio contable de la compañía, aun en menoscabo del valor de la empresa.

La autofinanciación, además de reducir el riesgo de bancarrota, significa un menor nivel de exigencia para los gestores. Los directivos de una empresa con un nivel importante de *cash-flows* y con niveles de deuda muy bajos, e incluso inexistentes, si no existen los adecuados mecanismos de control de gestión, pueden aprovechar ese colchón para hacer frente a “errores” de una forma más cómoda, hasta el punto de no tener incentivos para ser eficientes en su gestión, en la selección de inversiones y ante el uso del capital invertido en la empresa (existencias, saldos de clientes, etc.).

Desde esta perspectiva, añadir ciertos niveles de deuda puede introducir disciplina en la gestión de la compañía, puesto que la financiación de las inversiones tendrá un coste explícito al que se tendrá que hacer frente. De esta forma, los directivos son más exigentes a la hora de analizar la rentabilidad de las inversiones.

Además, la política de autofinanciación, que busca reducir la probabilidad de bancarrota, implica que se pierdan las ventajas fiscales por la deducibilidad del coste de la deuda. Estas ventajas pueden resultar a menudo muy significativas, por lo que no hacer uso de ellas genera una pérdida de valor de la compañía y, por lo tanto, de su competitividad.

La Teoría de la Jerarquía de Preferencias, además de resaltar la preferencia de los directivos por la autofinanciación, plantea que, en caso de que la

empresa disponga de proyectos de inversión rentables, pero no sea suficiente la autofinanciación para materializarlos, los directivos preferirán la financiación ajena y evitarán en lo posible las ampliaciones de capital, por los efectos negativos que éstas pueden tener sobre la estructura de propiedad y control de la empresa, e incluso sobre el valor de la empresa para las de mayor dimensión⁴.

No obstante, si existen preferencias por la autofinanciación en detrimento de alternativas de financiación externa, hay que tener en cuenta que se verá afectada no sólo la estructura de capital, sino también la capacidad de inversión y de crecimiento de las empresas, tradicionalmente apuntada como una de las grandes limitaciones de las empresas familiares.

El contraste empírico de la relevancia de la Teoría de la Jerarquía de Preferencias tiene como prueba favorable la relación inversa observada entre el ratio de endeudamiento de las empresas y su rentabilidad económica (Titman y Wessels, 1988; Rajan y Zingales, 1995). Es de resaltar que la Teoría del *Trade-off* predice la relación contraria entre rentabilidad económica y endeudamiento, ya que el nivel de rentabilidad económica es una variable indicativa de la solvencia de la empresa. Por el contrario, esta relación está de acuerdo con la mayor disponibilidad de autofinanciación que es de suponer en las empresas con mayor rentabilidad económica, que son precisamente las empresas que según la Teoría de Jerarquía de Preferencias no necesitarán acudir a financiación ajena, sino que utilizan la fuente de financiación que les es preferible, esto es, la autofinanciación.

⁴ La asimetría de información entre accionistas y directivos motiva que los accionistas interpreten la ampliación de capital como una señal de que los directivos consideran que las acciones están sobrevaloradas en el mercado de capitales.



3.4. Restricciones financieras

Las teorías del *Trade-off* y del *Pecking Order* necesitan en todo caso ser completadas con el análisis de la capacidad para obtener financiación ajena que tienen las empresas, en función del grado de asimetría de información que caracterice su relación con los acreedores. Las empresas pueden sufrir restricciones financieras e incluso racionamiento del crédito, esto es, dificultades o imposibilidad de acceder a financiación ajena, si los acreedores no disponen de información creíble para evaluar el riesgo financiero de la empresa. En este caso preferirán no conceder financiación a las empresas que no puedan ser evaluadas convenientemente, para evitar la posibilidad de financiar a empresas con un riesgo financiero excesivo (Stiglitz y Weiss, 1981).

El estudio de las restricciones a la financiación empresarial impuestas por los intermediarios financieros facilita el análisis de las decisiones de financiación de las PYMES frente a las grandes empresas, en cuyo caso los problemas de agencia entre directivos y accionistas son de menor relevancia, pero adquieren mayor significación los problemas de asimetría de información con los acreedores. Así, los estudios empíricos ponen de relieve la relación entre tamaño de la empresa y estructura financiera, mostrando que las empresas de menor dimensión tienen un menor acceso a financiación ajena, soportan mayores costes de financiación, tienen mayor proporción de deudas a corto plazo y la financiación a largo plazo es de tipo bancario (Berger y Udell, 1998; Chittenden, Hall y Hutchinson, 1996)⁵.

No obstante, deliberadamente evitaremos asociar empresas pequeñas con empresas familiares, ya que, aunque muchas PYMES son empresas familiares, también una parte importante de las grandes empresas son empresas familiares. Empresas que incluso cotizan en los mercados de valores, lo cual no impide que un grupo familiar pueda ejercer el control e incluso la gestión empresarial y que su objetivo sea seguir manteniendo la continuidad de la presencia del grupo familiar. Es decir, el tamaño no es la variable que diferencia empresas familiares y no familiares, sino su estructura de propiedad, control y gestión. De hecho, los intermediarios financieros están en principio más dispuestos a conceder financiación a empresas familiares, ya que les asocian un menor riesgo financiero dada la vinculación que caracteriza a sus propietarios con la empresa (Anderson, Mansi y Reeb, 2003).

En el caso de las empresas familiares, consideramos que las restricciones financieras no vendrán necesariamente por el lado de la oferta, esto es, por las limitaciones impuestas por los acreedores a la financiación ajena, sino que existe la posibilidad de que las restricciones vengan por el lado de la demanda de financiación ajena. En las empresas familiares, junto al objetivo de creación de valor en la empresa, pueden coincidir otros, como el objetivo de mantener su control, así como el de limitar el riesgo, habida cuenta que los propietarios tienen concentrada en ella su riqueza personal. También pueden resultar prioritarios otros objetivos ligados al prestigio empresarial, en torno al crecimiento de la empresa, su tamaño o la consideración social y del resto de empresas del sector (Chaganti, DeCarolis y Deeds, 1995; Mathews, Vasudevan, Barton y Apana, 1994; Romano, Tanewski y Smyrnios, 2000).

Es importante gestionar vectores contrapuestos para poder establecer una política de endeudamiento que, sin poner en riesgo la viabilidad de la empresa, permita alcanzar un nivel de endeudamiento que maximice el valor de la compañía. La lógica económica parece recomendar buscar el nivel de endeudamiento óptimo en cada empresa, el cual dependerá del riesgo de la actividad en la que ésta se vea enmarcada.

Teniendo en cuenta las características diferenciales de las empresas familiares y los argumentos anteriores relativos a sus decisiones de financiación, el objetivo del siguiente apartado es contrastar si el carácter familiar de las empresas influye sobre su estructura financiera y/o sobre los determinantes de su endeudamiento.

4. Las empresas familiares en España: estructura de capital y características

Dado que el objetivo de este apartado es el análisis del carácter diferencial de las empresas familiares en su estructura de capital, precisamos una base de datos que nos permita clasificar las empresas en familiares y no familiares. Para ello tomamos los datos recogidos en la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) para el periodo 1997-2002, realizada por la Fundación Empresa Pública - SEPI, patrocinada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología de España y dirigida a una muestra representativa de las empresas industriales españolas. La ventaja de esta base de datos, frente a otras alternativas como los datos del Registro Mercantil, o bases de datos que los recopilan (SABI: Sistema de Análisis de Balances Ibérico), o los datos agregados de la Central de Balances del Banco de España es que, además de disponer de una autoclasificación de las empresas en familiares y no familiares, aporta información detallada sobre la estrategia de la empresa y su estructura financiera⁶. Esta encuesta considera empresas con 10 o más empleados, siguiendo una selección muestral exhaustiva para las empresas de más de 200 empleados y aleatoria para las de menos de 200. Por tanto, se incluye el total de la población de grandes empresas y una muestra representativa de las PYMES.

En primer término realizaremos un análisis descriptivo de la estructura de capital de las empresas familiares versus no familiares, presentando los resultados para el ejercicio más reciente disponible que es 2002⁷. Seguidamente, se llevará a cabo un estudio econométrico de los determinantes de la estructura de capital de las empresas, examinando la influencia del carácter de empresa familiar, a partir de un análisis en “dos etapas” y un estudio del panel de datos 1997-2002.

La muestra analizada para 2002 incluye 1.571 empresas⁸, una vez excluidas 24 que son cooperativas, 31 sociedades anónimas laborales y 20 cuya forma jurídica no se especifica, ya que en estos casos no existe la posibilidad de que la empresa sea una empresa familiar. Además, 41 empresas han sido eliminadas por no aportar datos sobre su estructura financiera.

La clasificación de las empresas en familiares y no familiares se hace a partir de las preguntas de la encuesta relativas a si la empresa tiene o no propietarios familiares en puestos de dirección o en otros puestos. Teniendo en cuenta cómo está formulada la pregunta de la Encuesta, pudiera ocurrir que, alguna empresa familiar absolutamente profesionalizada en su gestión y gobierno, no

fuera clasificada como empresa familiar. No obstante, hay que resaltar que esta Encuesta clasifica claramente como empresas familiares a todas aquellas en que hay presencia de propietarios familiares como trabajadores y/o directivos, que es precisamente el tipo más habitual de empresa familiar en España.

De las 1.571 empresas consideradas en 2002, 572 son empresas familiares y 999 no familiares. No obstante, hay que tener en cuenta que estos porcentajes globales de 36% empresas familiares versus 64% empresas no familiares varían sustancialmente si clasificamos por grupos de tamaño las empresas, tanto si atendemos a su cifra de ventas como a su activo o al número de empleados. Además, hay que tener en cuenta que la encuesta que tomamos como base de datos incluye todas las empresas con más de 200 empleados, pero sólo una muestra representativa de empresas que tienen entre 10 y 200 empleados. La tabla 1 presenta la distribución de empresas por grupos de tamaño, según su cifra de ventas anual. Siguiendo la Recomendación de la Comisión de las Comunidades Europeas⁹ para clasificar las empresas por tamaños y atendiendo a su cifra de ventas, diferenciamos entre empresas grandes, medianas y pequeñas según tengan respectivamente una cifra de ventas superior a 40 millones de euros anuales, entre 7 y 40, o bien inferior a 7 millones de euros de ventas anuales. En la Encuesta sobre Estrategias Empresariales, el grupo de empresas grandes, que representa sólo el 8%, son empresas familiares, mientras que lo son el 25% de las compañías en el grupo de empresas de tamaño mediano y el 57% de las empresas pequeñas que tienen al menos 10 empleados¹⁰.

Tabla 1. Distribución del total de empresas de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales según su cifra de ventas (2002)

| Empresas según tamaño | FAMILIAR | | NO FAMILIAR | | Total |
|------------------------------------------------|----------------|-----|----------------|-----|--------------|
| | nº de empresas | % | nº de empresas | % | |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 34 | 8% | 370 | 92% | 100% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 97 | 25% | 288 | 75% | 100% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 441 | 56% | 341 | 44% | 100% |
| Total | 572 | | 999 | | 1.571 |

⁶ Más información sobre la Encuesta sobre Estrategias Empresariales puede consultarse en: <http://www.funep.es/esec/esec1.asp>.

⁷ Para los ejercicios anteriores los resultados están en la misma línea.

⁸ El número de empresas disponibles para los demás años son: 1.375 para el año 2001, 1.750 para el 2000, 1.698 para 1999, 1.724 para 1998 y 1.726 para el ejercicio 1997.

⁹ 3 de abril de 1996, sobre definición de pequeñas y medianas empresas, publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas n° L 107.

¹⁰ La distribución de las empresas según su tamaño es similar si se toman como variables de clasificación el activo total o el número de empleados.

La concentración de empresas de tipo familiar en el grupo de empresas de menor tamaño nos lleva a realizar un contraste estadístico que muestre si existen diferencias significativas en el tamaño de las empresas. En la tabla 2 se muestra el tamaño medio, mediano y desviación típica de las empresas familiares y no familiares, aproximado por su cifra de ventas, el valor de su activo y el número de empleados. También se refleja la antigüedad de la empresa. Se muestran los datos agrupados en cuatro paneles: el panel A para todas las empresas en conjunto y otros tres paneles en los que se analizan separadamente los grupos de empresas grandes, medianas y pequeñas. Asimismo se incluyen los datos estadísticos que indican si las diferencias observadas en los valores medios y medianos son estadísticamente significativos.

Si se compara de forma global el tamaño de las empresas familiares y no familiares, se concluye que el tamaño de las empresas familiares es significativamente menor, tanto en cifra de ventas como por activo y por número de empleados, siendo también significativamente menor el número de años medio desde su fundación. Así, la facturación media de las empresas familiares es de 11 millones de euros, frente a los 65 millones de media para las no familiares, valores en torno a los cuales también se sitúan las cifras medias de activo total. En cuanto al número medio de empleados, la referencia en 2002 para la muestra de empresas familiares es de 70 en comparación a 285 empleados para las empresas no familiares. Precisamente en la cifra de empleados es donde resaltan mayores diferencias de medianas entre ambos grupos de empresas, esto es, del dato intermedio para el conjunto de cada submuestra, de manera que mientras la empresa intermedia familiar tiene 26 empleados, en el grupo de empresas no familiares el valor mediano es de 154. Las diferencias en valores medios y medianos ponen de relieve que las medias pueden no ser representativas para las empresas familiares, según que haya unas pocas empresas con valores que eleven la media, pero un mayor número de empresas con valores muy por debajo. Por este motivo, interesa realizar un análisis más detallado, por grupos de tamaño, en cada tipo de empresas.

Cuando se comparan las empresas familiares y no familiares de tamaño grande (panel B), ya no resultan estadísticamente significativas diferencias de medianas en cuanto a tamaño (la empresa tipo), aunque persisten las diferencias en valores medios de ventas y empleados. Mientras las empresas familiares grandes tienen una cifra media de ventas de 118 millones de euros

anual, las no familiares tienen una media de 157 millones de euros. En los grupos de empresas medianas (panel C) y pequeñas (panel D), destaca que en todo caso las empresas familiares tienen un tamaño significativamente menor que las no familiares, por cifra de ventas, activo y número de empleados. Por ejemplo, los valores medios de la cifra de ventas anual para las empresas familiares medianas son de 16 millones de euros, frente a los 20 millones de las no familiares medianas. Y para las empresas familiares pequeñas la cifra anual media de ventas es de 2 millones de euros, siendo de 2,4 para las no familiares. Es decir, las empresas familiares tienen menor tamaño que las no familiares, aunque dichas diferencias se diluyen cuando las empresas alcanzan un tamaño grande, esto es, tras acometer estrategias de crecimiento.

Por lo que se refiere a la antigüedad de la empresa, la única diferencia que resulta estadísticamente significativa entre empresas familiares y no familiares es que la empresa intermedia grande de tipo familiar tiene mayor antigüedad (40 años frente a los 31 de la no familiar). Sin embargo, no se observan diferencias significativas en la edad de empresas familiares y no familiares en los grupos de empresas medianas y pequeñas. Estos datos concuerdan con la mayor estabilidad de las empresas familiares que superan los traspasos generacionales.



