

Anàlisi del finançament de l'empresa familiar enfront a la no familiar

José L. Gallizo Larráz^{a,*} i Núria Vázquez Talavera

^a Director de la Càtedra d'Empresa Familiar de la Universitat de Lleida

^b Estudiant de la Càtedra d'Empresa familiar de la Universitat de Lleida

* Correu de contacte: gallizo@aefern.udl.cat

Rebut 1 octubre 2013; revisat 8 novembre 2013; acceptat 15 desembre 2013

Resum

Aquest treball presenta un anàlisi comparatiu de l'evolució de l'estructura econòmica i financera que presenten les empreses familiars (EF) i les empreses no familiars (EnF) des de l'any 2007 fins l'any 2011, amb una mostra d'empreses de Catalunya. La comparació d'aquests dos grups es basa amb dades dels estats financers extrets de la base de dades SABI. Aquesta mostra ha permès contrastar les hipòtesis establertes sobre el finançament de les mateixes i concloure que les EF presenten una estructura financera diferent a les EnF. Als seus balanços les EF reflecteixen un major nivell d'autofinançament que les EnF gràcies a la menor distribució de dividendes. A més, s'observa que les EF es financen amb un cost de capital aliè inferior al de les EnF. No existeix correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament en les EF, és a dir, les EF mantenen un endeutament estable en el temps independentment de la seva rendibilitat, mentre que en el cas de les EnF sí que hi ha correlació entre les dos variables, però aquesta és indirecta, de forma que les empreses més endeutades són les menys rentables, posant de manifest major dependència del capital aliè en les EnF que en les EF.

Classificació JEL: G32;M10.

Paraules Clau: Empresa familiar, estructura