Tabla 2. Comparación del tamaño de empresas

| | FAMILIAR | | |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|
| | Media | Mediana | Desv. Tip. |
| PANEL A: Total de empresas | | | |
| Ventas (€) | 11.394.285 | 2.380.104 | 33.896.971 |
| Total activo (€) | 11.508.595 | 1.502.222 | 48.134.782 |
| Nº empleados | 70 | 26 | 139 |
| Antigüedad empresa | 21 | 17 | 18 |
| PANEL B: Empresas GRANDES (facturación superior a 40 millones €) | | | |
| Ventas (€) | 118.406.469 | 92.233.467 | 81.276.790 |
| Total activo (€) | 135.275.057 | 78.655.431 | 150.572.864 |
| Nº empleados | 497 | 397 | 274 |
| Antigüedad empresa | 44 | 40 | 24 |
| PANEL C: Empresas MEDIANAS (facturación entre 7 y 40 millones €) | | | |
| Ventas (€) | 16.310.151 | 12.433.670 | 8.486.841 |
| Total activo (€) | 13.376.334 | 9.984.861 | 9.641.719 |
| Nº empleados | 129 | 99 | 98 |
| Antigüedad empresa | 25 | 19 | 17 |
| PANEL D: Empresas PEQUEÑAS (facturación inferior a 7 millones €) | | | |
| Ventas (€) | 2.062.646 | 1.598.814 | 1.560.201 |
| Total activo (€) | 1.555.692 | 1.018.659 | 1.533.962 |
| Nº empleados | 24 | 20 | 18 |
| Antigüedad empresa | 18 | 15 | 16 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación Empresa Pública - SEPI).

industriales españolas familiares vs no familiares en 2002

| NO FAMILIAR | | | Test de diferencias | |
|-------------|------------|-------------|---------------------|-------------------------|
| Media | Mediana | Desv. Tip. | t-test | Test no paramétrico (Z) |
| 64.924.011 | 20.008.000 | 120.011.618 | -13,208 *** | -16,890 *** |
| 64.882.225 | 17.958.549 | 191.892.955 | -8,345 *** | -17,386 *** |
| 285 | 154 | 429 | -14,562 *** | -17,258 *** |
| 29 | 21 | 66 | -3,481 *** | -4,834 *** |
| 157.352.353 | 99.222.568 | 158.564.353 | -2,405 ** | -0,118 |
| 157.110.734 | 82.588.766 | 292.734.125 | -0,728 | -0,167 |
| 614 | 448 | 555 | -2,127 ** | -0,452 |
| 39 | 31 | 105 | 0,720 | -2,449 ** |
| 20.241.711 | 18.571.707 | 9.364.249 | -3,659 *** | -3,842 *** |
| 20.395.905 | 17.022.150 | 16.064.284 | -4,062 *** | -4,854 *** |
| 163 | 144 | 106 | -2,957 *** | -3,262 *** |
| 28 | 26 | 21 | -1,535 | -0,878 |
| 2.372.738 | 1.961.253 | 1.761.718 | -2,564 ** | -2,110 ** |
| 2.382.258 | 1.275.650 | 3.885.720 | -3,711 *** | -2,806 *** |
| 30 | 24 | 28 | -3,707 *** | -3,593 *** |
| 18 | 14 | 14 | 0,339 | -0,596 |

***, **, * Estadísticamente significativa al 99 %, 95% y 90% respectivamente.

Para 2002 Incluye 370 empresas grandes no familiares, 34 empresas grandes familiares, 288 empresas medianas no familiares, 97 empresas medianas familiares, 341 empresas pequeñas no familiares y 441 empresas pequeñas familiares.

4.1. Características de la estructura de capital de las empresas familiares vs no familiares

Una vez analizadas las diferencias en el tamaño de empresas familiares y no familiares, presentamos en este apartado el análisis comparativo de su estructura de capital, también pormenorizado por grupos de tamaño. La tabla 3 recoge los valores medios, medianos, desviación típica y los resultados del contraste de diferencia de medias y medianas de las empresas familiares frente a las no familiares, tanto para el conjunto de empresas, como para cada grupo de tamaño.

Los ratios calculados para caracterizar la estructura de capital de las empresas son:

- El nivel de endeudamiento, como relación entre el total de deuda y el total de pasivo
- El peso de la deuda a corto plazo, como ratio de deuda C/P en relación con la deuda total
- El peso de la deuda bancaria en las deudas a largo plazo
- El peso de la deuda bancaria en las deudas a corto plazo
- El peso de los proveedores en las deudas a corto plazo (en la mayoría de las empresas es el complementario del ratio anterior)
- El coste de la deuda bancaria a largo plazo
- El coste de la deuda bancaria a corto plazo
- La diferencia entre el endeudamiento de la empresa y el endeudamiento medio de su sector de actividad (la Encuesta de Estrategias Empresariales agrupa a las empresas en 20 sectores de actividad).

Si se compara la estructura de capital del conjunto de empresas familiares respecto a las no familiares (panel A de la tabla 3), resulta significativo un mayor endeudamiento de las empresas de tipo familiar (58,9%), frente al 56,3% de media para las no familiares. Además, tiene un menor peso en su endeudamiento la deuda a corto plazo y mayor acceso a la financiación bancaria tanto a largo como a corto plazo. Se observa, por tanto, una estructura financiera que podría calificarse de mayor calidad, es decir, más

basada en el largo plazo, con menor peso de proveedores y con mayor acceso a financiación bancaria. Sin embargo, el coste medio de la financiación bancaria es significativamente mayor para las empresas familiares, tanto para financiación a largo como a corto plazo. No resultan relevantes las diferencias en el endeudamiento respecto al endeudamiento medio del sector de actividad para cada grupo de empresas.

Las diferencias observadas en el tamaño de las empresas familiares y no familiares motiva el interés de pormenorizar el análisis de la estructura de capital por grupos de tamaño con el fin de controlar diferencias que, en lugar de ser debidas al carácter de empresa familiar, estuvieran relacionadas con el tamaño de las empresas. Efectivamente, las diferencias en el nivel de endeudamiento desaparecen (no resultan estadísticamente significativas) si comparamos entre sí las empresas familiares y no familiares grandes (panel B), entre sí las medianas (panel C) y entre sí las pequeñas (panel D). Las principales diferencias radican en que las empresas grandes y medianas de tipo familiar utilizan en mayor medida la financiación bancaria, tanto a largo plazo como a corto plazo, frente a otras alternativas de financiación a largo plazo y la financiación de proveedores en el corto plazo. Además, las empresas grandes familiares tienen un menor peso de la financiación a corto plazo, es decir, un endeudamiento a más largo plazo.

Por lo que se refiere al coste de la deuda bancaria, cuando se realizan las comparaciones entre empresas familiares y no familiares dentro de cada grupo de tamaño (empresas grandes, medianas y pequeñas), desaparece la significatividad estadística de dichas diferencias. Es decir, observamos que las diferencias en el coste de la financiación bancaria no se asocian a que la empresa sea o no familiar, sino al tamaño de la empresa. Sin embargo, que las empresas familiares no tengan un coste de la deuda significativamente diferente del de las empresas no familiares, más que mostrar la similitud entre ambos tipos de empresas podría reflejar un desequilibrio para las empresas familiares. Este desequilibrio vendría dado por la aportación de garantías patrimoniales que caracteriza a las empresas familiares en sus relaciones bancarias, lo cual reduce el riesgo de crédito para la entidad financiera, en cuyo caso cabría esperar menores costes financieros para las empresas familiares, en lugar de la observada igualdad.



Tabla 3. Comparación de la estructura financiera de empresas

| | FAMILIAR | | |
|-------------------------------------------------------------------------|----------|---------|------------|
| | Media | Mediana | Desv. Tip. |
| PANEL A: Total de empresas | | | |
| Deuda total / Pasivo total | 58,9% | 61,2% | 23,4% |
| Deuda C/P / Deuda total | 77,6% | 83,7% | 21,5% |
| Deuda bancaria L/P / Deuda L/P | 58,7% | 81,9% | 44,0% |
| Deuda bancaria C/P / Deuda C/P | 23,4% | 11,9% | 28,0% |
| Proveedores / Deuda C/P | 75,3% | 87,0% | 29,1% |
| Coste deuda bancaria L/P | 4,7% | 5% | 1,2% |
| Coste deuda bancaria C/P | 4,4% | 4% | 1,1% |
| Diferencia con endeudamiento medio su sector | 1,1% | 3,3% | 23,4% |
| PANEL B: Empresas GRANDES (facturación superior a 40 millones €) | | | |
| Deuda total / Pasivo total | 53,8% | 54,6% | 21,9% |
| Deuda C/P / Deuda total | 71,7% | 80,8% | 24,4% |
| Deuda bancaria L/P / Deuda L/P | 71,4% | 88,9% | 36,6% |
| Deuda bancaria C/P / Deuda C/P | 34,0% | 33,4% | 28,7% |
| Proveedores / Deuda C/P | 65,7% | 66,6% | 28,6% |
| Coste deuda bancaria L/P | 4% | 4% | 0,8% |
| Coste deuda bancaria C/P | 3,9% | 4% | 1% |
| Diferencia con endeudamiento medio su sector | -1,98% | 0,9% | 22,2% |
| PANEL C: Empresas MEDIANAS (facturación entre 7 y 40 millones €) | | | |
| Deuda total / Pasivo total | 54,5% | 55,6% | 22,5% |
| Deuda C/P / Deuda total | 80,3% | 85,3% | 18,7% |
| Deuda bancaria L/P / Deuda L/P | 61,5% | 79,0% | 41,5% |
| Deuda bancaria C/P / Deuda C/P | 31,7% | 26,6% | 27,8% |
| Proveedores / Deuda C/P | 68,2% | 73,0% | 27,8% |
| Coste deuda bancaria L/P | 4,36% | 4% | 0,9% |
| Coste deuda bancaria C/P | 4,12% | 4% | 0,9% |
| Diferencia con endeudamiento medio su sector | -2,5% | -1,3% | 23% |
| PANEL D: Empresas PEQUEÑAS (facturación inferior a 7 millones €) | | | |
| Deuda total / Pasivo total | 60,3% | 64,2% | 23,9% |
| Deuda C/P / Deuda total | 77,4% | 83,5% | 22,1% |
| Deuda bancaria L/P / Deuda L/P | 57,1% | 80,3% | 45,2% |
| Deuda bancaria C/P / Deuda C/P | 20,7% | 6,3% | 27,9% |
| Proveedores / Deuda C/P | 77,7% | 93,0% | 29,4% |
| Coste deuda bancaria L/P | 4,86% | 5% | 1,3% |
| Coste deuda bancaria C/P | 4,56% | 5% | 1,2% |
| Diferencia con endeudamiento medio su sector | 2,1% | 5,6% | 23,5% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación Empresa Pública - SEPI).

4. Las empresas familiares en España: estructura de capital y características

industriales españolas familiares vs no familiares en 2002

| | NO FAMILIAR | | | Test de diferencias | |
|--|-------------|---------|------------|---------------------|-------------------------|
| | Media | Mediana | Desv. Tip. | t-test | Test no paramétrico (Z) |
| | 56,3% | 57,7% | 22,8% | 2,096 ** | -2,242 ** |
| | 81,2% | 89,0% | 21,4% | -3,219 *** | -3,686 *** |
| | 45,3% | 35,2% | 45,1% | 5,749 *** | -6,589 *** |
| | 20,4% | 9,9% | 24,3% | 2,076 ** | -0,276 |
| | 79,0% | 88,9% | 24,7% | -2,548 ** | -0,600 |
| | 4,5% | 4% | 1,1% | 2,613 *** | -2,238 ** |
| | 4,2% | 4% | 1,0% | 2,729 *** | -2,857 *** |
| | -0,6% | 0,4% | 22,1% | 1,366 | -1,582 |
| | 54,1% | 54,4% | 20,4% | -0,089 | -0,071 |
| | 81,7% | 89,7% | 21,4% | -2,302 ** | -2,829 *** |
| | 37,5% | 2,6% | 42,7% | 5,085 *** | -4,829 *** |
| | 17,5% | 7,9% | 21% | 3,279 *** | -3,638 *** |
| | 81,9% | 91,5% | 21,4% | -3,222 *** | -3,560 *** |
| | 4,13% | 4% | 0,9% | -0,835 | -0,600 |
| | 4,05% | 4% | 1% | -0,585 | -1,092 |
| | -1,7% | -1,4% | 19,4% | -0,016 | -0,080 |
| | 56,4% | 59,1% | 22,9% | -0,720 | -0,775 |
| | 81,5% | 89,4% | 21,1% | -0,504 | -1,627 |
| | 43,0% | 23,7% | 44,5% | 3,723 *** | -4,095 *** |
| | 25,4% | 19,4% | 24,2% | 1,997 ** | -2,016 ** |
| | 74,1% | 80,1% | 24,4% | -1,881 ** | -1,875 * |
| | 4,31% | 4% | 1,1% | 0,403 | -0,108 |
| | 4,05% | 4% | 0,9% | 0,534 | -0,072 |
| | -0,7% | 0,6% | 22,5% | -0,696 | -0,685 |
| | 58,7% | 60,2% | 24,4% | 0,890 | -0,835 |
| | 80,5% | 87,1% | 21,2% | -1,983 ** | -2,098 ** |
| | 55,7% | 77,7% | 46,1% | 0,442 | -0,332 |
| | 19,5% | 4,9% | 26,2% | 0,636 | -0,579 |
| | 80,2% | 94,8% | 26,7% | -1,232 | -0,977 |
| | 4,94% | 5% | 1,1% | -0,752 | -1,439 |
| | 4,66% | 5% | 1,1% | -0,847 | -0,841 |
| | 0,7% | 2,4% | 24,4% | 0,786 | -0,656 |

***, **, * Estadísticamente significativa al 99 %, 95% y 90% respectivamente.

Para 2002 incluye 370 empresas grandes no familiares, 34 empresas grandes familiares, 288 empresas medianas no familiares, 97 empresas medianas familiares, 341 empresas pequeñas no familiares y 441 empresas pequeñas familiares.

Observamos por consiguiente que las empresas familiares tienen un tamaño significativamente menor que las no familiares (tabla 2). Por lo que se refiere a la estructura de capital, para las empresas de menor dimensión, no se encuentran diferencias relevantes entre empresas familiares y no familiares (tabla 3), con niveles de endeudamiento entorno al 60%, si bien con menor peso de las deudas a corto plazo para las empresas familiares (77% vs 80% para las no familiares). Sin embargo, cuando las empresas familiares adquieren mayor dimensión (tamaño mediano o grande, facturaciones superiores a 7 y 40 millones de euros respectivamente), mantienen niveles de endeudamiento semejantes a los de su grupo de tamaño (en torno al 55%), pero las empresas familiares presentan estructuras financieras con un menor peso de deudas a corto plazo y mayor utilización de financiación bancaria, frente a otras alternativas tanto a largo como a corto plazo. La mayor aportación de garantías patrimoniales que cabe suponer realizan las empresas familiares en las relaciones de crédito bancario no se ve por consiguiente reflejada en menores costes financieros.

Llama la atención (paneles B y C de la tabla 3) el reducido peso de la financiación bancaria en las empresas no familiares grandes y medianas. Un análisis más detallado pone de relieve que los valores medios y medianos no son totalmente representativos en estas variables, puesto que hay un porcentaje relevante de empresas que no disponen en absoluto de financiación bancaria. La tabla 4 ilustra esta cuestión, mostrando el porcentaje de empresas que no tienen financiación bancaria. En cuanto al acceso a financiación bancaria a largo plazo, destacan las diferencias entre empresas familiares y no familiares de tamaño grande y mediano. Mientras que el 6% de las empresas grandes familiares no tienen deuda de tipo bancario a largo plazo, este porcentaje aumenta hasta el 48% de las empresas grandes no familiares, según los datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales. En el grupo de empresas medianas, mientras el 18% de las empresas familiares no tiene deuda bancaria, el porcentaje aumenta al 44% para las empresas no familiares. También se observa que, a medida que aumenta el tamaño de las empresas, es mayor el porcentaje de empresas que utilizan otras alternativas de financiación a largo plazo, en lugar o además, de la bancaria. Aunque no hay información detallada al respecto, suponemos que básicamente *leasing* y para las grandes también financiación desintermediada en los mercados financieros. En cualquier caso, más del

40% de las empresas grandes y medianas no familiares no recurren, o no obtienen, financiación bancaria a largo plazo. Además, el 15% de las empresas no familiares grandes no tienen financiación ajena a largo plazo, frente al 3% en las grandes empresas familiares, el 21% de las medianas no familiares y el 10% de las familiares medianas. También, en lo que se refiere al endeudamiento bancario a corto plazo, las empresas familiares grandes y pequeñas destacan por un mayor recurso a esta forma de financiación. Recordar en este punto que, como señalan Anderson, Mansi y Reeb (2003), las empresas familiares se caracterizan por unos menores costes de agencia (“conflictos de interés”) en su relación con los acreedores, lo que lleva a asociarles un menor riesgo financiero y, por ello, un mejor acceso al endeudamiento bancario.

Tabla 4. Acceso de las empresas a financiación bancaria

| | FAMILIAR | NO FAMILIAR |
|----------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| | % de empresas | % de empresas |
| Empresas que NO tienen deuda bancaria a L/P | | |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 5,9% | 48,1% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 18,6% | 44,4% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 31,1% | 34,3% |
| Empresas que disponen de financiación ajena a L/P diferente a la bancaria | | |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 67,6% | 73,8% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 51,5% | 56,9% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 37,9% | 32,8% |
| Empresas que NO tienen financiación ajena a I/P | | |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 2,9% | 15,4% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 10,3% | 21,2% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 19,0% | 23,5% |
| Empresas que NO tienen deuda bancaria a C/P | | |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 5,9% | 21,4% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 14,4% | 22,6% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 42,0% | 44,6% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (2002)



Como complemento a la información sobre estructura financiera, presentamos también algunos datos económicos de las empresas (tabla 5). Por lo que se refiere a la rentabilidad económica, solamente se observan diferencias significativas entre empresas familiares y no familiares en el grupo de empresas medianas, a favor de las empresas familiares. Las empresas familiares destacan por realizar mayores inversiones y por el crecimiento de sus ventas (excepto para el grupo de empresas medianas), pero también, por realizar menores exportaciones, medido como porcentaje de las ventas que se exportan. No obstante, hay un porcentaje

Tabla 5. Rentabilidad y crecimiento de las empresas

| | FAMILIAR | | |
|-------------------------------------------------------------------------|----------|---------|------------|
| | Media | Mediana | Desv. Tip. |
| PANEL A: Total de empresas | | | |
| Rentabilidad económica | 13,5% | 12,7% | 20,0% |
| Exportaciones / Ventas | 11% | 0,4% | 20,6% |
| Inversiones del periodo / Activo total | 9,6% | 4,5% | 13,4% |
| Crecimiento ventas último año | 3% | 2% | 20,8% |
| Ventas a los 3 principales clientes | 43,6% | 35% | 27,8% |
| PANEL B: Empresas GRANDES (facturación superior a 40 millones €) | | | |
| Rentabilidad económica | 12,1% | 12,2% | 10% |
| Exportaciones / Ventas | 24,0% | 17,1% | 23,1% |
| Inversiones del periodo / Activo total | 9,9% | 7,6% | 9,8% |
| Crecimiento ventas último año | 6,4% | 7% | 13% |
| Ventas a los 3 principales clientes | 34,4% | 27% | 23,7% |
| PANEL C: Empresas MEDIANAS (facturación entre 7 y 40 millones €) | | | |
| Rentabilidad económica | 15,8% | 12,5% | 14,7% |
| Exportaciones / Ventas | 24,1% | 11,2% | 27,1% |
| Inversiones del periodo / Activo total | 11,3% | 6,7% | 12,5% |
| Crecimiento ventas último año | 3% | 2,1% | 15% |
| Ventas a los 3 principales clientes | 33,4% | 30% | 25,1% |
| PANEL D: Empresas PEQUEÑAS (facturación inferior a 7 millones €) | | | |
| Rentabilidad económica | 13,2% | 12,5% | 20,4% |
| Exportaciones / Ventas | 7,2% | 0% | 16,4% |
| Inversiones del periodo / Activo total | 9,2% | 3,4% | 13,7% |
| Crecimiento ventas último año | 2,7% | 1,5% | 22,2% |
| Ventas a los 3 principales clientes | 46,6% | 40% | 28% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación Empresa Pública - SEPI).

elevado de empresas pequeñas que no exporta, 60% tanto de empresas familiares como no familiares (tabla 6), motivo por el cual es 0 el valor mediano del ratio que muestra el porcentaje de ventas que se exporta. También entre las medianas el porcentaje de empresas que no exporta es similar entre las familiares y las no familiares (14%). Sin embargo, en el grupo de empresas familiares grandes, el 7% de las empresas no familiares no realizan exportaciones, porcentaje que se reduce al 3% entre las empresas familiares grandes.

industriales españolas familiares vs no familiares en 2002

| | NO FAMILIAR | | | Test de diferencias | |
|--|-------------|---------|------------|---------------------|-------------------------|
| | Media | Mediana | Desv. Tip. | t-test | Test no paramétrico (Z) |
| | 12,3% | 11,1% | 18,9% | 1,100 | -1,987 ** |
| | 24,8% | 11,1% | 28,3% | 11,119 *** | -10,804 *** |
| | 7,7% | 4,3% | 10,7% | 2,920 *** | -0,600 |
| | 2,6% | 0,8% | 27,5% | 0,268 | -1,680 * |
| | 44,8% | 38% | 28,8% | -0,791 | -0,461 |
| | 13,3% | 12,2% | 14,6% | -0,602 | -0,418 |
| | 33,2% | 27,0% | 27,5% | -2,145 ** | -1,671 * |
| | 6,7% | 4,9% | 6,8% | 1,866 * | -2,150 ** |
| | 4,5% | 1,5% | 29,2% | 0,661 | -2,136 ** |
| | 39,8% | 30% | 27,9% | -1,244 | -0,819 |
| | 11,1% | 10,1% | 15,3% | 2,693 *** | -2,481 ** |
| | 33,6% | 27,1% | 30,7% | -2,879 *** | -2,342 ** |
| | 8,5% | 4,9% | 11,3% | 1,967 ** | -2,639 *** |
| | 3,4% | 1,8% | 27,6% | -0,178 | -0,611 |
| | 45,7% | 38% | 29,8% | -3,972 *** | -3,567 *** |
| | 12,1% | 10,6% | 17,2% | 0,621 | -1,439 |
| | 8,2% | 0% | 18,3% | -0,825 | -0,239 |
| | 8% | 2,0% | 13,5% | 1,187 | -2,246 ** |
| | 0,2% | -0,3% | 25,5% | 1,485 | -2,274 ** |
| | 49,4% | 45% | 28,1% | -1,362 | -1,444 |

***, **, * Estadísticamente significativa al 99 %, 95% y 90% respectivamente.

Para 2002 incluye 370 empresas grandes no familiares, 34 empresas grandes familiares, 288 empresas medianas no familiares, 97 empresas medianas familiares, 341 empresas pequeñas no familiares y 441 empresas pequeñas familiares.



Tabla 6. Empresas exportadoras en 2002

| | FAMILIAR | NO FAMILIAR |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|
| | % de empresas | % de empresas |
| GRANDES (Más de 40 millones euros) | 97% | 93% |
| MEDIANAS (7 a 40 millones euros) | 87% | 86% |
| PEQUEÑAS (menos de 7 millones euros) | 40% | 40% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación Empresa Pública – SEPI). Para 2002 incluye 370 empresas grandes no familiares, 34 empresas grandes familiares, 288 empresas medianas no familiares, 97 empresas medianas familiares, 341 empresas pequeñas no familiares y 441 empresas pequeñas familiares.

Una vez descritas las características de la estructura financiera de las empresas familiares y no familiares, y puestas de relieve las diferencias que el tamaño puede determinar, analizamos seguidamente los determinantes de la estructura de capital, considerando los argumentos expuestos en el apartado anterior.

4.2. Determinantes de la estructura de capital: empresas familiares vs no familiares en España

El objetivo de este epígrafe es examinar los determinantes de la estructura de capital de las empresas, en torno a los planteamientos previamente presentados de la Teoría del *Trade-off*, la Jerarquía de Preferencias y las Restricciones Financieras, considerando las posibles diferencias que el carácter de empresa familiar pueda implicar.

Para ello llevaremos a cabo dos contrastes econométricos. En primer término realizaremos un análisis en “dos etapas” a partir de los datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales para 2002, que considere la relevancia del acceso a financiación bancaria de las empresas. Seguidamente, contrastaremos la relevancia de los determinantes del nivel de endeudamiento sobre el panel de datos que forman los ejercicios 1997 a 2002.

4.2.1. Determinantes del acceso a financiación bancaria: estimación en dos etapas

El objetivo de este apartado es el análisis de los factores determinantes de la estructura de capital de las empresas, examinando las posibles particularidades

para las empresas familiares. En primer lugar analizaremos en qué medida la estructura de capital puede estar condicionada por el acceso de las empresas a financiación ya que, como hemos observado en el epígrafe anterior, hay un porcentaje elevado de empresas que no tienen en absoluto financiación bancaria a largo plazo, en concreto el 38%. En tal caso, la estructura de capital que queremos analizar puede estar influida a su vez por el acceso o no a financiación ajena que tenga la empresa, de manera que el efecto de los determinantes del endeudamiento sea distinto según de qué grupo de empresas se trate, esto es, según sean empresas que acceden o no a financiación bancaria a largo plazo.

La metodología econométrica seguida es una estimación en “dos etapas”, a fin de controlar el posible problema de endogeneidad que, como consecuencia, se pueda presentar. Si el nivel de endeudamiento y el acceso a financiación bancaria a largo plazo son variables endógenas y no lo considerásemos así, no estaríamos teniendo en cuenta la covarianza con el término de error y estaríamos violando los supuestos de partida del análisis de regresión. El procedimiento econométrico seguido es el de variables instrumentales, creando una medida instrumental de la probabilidad de tener deuda a largo plazo a partir de un modelo *probit* que permita un análisis de regresión sin sesgo de endogeneidad.

La primera etapa de estimación plantea un modelo binomial que analiza los determinantes de tener o no tener deuda bancaria a largo plazo, al tiempo que se genera una variable independiente (inversa del ratio de Mills¹¹), que será recuperada como explicativa en la segunda etapa. En la segunda etapa de estimación se plantea un análisis de regresión en el que la variable dependiente es el nivel de endeudamiento de cada empresa, mientras que las variables explicativas aproximan las propuestas de las diferentes hipótesis teóricas, controlando el posible problema de endogeneidad a través de la variable generada en la primera etapa de la estimación. Es decir, contemplar la posibilidad de que la estructura de capital venga determinada de diferente manera según se trate de empresas que hayan accedido a financiación bancaria a largo plazo o no.

Primera etapa del modelo

En la primera etapa de la estimación, planteamos un modelo *probit* al objeto de estimar la probabilidad de disponer de financiación bancaria a

¹¹ El ratio de Mills (λ) es un indicador del efecto del sesgo de selección de la no observación del endeudamiento de las empresas que no acceden al endeudamiento bancario a largo plazo, estimado siguiendo el método de estimación de Heckman (1979).

largo plazo. Esta variable *DbcoL/P* se define por tanto como variable *dummy* dicotómica, que toma el valor 1 si la empresa dispone de deuda bancaria a largo plazo y 0 en caso contrario.

$$\text{PROB (DbcoL/P)}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RE}_i + \alpha_2 \text{INV}_i + \alpha_3 \text{TAMvtas}_i + \alpha_4 \text{FAMILIAR}_i$$

Las variables explicativas de la probabilidad de acceder a financiación bancaria a largo plazo se proponen siguiendo las predicciones teóricas al respecto de:

- La Teoría del *Pecking Order*, según la cual las empresas que disponen de autofinanciación prefieren no acudir a financiación ajena, a menos que dispongan de inversiones suficientemente rentables. Para aproximar la disponibilidad de financiación interna se toma la rentabilidad económica (RE), esperando una relación inversa en este caso. La disponibilidad de inversiones (INV) se aproxima a partir de la relación entre las inversiones realizadas en el ejercicio y el activo total, esperando una relación directa con la probabilidad de tener deuda bancaria a L/P.
- La posibilidad de que la empresa sufra restricciones financieras en su acceso a deuda, como consecuencia de la asimetría de información entre accionistas y acreedores. La variable definida para aproximar el grado de asimetría de información con los acreedores es una variable *dummy* que clasifica a las empresas en 3 grupos según su nivel de ventas (los puntos de corte son 7 millones y 40 millones de euros) (TAMvtas)¹². Esperamos que el acceso a financiación ajena sea mayor para las empresas de mayor tamaño, ya que estas características transmiten información positiva a los acreedores sobre la solvencia de la empresa. También hemos definido la variable *dummy* que identifica si la empresa forma parte de un grupo de empresas (grupo), esperando que ello favorezca el acceso a financiación bancaria, si bien no hemos incluido finalmente la variable en el modelo porque existe una correlación significativa entre esta variable y el tamaño, que determina problemas de multicolinealidad en las estimaciones.
- El principal objetivo de nuestro análisis: considerar el carácter diferencial del acceso a financiación ajena para las empresas familiares, a partir de una variable dicotómica que clasifica las empresas en familiares y no familiares (FAMILIAR). El planteamiento teórico que hemos hecho

anteriormente propone que las empresas familiares tienen una mayor aversión a la toma de riesgo financiero debido a la concentración de riesgos que tienen los empresarios familiares en su empresa, por lo que se espera una relación inversa con el acceso a financiación ajena.

Tabla 7. Primera etapa: Modelo *probit* para la probabilidad de tener deuda bancaria L/P

| Modelo Probit Binomial | | | | |
|---------------------------------|--------------------------|----------------|-------------------------|-------------|
| Estimación máxima verosimilitud | | | | |
| | Variable dependiente: | DBcoLP | Grados de libertad: | 4 |
| | Número de observaciones: | 1.571 | Nivel de significación: | 0 |
| | Iteraciones realizadas: | 5 | | |
| | Coefficiente | Error estándar | Coefi./ Er.est. | P[Z > z] |
| Constante | 0,3565 | 0,0965 | 3,693 | 0,0002 |
| RE | 0,0002 | 0,0005 | 0,464 | 0,6427 |
| INV | 0,0013 | 0,0006 | 2,224 | 0,0262 |
| TAMvtas | -0,0776 | 0,0429 | -1,807 | 0,0707 |
| FAMILIAR | 0,3487 | 0,0763 | 4,57 | 0 |

Los resultados del modelo *probit* muestran que la probabilidad de tener financiación bancaria no está condicionada por una supuesta preferencia de los directivos por la financiación interna, sino por las necesidades financieras que crean las oportunidades de inversión. Además, observamos una menor utilización de deuda bancaria a largo plazo por parte de las empresas de mayor tamaño¹³ y una mayor utilización por parte de las empresas familiares. Este resultado muestra que, aunque *a priori* las empresas más grandes tienen mejor acceso a financiación bancaria a largo plazo y en las empresas familiares pueda resultar relevante la aversión al riesgo de sus propietarios por la concentración de su riqueza en la empresa, son por el contrario las empresas de menor tamaño y las familiares las que más acceden finalmente al endeudamiento bancario. Este resultado concuerda con las líneas de investigación que argumentan que en las empresas de menor dimensión la inversión es menos sensible a la disponibilidad de *cash-flow*, por lo que la financiación externa y especialmente de tipo bancario tiene mayor relevancia (Kadapakkam, Kumar y Riddick, 1998). Por su parte, el mayor acceso observado de empresas familiares a financiación bancaria a largo

¹³ Cuando la variable "tamaño" se define como logaritmo neperiano de las ventas, el activo o el número de empleados, dicha variable no resulta estadísticamente significativa. Se considera que este resultado es coherente con la idea de que lo relevante no es tanto el tamaño como variable continua, como dato concreto, sino que es cuestión del rango de tamaño en que se encuentra la empresa, es decir, si es una pequeña, mediana o gran empresa.

¹² Otras definiciones alternativas que se consideran de la variable "tamaño" son el logaritmo neperiano del activo total, de las ventas y del número de empleados.



plazo está de acuerdo con el argumento de que los intermediarios financieros están más dispuestos a conceder financiación a empresas familiares, puesto que les asocian un menor riesgo financiero (costes de agencia), habida cuenta de la especial vinculación que propietarios y gerentes tienen en la empresa (Anderson, Mansi y Reeb, 2003).

Segunda etapa del modelo

Partiendo de las estimaciones de la primera etapa anteriormente referidas, la segunda etapa del modelo plantea un análisis de regresión explicativo de la estructura de capital de las empresas, controlando el posible sesgo de endogeneidad causado por la influencia del acceso a financiación ajena. El modelo es el siguiente:

$$END_i = \beta_0 + \beta_1 \text{EndSec}_i + \beta_2 \text{RE}_i + \beta_3 \text{INV}_i + \beta_4 \text{TAMvtas}_i + \beta_5 \text{FAMILIAR}_i + \beta_6 \lambda_i$$

La variable dependiente es el nivel de endeudamiento de la empresa (END), definido como la relación entre el total de deuda y el pasivo. Las variables explicativas son:

- Siguiendo la Teoría del *Trade-off*, se propone la estructura de capital como resultado de la búsqueda de un nivel de endeudamiento óptimo que podemos resumir en la similitud de los ratios de endeudamiento del sector. Se ha definido para ello la variable EndSec, que incluye el endeudamiento medio del sector al que pertenece la empresa, considerando 20 códigos de actividad CNAE.
- Según hemos planteado anteriormente, para aproximar las propuestas de la Teoría del *Pecking Order*, en torno a la preferencia por la autofinanciación y el recurso a deuda sólo si aún existen inversiones rentables, definimos como variables proxy la rentabilidad económica (RE) y las inversiones del periodo (INV).
- La importancia de las restricciones financieras nuevamente las consideramos a partir del tamaño de la empresa (TAMvtas), como característica que reduce la asimetría de información con los acreedores y favorece el acceso a financiación ajena.
- La variable *dummy* “FAMILIAR” se incluye para considerar la relevancia de la estructura de propiedad y control familiar en la elección del

ratio de endeudamiento empresarial.

- En último término se incluye la inversa del ratio de Mills para controlar el sesgo de endogeneidad, variable obtenida en la primera etapa de estimación.

Tabla 8. Segunda etapa: Análisis de regresión del nivel de endeudamiento

| Regresión mínimos cuadrados ordinarios | | | | |
|----------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------|-----------------|
| Variable dependiente = END | Media = 0,5725 | Desv. típica = 0,2302 | | |
| Observaciones = 1.571 | Parámetros = 7 | Grados de libertad = 1.564 | | |
| Residuos: | Suma de cuadrados = 75,1242 | Desviación típica = 0,2191 | | |
| Ajuste: | R-cuadrado = 0,0974 | R-cuadrado ajustado = 0,0939 | | |
| Test del modelo: | F[6, 1.564] = 28,13 | Valor probab. = 0 | | |
| Diagnóstico: | Log-L = 159,0220 | Restringido(b=0) Log-L = 78,5165 | | |
| Autocorrelación: | Estadístico Durbin-Watson = 1,94146 | Rho = 0,0292 | | |
| | Coefficiente | Error estándar | Coefi./ Er.est. | P [Z > z] |
| Constante | 0,0726 | 0,0755 | 0,961 | 0,3364 |
| EndSec | 0,919 | 0,1245 | 0,544 | 0 |
| RE | 0,0001 | 0,0001 | -1,038 | 0,5865 |
| INV | -0,0001 | 0,0001 | -2,163 | 0,2993 |
| TAMvtas | -0,0161 | 0,0074 | 0,437 | 0,0305 |
| FAMILIAR | 0,0055 | 0,0127 | 7,378 | 0,6624 |
| lambda | 0,0686 | 0,0071 | 9,616 | 0 |

Los resultados del contraste realizado se muestran favorables a las propuestas del *Trade-off* sobre la existencia de un ratio óptimo que asociamos al del sector de actividad (EndSec). Según estos resultados, el nivel de endeudamiento del sector de actividad al que pertenece la empresa es una referencia básica, determinante de la decisión de endeudamiento del sector. De acuerdo con este planteamiento, el endeudamiento medio del sector refleja el ratio que equilibra las ventajas fiscales de la deuda con los costes ligados al riesgo de quiebra o problemas financieros, muy condicionado por el riesgo sectorial o variabilidad típica de los beneficios empresariales. Por el contrario, no se observa que la preferencia de los directivos por la autofinanciación determine el nivel de endeudamiento de las empresas, ni tampoco su carácter familiar. Por lo que se refiere a las propuestas en relación a la relevancia de las restricciones financieras, aunque la variable tamaño es significativa, su signo es negativo, mostrando una relación inversa entre



endeudamiento y tamaño (que está de acuerdo con los ratios descriptivos mostrados en el apartado anterior), nuevamente en consonancia con los planteamientos de menor flexibilidad financiera que caracteriza a las empresas de menor dimensión y que las dirige al empleo de financiación ajena. Por su parte, la significación del parámetro lambda resalta la relevancia del sesgo de endogeneidad y, por tanto, la necesidad de controlar la diferente respuesta a las variables explicativas que tienen los dos grupos de empresas, las que acceden y las que no a deuda bancaria a largo plazo, a través del método bietápico de estimación.

Por consiguiente, los resultados de las estimaciones realizadas muestran que las empresas familiares tienen una mayor probabilidad de tener deuda bancaria a largo plazo, si bien el hecho de ser empresa familiar no resulta determinante de su estructura financiera. No obstante, si la regresión únicamente incluye la constante, la variable de empresa familiar y la inversa del ratio de Mills, entonces sí resulta determinante que la empresa sea familiar. La variable que resulta más determinante de la elección del nivel de endeudamiento de la empresa es el nivel de endeudamiento medio de su sector, como referencia que resume el equilibrio entre ventajas fiscales y riesgo financiero asociado a la deuda.

4.2.2. Determinantes del endeudamiento de las empresas: estimación con panel de datos

En la medida que el análisis previo se centra en el ejercicio 2002, seguidamente llevamos a cabo el análisis de los determinantes del endeudamiento sobre el panel de datos de todas las empresas que se incluyen en la Encuesta sobre Estrategias Empresariales en el periodo 1997-2002. Es decir, llevamos a cabo el análisis de la estructura de capital y sus determinantes para un periodo de 6 años, lo cual tiene como ventaja que permite considerar y controlar la incidencia de posibles efectos individuales asociados a cada empresa (procedentes de la heterogeneidad inobservable de cada entidad sobre la elección de su estructura de capital), así como los efectos temporales ligados a cada periodo. En total, tras depurar la base de datos como señalamos en el segundo epígrafe, disponemos de una base de datos con un total de 9.844 observaciones, que la tabla 9 concreta por años. Se trata de un panel incompleto, puesto que no todos los años se dispone de las

mismas empresas, aunque se identifica y considera el hecho de que se trate de la misma empresa en años sucesivos. La ventaja de considerar un panel incompleto, en lugar de eliminar de la base de datos aquellas empresas de las que no se disponga de información para todo el periodo, reside en evitar el “sesgo de supervivencia” en que se podría incurrir si únicamente se analizaran entidades que se mantuvieran todos los años, excluyendo empresas que por ejemplo pueden caracterizarse por haber tenido problemas financieros o hayan quebrado, motivos por los cuales hayan dejado de responder a la encuesta a partir de un momento determinado.

Tabla 9. Distribución del panel de datos por años (ESEE)

| Años | 2002 | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 | Total observaciones |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| Total empresas | 1.571 | 1.375 | 1.750 | 1.698 | 1.724 | 1.726 | 9.844 |
| Familiares | 572 | 546 | 562 | 663 | 583 | 773 | 3.699 |
| No familiares | 999 | 829 | 1.188 | 1.035 | 1.141 | 953 | 6.145 |

El modelo a estimar sobre la base de los datos de panel es el siguiente, siguiendo los argumentos previamente expuestos¹⁴:

$$END_{it} = \beta_0 + \beta_1 EndSec_{it} + \beta_2 RE_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 TAMvtas_{it} + \beta_5 FAMILIAR_{it} + v_i + \varepsilon_{it}$$

Los resultados de la estimación del modelo se presentan en la tabla 10, estimación que controla tanto los efectos individuales como los efectos temporales. Se presenta la estimación de “efectos fijos” (v_i representa los efectos fijos), en lugar de la de “efectos aleatorios”, ya que el Test de Hausman muestra que existe correlación entre los regresores y el efecto individual, por lo que no puede aceptarse la hipótesis de que son iguales los coeficientes con efectos fijos y aleatorios, en cuyo caso el estimador consistente es el de efectos fijos.



Tabla 10. Análisis con datos de panel de los determinantes del endeudamiento (muestra total)

| Regresión de efectos fijos (intragrupos) | | Número de observaciones = 9.802 | | |
|--------------------------------------------------|--------------|---------------------------------|-------|-------|
| Variable de agrupación (i) = empresa | | Número de grupos = 2.257 | | |
| R-cuadrado intragrupo = 0,0366 | | Observaciones por grupo = 1 | | |
| entregrupos = 0,0832 | | media = 4,3 | | |
| total = 0,0670 | | máximo = 6 | | |
| Corr (u _i , X _b) = 0,1176 | | F(5,7540) = 57,28 | | |
| | | Prob > F = 0,0000 | | |
| END | Coefficiente | Error estándar | t | P> t |
| EndSec | 0,6400 | 0,0597 | 10,72 | 0,000 |
| RE | -0,0498 | 0,0058 | -8,54 | 0,000 |
| INV | 0,0639 | 0,0071 | 8,89 | 0,000 |
| TAMvtas | 0,0048 | 0,0058 | 0,83 | 0,409 |
| FAMILIAR | -0,0057 | 0,0035 | -1,60 | 0,110 |
| Constante | 0,2034 | 0,0367 | 5,54 | 0,000 |
| Sigma_u | 0,2098 | | | |

Para el conjunto de empresas industriales españolas que abarca la Encuesta sobre Estrategias Empresariales para el periodo 1997-2002, resultan determinantes del nivel de endeudamiento de las empresas las referencias de endeudamiento medio de su sector de actividad (argumento *Trade-off*), así como también las propuestas de la Teoría de la Jerarquía de Preferencias, dado el signo negativo y significativo de la rentabilidad económica y el positivo de las inversiones. Esto es, cuando consideramos un horizonte temporal largo y no sólo un momento puntual (como era en el apartado anterior el año 2002), además de la referencia sectorial, las empresas condicionan su endeudamiento a la preferencia que tienen los directivos por la autofinanciación y a la existencia de oportunidades de inversión, de forma que cuanto mayor disponibilidad tengan de financiación interna, menor será el recurso a financiación ajena y mayor será en la medida que la empresa disponga de proyectos de inversión.

En esta estimación no resulta sin embargo significativa ni la variable que diferencia si la empresa es o no familiar, ni tampoco la que indica su tamaño, lo cual nos lleva a repetir las estimaciones dividiendo la muestra total en dos submuestras, una que agrupa a las empresas familiares (tabla 11) y otra a las empresas no familiares (tabla 12), con el fin de considerar que pudiera haber efectos cruzados.

Tabla 11. Análisis con datos de panel de los determinantes del endeudamiento: Empresas FAMILIARES

| Regresión de efectos fijos (intragrupos) | | Número de observaciones = 3.676 | | |
|--------------------------------------------------|--------------|---------------------------------|-------|-------|
| Variable de agrupación (i) = empresa | | Número de grupos = 1.186 | | |
| R-cuadrado intragrupo = 0,0342 | | Observaciones por grupo = 1 | | |
| entregrupos = 0,0864 | | media = 3,1 | | |
| total = 0,0690 | | máximo = 6 | | |
| Corr (u _i , X _b) = 0,1002 | | F(4,2486) = 21,98 | | |
| | | Prob > F = 0,0000 | | |
| END | Coefficiente | Error estándar | t | P> t |
| EndSec | 0,6065 | 0,1032 | 5,87 | 0,000 |
| RE | -0,0159 | 0,0089 | -1,78 | 0,075 |
| INV | 0,0646 | 0,0109 | 5,89 | 0,000 |
| TAMvtas | -0,0316 | 0,0124 | -2,54 | 0,011 |
| Constante | 0,2889 | 0,0634 | 4,55 | 0,000 |
| Sigma_u | 0,2128 | | | |
| Sigma_e | 0,0953 | | | |

Tabla 12. Análisis con datos de panel de los determinantes del endeudamiento: Empresas NO FAMILIARES

| Regresión de efectos fijos (intragrupos) | | Número de observaciones = 6.126 | | |
|--------------------------------------------------|--------------|---------------------------------|-------|-------|
| Variable de agrupación (i) = empresa | | Número de grupos = 1.854 | | |
| R-cuadrado intragrupo = 0,0435 | | Observaciones por grupo = 1 | | |
| entregrupos = 0,0544 | | media = 3,3 | | |
| total = 0,0578 | | máximo = 6 | | |
| Corr (u _i , X _b) = 0,0000 | | F(5,7540) = 48,54 | | |
| | | Prob > F = 0,0000 | | |
| END | Coefficiente | Error estándar | t | P> t |
| EndSec | 0,6567 | 0,0790 | 8,30 | 0,000 |
| RE | -0,0763 | 0,0084 | -9,07 | 0,000 |
| INV | 0,0608 | 0,0104 | 5,80 | 0,000 |
| TAMvtas | 0,0159 | 0,0071 | 2,24 | 0,000 |
| Constante | 0,1576 | 0,0485 | 3,25 | 0,000 |
| Sigma_u | 0,2131 | | | |
| Sigma_e | 0,0994 | | | |

La estimación por separado del panel de datos para el conjunto de empresas familiares y no familiares arroja un resultado interesante, ya que a la vez que se mantienen las conclusiones sobre la relevancia que tienen en todo caso

como determinantes del endeudamiento empresarial las referencias del endeudamiento típico en el sector de actividad, la preferencia de los directivos por la autofinanciación y la demanda de fondos ajenos que puede impulsar la existencia de oportunidades de inversión, observamos que el tamaño tiene un efecto contrario en empresas familiares y no familiares como determinante de su endeudamiento. En las empresas familiares el tamaño tiene un signo negativo, que concuerda con su aversión al riesgo y la menor flexibilidad financiera que tienen las empresas de menor dimensión, que son la mayoría. Por el contrario, el tamaño tiene un efecto positivo en las empresas no familiares como determinante de su nivel de endeudamiento, empresas para las que los intermediarios financieros tienen mayor incertidumbre o asimetría de información respecto a los propietarios y su vinculación con el proyecto empresarial, por lo que el tamaño opera como fuente de información y signo de solvencia de la empresa.

5. Conclusiones

El objetivo de esta primera parte del trabajo ha sido examinar las características y determinantes de la estructura de capital de las empresas, considerando la diferencia existente entre empresas familiares y no familiares. La base de datos que se ha tomado para la realización del estudio ha sido obtenida de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales que elabora la Fundación Empresa Pública, SEPI, con el patrocinio del Ministerio de Ciencia y Tecnología y que recoge información sobre las empresas industriales en España a lo largo del periodo 1997-2002. De acuerdo con los análisis econométricos realizados, pueden establecerse una serie de conclusiones de gran validez técnica:

1. A partir de un análisis descriptivo se aprecia que las empresas familiares tienen un tamaño significativamente menor que las no familiares. A su vez, las empresas de menor tamaño se caracterizan por un mayor endeudamiento.
2. En la estructura financiera de las empresas familiares tiene un mayor peso la financiación bancaria, tanto a largo como a corto plazo. Además, las empresas familiares de tamaño grande se caracterizan por tener un endeudamiento a más largo plazo.
3. Las diferencias observadas en la estructura de capital según la dimensión empresarial motiva un estudio econométrico más detallado antes de extraer conclusiones, para evitar asociar al carácter familiar una estructura financiera que puede estar influida básicamente por el tamaño de las empresas. La aplicación de un modelo *probit* sobre el endeudamiento bancario muestra que dicha financiación no está condicionada por una supuesta preferencia de los directivos por la financiación interna, sino por las necesidades financieras.
4. Las empresas familiares, y fundamentalmente las de menor tamaño, son las que más utilizan el endeudamiento bancario, en particular si nos referimos al largo plazo. Esta conclusión puede justificarse por la tendencia del sistema bancario a suponer un menor riesgo financiero a las empresas familiares, de acuerdo con la teoría de los costes de agencia (coincidencia entre propietarios y directivos de la empresa).
5. De acuerdo con el análisis de regresión del nivel de endeudamiento, se detecta que el endeudamiento medio del sector de actividad al que

pertenece la empresa es una referencia básica a la hora de determinar su nivel de deuda. En este sentido, no se aprecia que el carácter familiar o no sea una variable relevante a la hora de explicar el nivel de endeudamiento.

6. No se observan diferencias significativas en el coste de la financiación bancaria entre las empresas familiares y no familiares. Sin embargo, la aportación de garantías patrimoniales que caracteriza a las empresas pequeñas y a las de tipo familiar resalta el efectivo mayor coste de capital que asumen las empresas familiares.
7. Como resultado de las estimaciones realizadas en el modelo en “dos etapas”, que controla el sesgo de las empresas que no acceden en absoluto a financiación bancaria a largo plazo, se obtiene que las empresas familiares tienen una mayor probabilidad de tener deuda bancaria a largo plazo. Sin embargo, tras controlar el acceso de las empresas a financiación bancaria a largo plazo, la estructura financiera de las empresas familiares no se muestra diferente, siendo el nivel medio de endeudamiento del sector de actividad el principal determinante del endeudamiento empresarial.
8. Si se realiza un análisis dinámico del panel de datos para el período 1997-2002 se verifica que, al margen de la referencia media sectorial, las empresas condicionan su endeudamiento a la preferencia que tienen los directivos por la autofinanciación y a la existencia de oportunidades de inversión.
9. En el caso de las empresas familiares, la dimensión presenta un efecto diferente que en las no familiares, como variable determinante de su endeudamiento, una vez que se controla el acceso que tienen las empresas a financiación bancaria y sobre el conjunto de datos de panel. En las empresas familiares, la relación entre tamaño y endeudamiento es inversa, esto es, el endeudamiento es mayor para las empresas de menor tamaño, de acuerdo con la menor flexibilidad financiera que tienen las empresas más pequeñas, que son mayoritarias entre las empresas familiares.
10. Como resumen general de los diversos análisis realizados se aprecia que las empresas familiares tienden a limitar el recurso a la financiación



ajena a medida que aumenta su tamaño, al tiempo que se caracterizan por un menor tamaño. Estas restricciones a su crecimiento motivan que la internacionalización y la inversión en I+D+i de las empresas familiares españolas puedan considerarse como retos no resueltos adecuadamente por el momento.

Recomendaciones

Al margen de instrumentos mercantiles específicos como las acciones sin derecho a voto o la existencia de programas clásicos de apoyo financiero (basados en préstamos avalados para inversiones, préstamos participativos y préstamos para reestructuración financiera), es necesario plantearse de forma decidida el recurso al capital riesgo, a la incentivación de fusiones e incluso la alternativa de mercados organizados como los “segundos mercados”, con el fin de garantizar la suficiencia financiera necesaria para estas empresas. Si estos instrumentos reciben el apoyo legal, institucional y social adecuado, nuestras empresas familiares entrarán en una nueva senda de crecimiento, fortalecerán su posición competitiva a nivel internacional, e incrementarán su aportación al crecimiento de la renta y la riqueza nacional.

Para ello, el siguiente epígrafe propone algunas medidas y nuevos instrumentos que podrían facilitar la diversificación de riesgos, la reducción del coste de capital de las empresas y, por ende, el crecimiento de las empresas familiares.

6. Propuestas de medidas y nuevos instrumentos



El estudio empírico de la estructura financiera de las empresas familiares frente a las no familiares ha puesto de relieve el desequilibrio en el coste de la financiación para las empresas familiares. La ausencia de diferencias significativas en el coste de la financiación bancaria para las empresas familiares y no familiares en cada grupo de tamaño realmente implica un coste financiero extra para las empresas familiares, habida cuenta de la aportación de garantías patrimoniales que éstas realizan, reduciendo con ello el riesgo para la entidad financiera.

En condiciones normales el coste de la deuda para la empresa es:

$$K_d = (R_f + K)$$

donde K es la prima de riesgo y R_f el rendimiento del activo sin riesgo.

Esta fórmula corresponde al coste de la deuda para una empresa sin la aportación de garantías adicionales, es decir, teniendo en cuenta el riesgo de negocio y el riesgo financiero.

Considerando la aportación de garantías adicionales, el coste de la deuda debería ser:

$$K_d = R_f + (K - P_{put})$$

donde P_{put} es el ingreso que obtiene la empresa por la aportación de la garantía patrimonial adicional, es decir, por la venta de la *put* al tenedor de la deuda.

$$K_{d_m} = R_f + K_m$$

donde K_{d_m} es el coste de la deuda modificado por la nueva estructura de riesgo y K_m es el *spread*/prima de riesgo modificado por la reducción del riesgo al tenedor de la deuda.

La conclusión final es que $K_{d_m} < K_m$. En caso de no cumplirse la relación anterior, habrá un desajuste o ineficiencia del mercado que, por tanto, puede dar lugar a ajustes por arbitraje.

Sin embargo, actualmente y según la estructura actual del mercado de crédito para pequeñas y medianas empresas (tipología a la que principalmente pertenecen las empresas familiares), basado principalmente en el sistema bancario¹⁵, este desajuste no se puede corregir por:

- ▶ No disponer de una alternativa de acceso a los mercados financieros y/o a un endeudamiento sin garantías en los casos en los que la empresa ostenta una buena calidad crediticia. Los accionistas de empresas familiares asumen un mayor riesgo debido a la aportación de garantías (se elimina la *put* de la ley de quiebra). En consecuencia, la mayor aportación de garantías de tipo patrimonial motiva que las empresas familiares asuman un coste de capital mayor, a través del mayor coste efectivo de su deuda en dichas condiciones de riesgo para el intermediario financiero.
- ▶ No disponer de un mercado organizado de riesgo crediticio (derivados de crédito).

Las propuestas que desarrollamos seguidamente se resumen en:

- a) Agrupar distintas necesidades de financiación con el objetivo de eliminar la restricción del volumen en el acceso a los mercados financieros de deuda.
- b) Estandarizar un procedimiento a través del cual se pueda calificar de forma homogénea el riesgo crediticio o solvencia financiera de las empresas, así como valorar cada uno de estos segmentos de riesgo. O dicho de otro modo, generar el mecanismo adecuado donde los distintos agentes económicos puedan negociar dichos riesgos. Tal y como veremos más adelante entendemos por negociar:
 - La necesidad de eliminar/separar el riesgo crediticio del activo (derechos) en propiedad. Se refiere a la necesidad de comprar una cobertura sobre dichos riesgos.
 - La posibilidad de asumir riesgos de activos que no se disponen en cartera. Se refiere a la idoneidad de suministrar/vender dicha cobertura.

En concreto, se presentan a continuación tres nuevos instrumentos que facilitarían los objetivos mencionados de diversificación del riesgo y reducción del coste de la financiación empresarial:

¹⁵ Ver tabla nº3 capítulo 4º, del presente estudio



1. Mercado organizado de derivados de crédito (CDS/CDO) de perfil minorista
2. Emisión de deuda corporativa a través de un Pool (emisor)
3. Futuros y opciones sobre activos Pool nocionales

6.1. Mercado organizado de CDS/CDO

6.1.1. Introducción a los derivados de crédito

Los derivados de crédito son instrumentos de protección o cobertura frente al riesgo de crédito, derivado o relacionado con la tenencia de unos derechos en relación con un activo o bien. Estos instrumentos ofrecen solución a dos aspectos complejos como son la iliquidez de ciertas inversiones crediticias (préstamos, créditos, transacciones a crédito con clientes) y el apalancamiento financiero. Los derivados de crédito, como instrumentos derivados, basan su valor en el riesgo de crédito de la entidad/emisor de referencia o de un activo de referencia (pagaré, bono, obligación, préstamo, crédito, etc.). Una de las ventajas más importantes de este tipo de activos en relación con el objeto de este estudio es la capacidad que tienen para aislar y negociar (cotizar) un riesgo determinado de la valoración conjunta del activo. En concreto, permiten gestionar de forma aislada el riesgo de crédito de un activo a través de:

- El riesgo de variación del precio de un activo por variaciones en la calidad crediticia del emisor (riesgo de *spread*)
- Riesgo de *Default* por impago o incumplimiento, que es en el que nos centraremos en este estudio.

Tipos de derivados de crédito

| Derivado de crédito | Sirve para gestionar el |
|-----------------------|-----------------------------------------------------|
| Credit Default Swap | Riesgo de impago (<i>default</i>) |
| Credit Spread Options | Riesgo de cambio de rating (<i>spread</i>) |
| Total Return Swap | Riesgo de crédito (los dos anteriores) y de mercado |

El **CDS** (*Credit Default Swap*) es un derivado financiero de cobertura del riesgo de crédito donde el comprador persigue protegerse del riesgo de crédito (impago, demora del pago, quiebra, etc.) a cambio del pago de una prima. Su contrapartida, el vendedor, asume, a cambio de percibir una prima, la obligación de compensar los daños causados (realizar un pago) al comprador del contrato derivado de crédito, como consecuencia de haberse consumado uno de los riesgos de crédito (impago, etc.) en relación con el activo (bono, crédito, derecho de cobro, etc.) que tiene en cartera. En el caso de producirse el evento de crédito, la liquidación del contrato se puede realizar por entrega o por diferencias. En el proceso de liquidación por entrega, el comprador entrega el activo en *default* (impago) y el vendedor le abona su nominal, o el porcentaje sobre el nominal pactado al inicio. Cuando se liquida por diferencias, el vendedor abona al comprador la diferencia entre el nominal del contrato y el valor del activo después del *default*, siendo esta opción menos habitual.



Una **CDO** (*Credit Default Option*) es aquel CDS en el que, por tener un vencimiento muy corto, el comprador sólo realiza un pago y lo desembolsa al inicio (*up front*). En estos casos es exactamente lo mismo un CDS que una opción. En referencia al proceso de liquidación del contrato, al producirse un evento de crédito es importante mencionar las siguientes características de un CDS, tales como: exigibilidad directa al vendedor de la protección, definición explícita del activo de referencia, irrevocabilidad e incondicionalidad.

Los diferentes modelos que existen para valorar un CDS se basan principalmente en la probabilidad de *default* o transición, la tasa de recuperación, y la E.T.T.I (estructura temporal de tipos de interés), siendo la probabilidad de *default*, junto con la tasa de recuperación, uno de los principales problemas en la valoración de los derivados de crédito.



6.1.2. Desarrollo del mercado organizado de CDS/CDO

El mercado organizado de derivados de crédito propuesto tiene por objetivo facilitar a los distintos agentes económicos nuevos instrumentos para la gestión de sus riesgos de crédito asumidos, así como poner en valor de mercado el riesgo crediticio que generan a terceros. Para conseguir este objetivo, se tendrán en cuenta diferentes instrumentos de derivados de crédito, utilizados en los mercados OTC al por mayor, tales como los CDS (Credit Defalut Swap) y CDO (Credit Default Option) ya mencionados, para el desarrollo de productos con la finalidad de gestionar distintos tipos de riesgos crediticios; riesgo en la inversión comercial (crédito comercial) y riesgo crediticio en operaciones de deuda a corto, medio y largo plazo.

El comprador es el demandante de cobertura de riesgo, es decir, es la parte de la transacción que quiere cubrirse ante la posibilidad de default (impago) sobre los derechos de cobro futuros que tiene, a cambio del pago de una prima (coste). El vendedor es el oferente de la cobertura de riesgo, es decir, es la parte que asume el impago de los derechos de cobro de la parte compradora e ingresa una prima por asimir este riesgo.

El mercado estará segmentado por grupos de riesgo de crédito. Sólo se podrán negociar riesgos de un nombre de referencia o activo en su segmento o grupo de calificación crediticia correspondiente, por parte de la posición compradora, por ser quien aporta el activo en la liquidación del contrato por entrega, en caso de default.

En el proceso del activo entregable es importante que el mecanismo a través del cual el comprador aporta un activo con riesgo (entregable o activo subyacente) a la cámara sea lo más transparente y comprensible posible. Por dicha razón es importante e indispensable que el activo entregable sea un activo con calificación crediticia¹⁶, aprobada por la cámara de compensación del mercado.

Fig.1. Estructura del proceso en un CDO crédito comercial



Ejemplo: CDO crédito comercial

También es muy importante el procedimiento de entrega, confirmación y verificación del tipo de activo que entrega el comprador en caso de ejercer su derecho por situación de default del activo de referencia.

Según hemos mencionado al principio, y tras analizar las distintas necesidades que tienen los agentes económicos, proponemos la implementación de los siguientes productos:

| | |
|--------------------|------------------------------------------------|
| Corto plazo | CDO crédito comercial (según ejemplo anterior) |
| | CDO deuda 12 meses |
| Medio plazo | CDS a 2 años |
| | CDS a 3 años |
| | CDS a 5 años |
| Largo plazo | CDS a 10 años |

La evolución de las primas de los CDS en todos sus plazos temporales nos aportará cierta información tanto sectorial como por segmento de calificación crediticia en relación a la eficiencia o estructura de la gestión financiera de las empresas que la componen. Tal y como analizaremos más adelante, al analizar la Estructura Temporal de Probabilidades de Default (E.T.P.D) o la estructura de primas de un mismo segmento de calificación crediticia o de un sector de actividad en concreto, obtendremos bastante información acerca de su estructura financiera.

84 ¹⁶ Aspecto desarrollado más adelante en el apartado 6.1.2.1 Calificación crediticia y certificación financiera



Los CDS y CDO a corto plazo, a través de la calificación crediticia, así como por la evolución de las primas, nos aportarán información sobre el nivel de las necesidades de capital circulante (NCC) y del capital de trabajo. Las calificaciones crediticias a corto plazo y concretamente en el caso de los CDS sobre crédito comercial, nos mostrarán su capacidad para hacer frente a las obligaciones de pago en el corto plazo.

Por medio de las calificaciones crediticias y de la evolución de las primas de los CDS a medio y largo plazo, obtendremos información relevante sobre la calidad crediticia tanto de una empresa en concreto, como de un segmento crediticio o sector de actividad específico, en relación a su estructura financiera, recursos permanentes, etc.

Dentro de la familia de productos de corto plazo, cabe mencionar el **CDO crédito comercial** (fig.1), tanto por su novedad y escasez de alternativas actuales como por el concepto amplio de gestión del riesgo que aporta frente al concepto de cobertura actual.

El CDO crédito comercial tiene por finalidad ser un instrumento de gestión del riesgo crediticio asumido en las inversiones realizadas en el realizable de las compañías, o derechos de cobro en un plazo futuro.

El comprador de un CDO crédito comercial se protege frente al riesgo de insolvencia o impago (*default*) del emisor del activo que tiene en cartera, es decir, del impago de los derechos de cobro futuros que tiene sobre su cliente ante el mercado (un tercero). Si al vencimiento del contrato los mencionados derechos de cobro resultan impagados, el comprador del CDO entrega dichos derechos (activo) al vendedor y éste le abona el nominal de la deuda o inversión a cambio de una prima pagada por el comprador al inicio de la cobertura (operación).

En cuanto a las **características del contrato CDO crédito comercial**, y en relación a las especificaciones técnicas, la cotización se expresará en "spread", siendo en tasa anualizada y con un único pago sobre el nominal del contrato, que se realizará al inicio de la operación (toma de la cobertura). Es importante que tenga un nominal reducido con el objetivo de ser un instrumento ampliamente utilizado y con la finalidad de alcanzar la máxima liquidez y volumen de contratación posible. El nominal del contrato estará comprendido entre 30.000 y 100.000 euros. La liquidación del contrato se realizará

por entrega del activo en *default* según los sucesos de crédito definidos. Tales sucesos serán principalmente: quiebra, impago, reestructuraciones, etc., que impidan ejercer el derecho de cobro por parte del tenedor del activo o comprador del CDS crédito comercial. En referencia al plazo se puede optar entre un período estándar de 1 a 3 meses, prolongando la cobertura mediante contratos *time spread* o establecer contratos de plazos fijos a 3, 6, 9 y 12 meses.

Es interesante y necesario realizar una segmentación del mercado no sólo por categorías de *rating*, sino también por sectores:

- ▶ Por sectores de actividad: agrícolas, industrias, servicios, inmobiliarias, etc.
- ▶ Administraciones públicas: haciendas locales (ayuntamientos), comunidades autónomas, etc. En este segmento podría ser casi complementario del descuento bancario, ya que la tasa de recuperación del activo de referencia o subyacente es, en principio, del 100%, con lo que si hay un *default*, en realidad es un aplazamiento del cobro. Dependiendo de la prima recibida, podrían haber agentes financieros interesados en dichas operaciones.

Podría plantearse la conveniencia de que pasado un tiempo máximo establecido a partir del evento de crédito (*default*) el tenedor del activo del organismo público (posición vendedora del CDS crédito comercial) lo pudiese canjear por deuda pública del estado. En este caso, se tendría que determinar qué figura sería la que realizaría la aportación de la deuda del tesoro de España. Por ejemplo si transcurridos 100 ó 200 días tras del evento de crédito el vendedor del CDS no ha recibido el principal del activo, entonces el Estado, a través del Banco de España, podría permitir el canje de dicha deuda por nuevas emisiones de Letras del Tesoro y un plazo máximo de 12 meses.

6.1.2.1. Calificación crediticia y certificación financiera

Tal y como podemos intuir, el modelo de un mercado organizado de CDS/CDO (derivados de crédito) se debe sustentar sobre un sistema eficiente y creíble de calificación del riesgo, tal y como sucede en los mercados OTC con un perfil mayorista o en los mercados de deuda corporativa basados en la credibilidad e independencia de las agencias de *rating*. En el modelo de mercado organizado de derivados de crédito que se plantea, la calificación crediticia de forma homogénea por segmentos de riesgo es de vital impor-



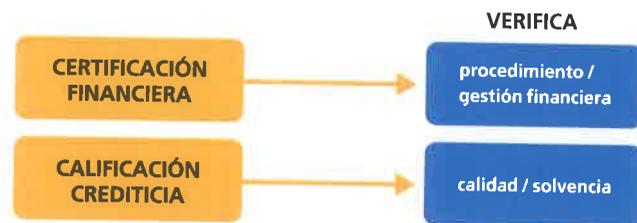
tancia y el primer paso para conseguir un mercado organizado eficiente, ya que el mercado valora el riesgo de los activos de referencia en función del sector, tamaño de la compañía y calidad crediticia, fundamentalmente. El segundo paso consiste en introducir esa homogeneización de segmentos crediticios en las especificaciones de los contratos que se negocien. En este sentido podemos diferenciar dos procesos:

- La segmentación por calidades crediticias la impone el mercado organizado a las agencias calificadoras.
- O bien, que el mercado organizado/cámara de compensación adopta la clasificación que exista en el mercado de riesgo crediticio.

Por todo lo anteriormente comentado es importante mencionar que una buena calidad financiera o crediticia no sólo viene dada por una estructura financiera adecuada, una rentabilidad elevada de los activos o por una buena diversificación tanto de los mercados como de los clientes, sino también por una elevada eficiencia y control en todos los procedimientos relacionados con el flujo financiero que la empresa genera.

Es en este segundo concepto donde podemos mejorar de forma evidente con la introducción de un modelo de certificación financiera como medida de verificación de los procedimientos tanto administrativos como de toma de decisiones en los aspectos de ámbito financiero.

Dicha certificación financiera (procedimientos) ofrecería al mercado operativo al que se dirige la compañía, así como al mercado financiero, una mayor estabilidad de su calidad crediticia en el tiempo.



El mercado organizado de CDS no tiene que incidir en el desarrollo de dicho mercado de certificación de los procesos financieros de las empresas, aunque sí es cierto que el desarrollo de dicho mercado afecta de forma muy positiva a la implantación y desarrollo del mercado organizado de CDS, en

relación a la credibilidad de la solvencia crediticia de los activos de referencia aportados al mercado. Teniendo en cuenta la estructura actual de compañías certificadoras, consultoras, etc. en relación a la implantación de las normas de calidad ISO, sería coherente la utilización de dicha estructura.

En cuanto a la estructura del mercado de calificación crediticia, es importante que se tenga en cuenta que al final de todo, la calidad crediticia es una parte de vital importancia de la negociación en el mercado organizado de CDS. Tal y como se ha mencionado, es más eficiente que la estructura de calificación crediticia la defina el mercado organizado y la calificación crediticia de las empresas la realicen las distintas empresas de *rating*, bajo el modelo de autorización administrativa concedida por la cámara. Uno de los objetivos primordiales por parte de la cámara del mercado organizado de CDS será el control y supervisión de las empresas de calificación crediticia, realizando periódicamente auditorías.

6.1.2.2. Utilidad del CDO Crédito Comercial en la gestión / diversificación del riesgo

En principio, a cualquier empresa le interesa tener acceso al mercado (calificación) a fin de poder gestionar su crédito/riesgo comercial a un coste más reducido cuando ésta ejerce de proveedor y, en el caso que sea cliente, no le importará facilitar su calificación crediticia.

Es una relación de incentivo distinta que con una certificación de calidad, tipo ISO, donde es el cliente quién exige al proveedor un cierto grado de garantía de su calidad productiva.

Cualquier empresa querrá tener clientes con la mejor calidad crediticia posible para reducir su coste medio de gestión del crédito o su riesgo medio comercial. A medio/largo plazo una mayor demanda de clientes con un elevado *rating* permitirá a estas compañías trasladar el menor coste de gestión del crédito que obtenga su proveedor al precio de la transacción comercial (producto, etc.) y al período/tiempo de financiación, aumentándolo sin coste alguno.

Si tenemos un riesgo comercial cubierto o inmunizado podremos conseguir financiación a un menor coste para dicha inversión en circulante así como optar a una mejor calidad de la deuda en el corto plazo accediendo a una



mayor proporción de las pólizas de crédito y reducir el descuento financiero de efectos.

Al final, la empresa habrá conseguido mejorar la calidad de la deuda a corto plazo y su coste gracias a la desintermediación del riesgo comercial.

De este modo, la calidad de la deuda a corto plazo mejora por la desintermediación del riesgo y nos permite pasar de una utilización masiva del descuento bancario a la póliza de crédito.

Asimismo, se podrán crear nuevos vínculos, pignorando los flujos de los derivados de crédito con la póliza de crédito. De esta forma el banco no asume ningún riesgo (pagos garantizados por la cámara de compensación) pudiendo ser la póliza más barata (coste financiero) y permitir gestionar mejor las necesidades de capital circulante de la empresa, por disponer de una financiación ajustable a sus necesidades.

Estrategia de diversificación del riesgo

Una empresa que tenga una elevada concentración de riesgo en sus ingresos por una excesiva concentración sectorial o por una mala diversificación de la calidad crediticia de sus clientes, en ambos casos debido tanto a una elevada especialización de sus productos como por una estrategia comercial de ámbito local, podrá diversificar su riesgo de negocio en el mercado organizado de CDS, mediante los CDO crédito comercial, tomando posiciones en sectores de actividad y segmentos de calidad crediticia distintos a su portafolio actual.

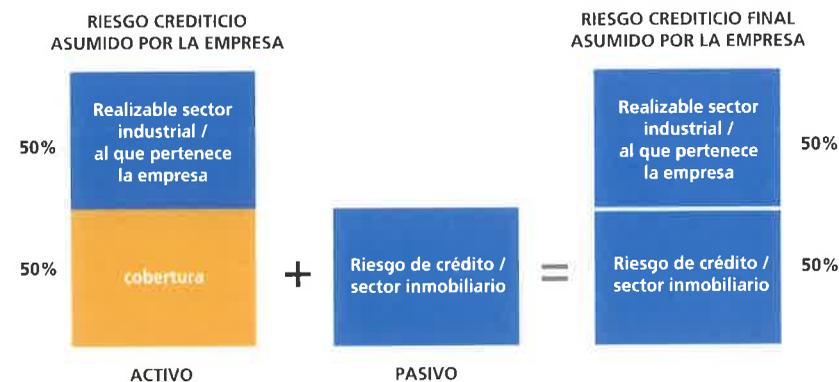
Cuando una empresa se cubre (toma una posición compradora), en el caso de impago del activo de referencia el comprador deberá entregar, en el proceso de liquidación por entrega a vencimiento, un activo (derechos de cobro) del mismo sector de actividad del contrato negociado y de igual o superior categoría o calificación crediticia.



Actualmente, el riesgo de una empresa sólo se puede gestionar mediante la diversificación operativa de los negocios, es decir, mediante la generación de flujos financieros con riesgos operativos distintos, precisamente por no poder gestionar de forma separada el riesgo operativo, financiero, etc. y los flujos financieros. Con la aparición de un mercado organizado de derivados de crédito corporativo (comercial, etc.), el proceso de diversificación del riesgo será más fácil y apto para agentes económicos minoristas, tales como pequeñas y medianas empresas, empresas patrimoniales, etc., lo que generará nuevos segmentos y oportunidades de inversión con la aparición de nuevos agentes intermediarios de riesgo que podrán complementar al sector asegurador, como principal partícipe de este segmento de inversión. En términos generales, las empresas tendrán un nuevo instrumento para poder gestionar el riesgo de su activo de una forma más eficiente y sin tener que dividir sus esfuerzos fuera del mercado operativo, donde son especialistas y eficientes. Por poner un ejemplo, las empresas podrán cubrir un % de su realizable y asumir riesgo en la misma proporción pero en otro sector económico o segmento crediticio.

Tomemos como ejemplo una empresa industrial que:

- Cubre el 50% del riesgo crediticio de su cartera de clientes en el sector industrial.
- Asume riesgo (posición vendedora) en otro sector de actividad, por ejemplo en el sector inmobiliario, en el mismo segmento de calificación crediticia que el nivel promedio de su cartera actual.





Esta operación de diversificación del riesgo crediticio de la empresa presupone ciertos conceptos, tales como:

- a) La parte del realizable de clientes es una inversión de tipo crediticio y, como tal, se asume un riesgo.
- b) Vender un CDS es igual a asumir el riesgo crediticio del realizable de la contrapartida del derivado de crédito.
- c) Al final, unificamos conceptos y decimos que el riesgo de no cobrar es igual al riesgo de tener que pagar, siempre y cuando la obligación de pagar (por el derivado de crédito) sea equivalente en términos de *cash-flow* a la cobertura, tanto parcial como total, realizada en nuestro activo circulante. De no ser así y en el caso de que la obligación de pago por el derivado sea mayor que la cobertura realizada, estaríamos añadiendo un riesgo financiero/económico a nuestro activo.
- d) Siempre que los nominales sean iguales no asumiremos riesgo económico alguno.
- e) Riesgo financiero, dependiendo de las características del derivado de crédito:

– Ejercicio del derecho y ejecución de las obligaciones al vencimiento del contrato derivado. En este caso no asumiremos plazos temporales distintos en el peor de los casos posibles, es decir, cuando hemos tenido dos eventos de crédito desfavorables:

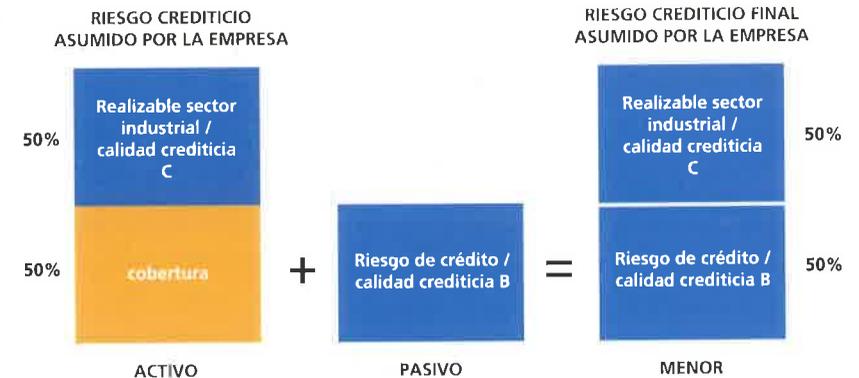
1. Incumplimiento de pago por parte de nuestro cliente y ejercemos el derecho de cobro del nominal del contrato (posición compradora).
2. Nos ejercen la obligación de pago que hemos asumido por nuestra posición vendedora en el mercado. En dicha situación el flujo financiero positivo y negativo se compensará en la misma fecha valor (fecha de liquidación del contrato).

– Ejercicio del derecho y ejecución de las obligaciones durante la vigencia del contrato derivado. En este caso podremos asumir un riesgo o coste financiero debido a un desfase temporal entre el pago de las obligaciones y el cobro del realizable del cliente o del ejercicio de la cobertura de crédito por impago del cliente.

En este ejemplo hemos realizado una diversificación del riesgo comercial por sectores de actividad, siendo también diversificable el riesgo crediticio promedio del portafolio de los clientes de la empresa. Se trata en realidad de realizar el mismo procedimiento anterior, pero utilizando los diferentes segmentos de calificación crediticia dentro del mismo sector de actividad:

- ▶ Cubriendo el 50% del riesgo crediticio asumido por la calidad crediticia media del portafolio de clientes, tomando una posición compradora en el mercado de derivados de crédito.
- ▶ Tomando una posición vendedora en el mercado de derivados de crédito en el mismo sector de actividad, aunque en otro segmento crediticio (categoría).

Cabe decir que en este ejemplo la operación de diversificación tiene un resultado neto final con coste, ya que obviamente la prima pagada en el segmento “C” tiene que ser superior al ingreso obtenido por la posición vendedora en el segmento crediticio “B”.



6.1.3. Efectos del mercado organizado de CDS en el sector crediticio

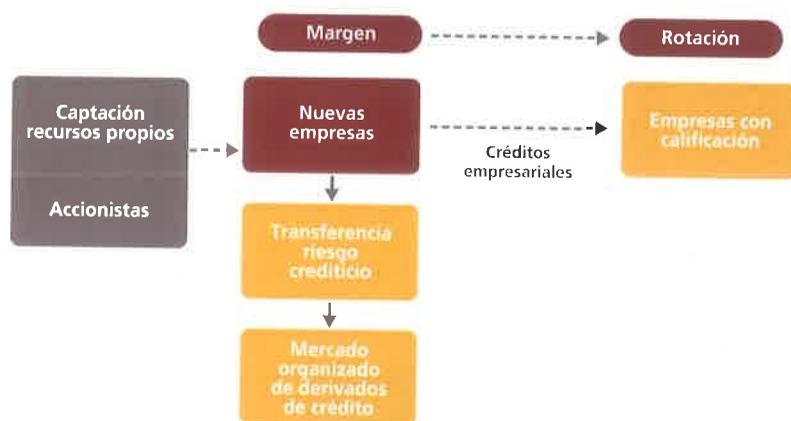
Se puede desarrollar un mercado crediticio con una estructura diferente debido a:

- a) Descentralización y deslocalización de la distribución. No hace falta red física (oficinas) con el objetivo de diversificar por zonas geográficas y segmentos de actividad económica. Diversificar la cartera de



créditos a través del mercado organizado de derivados de crédito:

- Al ser mercado organizado no se necesita líneas de crédito para tomar una posición vendedora, tan sólo depositar garantías.
 - Al ser un mercado organizado y minorista, no se necesita cruzar operaciones con importes nominales elevados por transacción.
- b) Se potencia un mayor número de entidades de crédito debido a la capacidad de reducir el riesgo mediante coberturas y operaciones de gestión y diversificación del riesgo de crédito.
- c) Posibilidad de generar nuevos modelos de negocio, en el segmento crediticio, debido a la migración del modelo de:

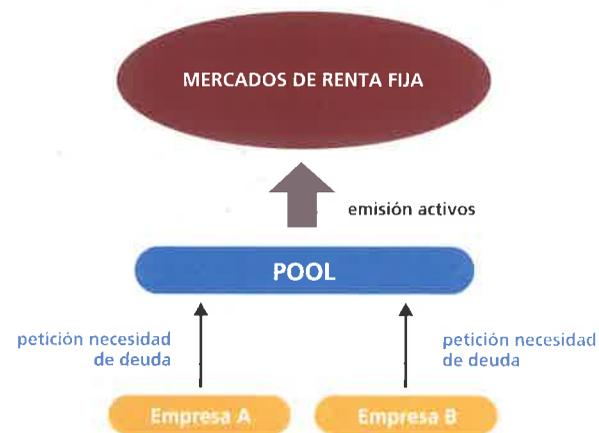


Estas nuevas empresas pueden operar con poca infraestructura ya que los pagos y cobros se pueden realizar a través del sistema bancario. Al final, por presión del mercado, las empresas acceden al crédito a un menor coste.

Debido a los puntos “a” y “b” se pueden potenciar modelos de negocio crediticio con un ámbito de actuación local y con un alto grado de especialización sectorial, tales como las cooperativas de crédito, etc.

6.2. Emisión de deuda corporativa a través de un *pool* (emisor)

El segundo de los instrumentos que se propone es la creación de un *pool* que agrupe las deudas de las empresas (nuevas emisiones) con una buena calidad crediticia y que emita activos en los mercados monetarios y de renta fija en todos los tramos de la curva (1, 3, 5 y 10 años) principalmente.



Sólo podrán acceder a las emisiones del *pool* las empresas con certificación financiera y calificación crediticia. Las mismas que podrán acceder al mercado organizado de CDS/CDO. En definitiva, con la aparición del *pool* lo que se consigue es extender el proceso de desintermediación bancaria a aquellos agentes económicos que no han podido acceder a ella por no alcanzar un volumen adecuado de deuda por emisión con el que acudir a los mercados financieros.

Los activos del *pool* podrían estar clasificados por sectores, calidades crediticias, tal y como hemos descrito anteriormente, y por activos diversificados por sectores, calidades crediticias o por ambos a la vez.

También es cierto que si conseguimos aislar el riesgo de crédito de dichos activos podremos ofrecer distintas estructuras de financiación realmente novedosas para las características de dichas empresas y administraciones locales, tales como bonos cupones cero. Ello nos permitiría tener una



estructura de tipos de interés corporativa (1, 3, 5 y 10 años), teniendo la posibilidad de gestionar su riesgo de mercado y riesgo de crédito (riesgo de *default*). Este mismo concepto mencionado desde el punto de vista de la deuda corporativa lo podemos aplicar también a la financiación de las corporaciones locales (ayuntamientos), al déficit sanitario de las comunidades autónomas, etc. También cabría la posibilidad de utilizar otras estructuras de financiación introduciendo ventajas fiscales, como es el caso del mercado de bonos municipales de EE.UU (*Muni Bond*) o las emisiones de las *Federal Agencies*, también en EE.UU, que facilitarían una estructura de financiación pública descentralizada y desintermediada muy eficiente.

6.2.1. CDS sobre activos del *pool*

Tal y como hemos mencionado anteriormente, cada activo emitido por el *pool* estará compuesto por activos de deuda de compañías con calificación crediticia, con lo que podremos obtener la calificación crediticia del activo del *pool*.

$$\text{Calif. / crediticia / activoPOOL} = \left(\frac{X_1 \times Cc_1 + X_2 \times Cc_2 + \dots + X_n \times Cc_n}{X} \right)$$

| Activo | Calificación Crediticia | Proporción Activo |
|--------|-------------------------|-------------------|
| 1 | A | 50% |
| 2 | B | 40% |
| 3 | C | 10% |

Cc = es la calificación crediticia de la empresa

X_n = proporción de la empresa en el activo del *pool*

Una vez definida la calificación crediticia del activo del *pool*, cada activo del *pool* tendrá su cotización en el mercado de crédito (CDS). En la emisión del activo, el precio del CDS/CDO del activo del *pool* sería calculado utilizando:

- ▶ La proporción de cada empresa en el activo del *pool*
- ▶ La prima del CDS de cada empresa que forma parte del activo del *pool* (calificación crediticia)

Con el objetivo de concentrar la negociación y obtener la máxima liquidez, sería interesante diseñar un CDS/CDO notional, con un FC (factor de conversión) que relacione el riesgo de *default* de cada activo (pagaré, bono u obligación) emitido por el *pool* con el riesgo notional (CDS/CDO notional).

Independientemente del CDS notional, sabemos que el CDS del activo del *pool* (su prima), se podrá descomponer en la proporción que cada activo/empresa forma parte de la emisión del activo del *pool*, pudiéndose hacer arbitraje entre el precio del CDS/CDO del activo del *pool* y la cotización de los CDS de las empresas que forman parte de la emisión del *pool*.

Ejemplo:

| Empresa | Calif. crediticia | Proporción en activo del <i>pool</i> | Prima CDS <i>pool</i> |
|--------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|-----------------------|
| 1 | A | 50% | 110 p.b |
| 2 | B | 50% | |
| Cotización primas CDS por sectores y calificación crediticia | | | |
| 1 | A | | 40 p.b |
| 2 | B | | 60 p.b |

6.2.2. Arbitraje. Mecanismo de ajuste

El arbitraje como mecanismo de ajuste se dará siempre que la prima del CDS del *pool* tenga una cotización distinta a la suma de las primas de los CDS de las calificaciones crediticias de las empresas que forman parte del activo del *pool*. Es decir, en equilibrio, el "todo" siempre tiene que ser igual a la suma de las partes que lo integran.

Entonces si partimos del equilibrio, podemos identificar dos escenarios en desequilibrio:

1. Si la prima o precio del CDS del *pool* es superior a la suma de las primas de los CDS de las calificaciones crediticias de las empresas que forman parte del activo del *pool*, realizaremos las siguientes operaciones de ajuste:



- Venta CDS *pool*
- Compra CDS compañías que integran el activo del *pool*

a) Como resultado de dichas operaciones, obtendremos el siguiente flujo:

$$\text{Resultado} = 110 - (60+40) = 10 \text{ p.b}$$

Para que se pueda ejecutar el arbitraje, los nominales tienen que ser múltiplos. Es decir, la proporción del activo (empresa) con calificación crediticia sector A que forma parte del *pool* (activo) no puede tener un nominal inferior al nominal del contrato del CDS mercado crediticio.

- b) La parte con riesgo es la venta CDS *pool* que queda compensada con la compra de cobertura en el segmento crediticio determinado.
- c) En caso de *default* en el activo del *pool*, recibo el activo de referencia impagado (empresa) y lo entrego al vencimiento del CDS en el mercado CDS del segmento crediticio al que pertenezca la referencia:
- En este caso de arbitraje, se entiende que no dejamos de percibir rendimiento alguno por el *default* del activo de parte del *pool*, ya que no tenemos el activo (bono u obligación del *pool*).
 - La venta del CDS *pool* + compra CDS compañías que integran el activo del *pool* se puede hacer bien, por que si hay un *default* en CDS *pool* lo puedo entregar en el CDS del mercado genérico.
2. En el sentido opuesto del desajuste, es decir, cuando la cotización de la prima del CDS del *pool* es inferior a la suma de las primas de los CDS de las calificaciones crediticias de las empresas que forman parte del activo del *pool*.

| Prima CDS <i>pool</i> | Prima CDS mdo. |
|-----------------------|----------------|
| 90 | A = 40 p.b |
| | B = 60 p.b |
| Total | 100 p.b |

Las operaciones a realizar para el ajuste serían:

- Compra CDS *pool*: desembolso de 90 p.b
- Venta de CDS empresas del *pool* (A+B): ingreso de 100 p.b

En este caso, el mecanismo de ajuste en caso de *default* en la posición vendedora sería su entrega en la posición compradora del CDS *pool*, siendo imposible por tener que modificar la estructura de la composición del subyacente del CDS *pool*, es decir el activo de deuda emitido por el *pool*.

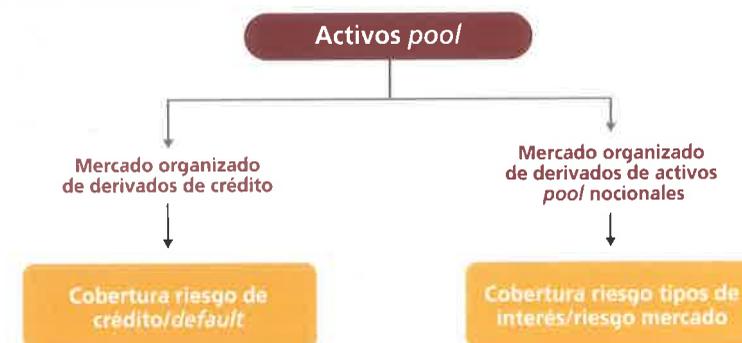
El equilibrio vendría por un ajuste en el mercado de crédito en general, ya que se incentivaría la inversión en bonos u obligaciones diversificadas del *pool* y la demanda en su cobertura del crédito de riesgo, por resultar más eficientes (rentabilidad efectiva vs. riesgo), al obtener un activo libre de riesgo (riesgo específico) pero con una rentabilidad superior a la deuda del Estado.

6.2.3. Futuros y opciones sobre activos *pool* nocionales

Tras la emisión de activos del *pool* en todos los tramos de la curva, destacando los vencimientos de 1, 3, 5 y 10 años, podemos desarrollar un mercado de derivados basado en instrumentos como los futuros y opciones cuyos activos subyacentes sean activos nocionales. Adoptamos el mismo concepto que en los mercados de futuros sobre deuda soberana donde a través del factor de conversión, relacionamos los diferentes activos del mercado secundario pertenecientes a la lista de entregables, con la cotización del derivado.

La generación de estos instrumentos derivados permitiría a los inversores de los activos del *pool* disponer de herramientas adecuadas para gestionar el riesgo de mercado o riesgo de tipos de interés en toda la curva, complementándose con los derivados de crédito analizados anteriormente.

Al final tendremos:





6.3. Eficiencias aportadas al sistema con los nuevos instrumentos

6.3.1. Mejora del apalancamiento financiero (umbral)

El coste financiero de una empresa se comporta como los costes fijos en el apalancamiento operativo. Al aumentar la deuda, el beneficio aumenta siempre que el ROA (rentabilidad sobre los activos) supere el coste de la deuda (Kd). Si entendemos que Kd se comporta como un coste fijo, por ser independiente de la evolución de las ventas, decimos que al aumentar la deuda aumenta el beneficio y el ROE (rentabilidad sobre los fondos propios), siempre que el $ROA > Kd$, pero también aumenta el riesgo, la variabilidad o dispersión de los resultados por tener una estructura de costes más rígida. Al aumentar la deuda, las entidades financieras percibirán un mayor riesgo financiero, aumentando el coste de la deuda por un aumento de la prima de riesgo. Dicho aumento en Kd no sólo está compuesto por el incremento de riesgo, sino que implícitamente conlleva un aumento del margen de intermediación financiera.

De ser cierto y demostrable de forma empírica, podríamos concluir que un mercado organizado de CDS/CDO aumentaría la capacidad de apalancamiento financiero de las compañías, puesto que al cotizar de forma separada el riesgo y el coste de financiación, el aumento de la deuda en el peor de los casos incidiría en un cambio de *rating*/calificación de la compañía, aumentando su riesgo y el precio del mismo (coste de la cobertura/protección de *default*).

De este modo, debería cumplirse lo siguiente.

Coste financiero + precio riesgo (el nuevo) < coste financiero sistema bancario

Es decir, la suma del coste financiero más el precio del riesgo (cotización) tendría que ser inferior al coste financiero asumido actualmente por una empresa en el sistema bancario, al aumentar el riesgo de la empresa por apalancar su estructura financiera. Dicho de otra forma, manteniendo la estructura financiera actual de las empresas medianas y pequeñas, permitiría reducir su coste promedio de capital (WACC) por una reducción de Kd, así como incrementar los efectos fiscales positivos debido al uso de la deuda.

6.3.2. Reducción de los colaterales

De esta forma, la empresa no tiene que aportar garantía alguna. En el fondo se está valorando el riesgo del negocio, su probabilidad de quiebra (*default*) y dicho riesgo no se traspasa al patrimonio personal a costa de asumir un coste (que paga la empresa).

Desde el punto de vista del banco esta opción es mejor ya que dicha garantía de cobro es más eficiente tanto en tiempo como en costes administrativos (embargos, etc.), para hacer efectiva la garantía (inmuebles, etc.) del activo.



Dependiendo de la capacidad de negociación de ambas partes, dicho coste de cobertura del riesgo de crédito lo asumirá el banco dentro de su margen de negocio, o éste lo repercutirá como coste externo a la empresa dentro de la operación de financiación.

- ▶ Para empresas con poco poder de negociación: $Kd = \text{coste de la deuda} + \text{PCDS}$
 $\text{PCDS} = \text{prima del CDS / CDO}$
- ▶ Para empresas con poder de negociación: $Kd = \text{coste de la deuda}$

Las empresas sin calificación crediticia seguirían igual que ahora, dependiendo de la calificación crediticia del sector bancario.

6.3.3. Efectos sinérgicos y economías de escala en el sector crediticio





La estandarización, tanto de los servicios como del sistema propuesto de calificación crediticia de ciertos segmentos de compañías en todo el sector crediticio, generaría la externalización de parte de dichos procesos internos (departamentos de análisis de créditos) de las entidades financieras, aportando sinergias por economías de escala, entre otros.

También hay que tener en cuenta el ahorro de costes que generaría el nuevo sistema de garantías o colaterales que cubren el riesgo de cada activo de la cartera de la entidad crediticia, en términos de costes administrativos y coste de oportunidad, etc.

6.3.4. Reducción del riesgo sistemático

El mercado de CDS organizado podría servir para reducir el riesgo sistemático de mercado si es demostrable empíricamente que puede servir para generar activos con coeficiente de correlación cercanos a -1. Esta situación podría darse al utilizar el mercado organizado de CDS/CDO para la gestión/diversificación de riesgos de crédito.

Tal y como hemos visto anteriormente, dicho mercado es un buen instrumento para la diversificación de los riesgos de crédito tanto por parte de los inversores como por parte de las empresas. Los inversores tales como compañías de seguros y bancos, entre otros, que deben diversificar el riesgo de sus carteras de crédito, están obligados a reducir su riesgo crediticio si empeora la situación económica en general, si aumentan las primas de riesgo o el coste de los activos (créditos) que tienen en cartera, si aumenta la morosidad de sus activos, etc. Debido a su necesidad de diversificar, podremos encontrar segmentos de mercado CDS de administraciones públicas (corporaciones locales, diputaciones, etc.) con un riesgo crediticio muy bajo y que aumente su demanda inversora (posición vendedora), mientras que los otros segmentos del mercado de CDS bajen su demanda de inversión (posición vendedora) por motivos de mercado (situación económica, etc.). En la medida que la situación económica empeore, dichos perfiles de inversores tendrán la necesidad de incrementar la inversión en CDS de menor riesgo, con el objetivo de ajustar la cobertura/riesgo de la cartera. Por este motivo podríamos ver cómo la demanda de inversión en dichos CDS aumenta en la medida que disminuye la demanda de los demás CDS con una correlación más estrecha con la evolución de la economía, alcanzando una correlación negativa

entre dichos segmentos de CDS.

6.3.5. Ajuste del desequilibrio inicial

Según el inicio de la propuesta, se entiende que la empresa vende la *put* al banco, con lo que la propia empresa/empresario le ofrece la cobertura del riesgo al banco.

$$K_d = R_f + (K - P_{put})$$

- ▶ El ingreso de la *put* lo tendría que percibir la empresa como menos coste financiero.
- ▶ La *K* con el riesgo de *default* cubierto, en principio podemos decir que hace referencia al margen del banco, costes administrativos y de gestión, coste de oportunidad, etc.

Si el banco no reduce el coste de financiación a la empresa en la proporción del ingreso de la *put*, puede ser no sólo por ejercer una posición dominante, sino por repercutir al cliente los siguientes costes en caso de impago:

- ▶ Costas judiciales así como los costes legales y administrativos sobre embargos, etc..
- ▶ Coste temporal/coste de oportunidad (plazo entre el impago de las cuotas y su recuperación o embargo del activo colateral), así como del capital pendiente de cobro (impagado) + principal.

$$\text{Resultando al final } K_d = R_f + K$$

En el caso del mercado organizado de CDS todos estos costes se eliminan o minimizan casi por completo por lo que:

$K_d' = R_f + K_i$ es distinto en que $K_i < K$, con lo que la empresa ha rebajado su coste de financiación ya que $K_d > K_d'$. En esta situación no hemos modificado el margen del banco, ya que simplemente le hemos repercutido un menor coste al cliente, por que el banco no lo ha asumido.

Cuando hay un tercero (cámara de compensación/mercado organizado), el banco no asume riesgo de contrapartida con lo que "*K*" (prima de riesgo) es el 100%, la rentabilidad efectiva bruta para el banco, por encima de la rentabilidad libre de riesgo.



La cobertura del riesgo del banco es mucho más eficiente y además la paga el cliente (depende de la capacidad de negociación del cliente).

Es importante mencionar que, de esta forma, no sólo se consigue una reducción del coste de la deuda bancaria de las empresas, sino también la eliminación de la aportación de garantías o colaterales al sistema bancario por parte de las empresas y empresarios sin reducir la solvencia del sistema crediticio y aumentando tanto la eficiencia como la productividad de su estructura administrativa.

Mediante el conjunto de propuestas de medidas y nuevos instrumentos aportados en esta tercera parte del presente estudio, se pretende pues describir un nuevo contexto donde todos y cada unos de los agentes económicos implicados añadan un mayor grado de eficiencia al sistema a cambio de la percepción de parte del valor generado.

Bibliografía



Bibliografía

- ADSERÀ, X.; VIÑOLAS, P. (2003)**
"Principios de Valoración de Empresas".
Editorial Deusto, Barcelona.
- ARONOFF, C.E.; ASTRACHAN, J.H.; WARD, J.L. (Eds.) (2002)**
"Family Business Sourcebook".
Marietta, G.A.: Family Enterprise Publishers.
- ANDERSON, R.C.; MANSI, S.A.; REEB, D.M. (2003)**
"Founding family ownership and the agency cost of debt".
Journal of Financial Economics, 68: 263-285.
- BARNES, L.B.; HERSHON, S.A. (1976)**
"Transferring power in the family business".
Harvard Business Review. Julio-Agosto: 105-114.
- BERGER, A.N.; UDELL, G.F. (1998)**
"The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle".
Journal of Banking & Finance, 22: 613-673.
- CASRUD, A. (1994)**
"Mending of a Resurrected Psychologist or Lessons Learned in Creating a Family Business Program".
Entrepreneurship: Theory and Practice, 19: 39-49.
- CORONA, J.F. (2002)**
"Reformas legales en el ámbito de la empresa familiar: situación actual y perspectivas".
Boletín de Estudios Económicos (Deusto). Vol. LVII, nº 177.
- CORONA, J.F. (2003)**
"La empresa familiar como fuente de actividad emprendedora".
Iniciativa Emprendedora (IESE), nº 39: 61-67.
- CORONA, J.F. (2004)**
"Características de la Empresa Familiar".
Ed. ASCEF, PwC, Banc Sabadell, Barcelona.
- CORONA, J.F. – MENÉNDEZ, S. (2004)**
"Estructura financiera de las empresas familiares en España".
Instituto de la Empresa Familiar (mimeo).
- CHAGANTI, R.; DeCAROLIS, D.; DEEDS, D. (1995)**
"Predictors of capital structure in small ventures".
Entrepreneurship Theory and Practice 20: 7-18.
- CHITTENDEN, F.; HALL, G.; HUTCHINSON, P. (1996)**
"Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation".
Small Business Economics, 8: 59-67.
- CHURCH, R. (1996)**
"The family firm in industrial capitalism: international perspectives on hypotheses and history".
Family Business Sourcebook II, Business Owner Resources. Marietta, G.A.: Family Enterprise Publishers.
- GALLO, M.A.; VILASECA, A. (1996)**
"Finance in family business".
Family Business Review, 9 (4): 387-401.
- GALLO, M.A.; SVEEN, J. (1991)**
"Internationalizing the family business: facilitating and restraining factors".
Family Business Review 4 (2): 181-190.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1990)**
"The theory of capital structure".
Journal of Finance 46 (1): 297-355.
- HECKMAN, J.J. (1979)**
"Sample selection bias as a specification error".
Econometría, vol. 47, nº 1: 153-161.
- INSTITUTO DE LA EMPRESA FAMILIAR.**
Documento interno (2002).



- JALILVAND, S.; HARRIS, R. (1984)**
"Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study",
The Journal of Finance, vol. 39: 127-145.
- JASKIEWICZ, P.; GONZALEZ, V.; MENENDEZ, S.; SCHIERECK, D. (2005)**
"IPO Performance of German and Spanish Family-Owned Companies 1990-2000".
Family Business Review, vol. 18 (3): 179-202.
- JENSEN, M. (1986)**
"Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers",
American Economic Review, vol. 76 (2), mayo: 323-329.
- KADAPAKKAM, P.; KUMAR, P.C.; RIDDICK, L.A. (1998)**
"The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence",
Journal of Banking & Finance, vol. 22: 293-320.
- KIM, E. (1978)**
"A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Debt Capacity"
The Journal of Finance, marzo: 45-63.
- KNOP, R.; VIDAL, J.; CACHÁN, J. (2003)**
"Derivados de Crédito, aspectos financieros y legales".
Editorial Pirámide, Madrid.
- LANSBERG, I.; PERROW, S.; ROGLOSKY, S.: (1988)**
"Family Business as an Emerging Field".
Family Business Review, 1: 1-8.
- LITZ, R.A. (1995)**
"The family business: toward definitional clarity".
Family Business Review, 8: 71-81.
- MATTHEWS, C.H.; VASUDEVAN, D.P.; BARTON, S.L.; APANA, R. (1994)**
"Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm".
Family Business Review 7 (4): 349-367.

- MENÉNDEZ, S. (2003)**
"Is the Financial Structure of Family Firms Different?"
en P. Poutziouris y LL. P. STEIER (eds). New Frontiers in Family Business Research. FBN/IFERA, Laussane.
- MERINO, F.; SALAS, V. (1993)**
"Estrategia y resultados de la empresa familiar".
Documento de Trabajo 9307. Fundación Empresa Pública.
- MILLER, M.H.; MODIGLIANI, F. (1958)**
"The cost of capital, corporation finance and the theory of investment".
American Economic Review, vol. 48 (3): 261-297.
- MYERS, S.C. (1984)**
"The Capital Structure Puzzle",
The Journal of Finance, vol. 39 (3), julio: 575-592.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N. (1984)**
"Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have",
Journal of Financial Economics, vol. 13: 187-221.
- NIETO, M.J. (2003)**
"Las PYMES familiares en España: ¿qué nos dicen los datos?"
Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 9 (2): 115-128.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. (1995)**
"What do we know about capital structure? Some evidence from international data",
The Journal of Finance, 50: 1421-1460.
- ROMANO, C.A.; TANEWSKI, G.A.; SMYRNIOS, K.X. (2000)**
"Capital structure decision making: a model for family business".
Journal of Business Venturing 16: 285-310.
- SHANKER, M.C.; ASTRACHAN, J.H. (1996)**
"Myths and Realities: family businesses. Contribution to the US Economy-A Framework for Assessing Family Business statistics".
Family Business Review 9 (2): 107-119.



SONNENFELD, J.A.; SPENCE, P.L. (1989)

"The parting patriarch of a family firm".
Family Business Review 2 (4): 355-375.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. (1981)

"Credit Rationing in Markets with Imperfect Information",
The American Economic Review, vol. 71 (3), junio: 393-410.

TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988)

"The Determinants of Capital Structure Choice",
The Journal of Finance, vol. 43 (1), marzo: 1-19.

WALTER, J. (1963)

"Dividend Policy: its influence on the value of enterprises",
Journal of Finance, vol. 18: 270-291.

WARD, J.L. (1994)

"Cómo desarrollar la empresa familiar".
Ed. Ateneo, Buenos Aires.

WARNER, J. (1977)

"Bankruptcy Costs: Some Evidence",
Journal of Finance, vol. 32 (2), mayo: 337-347.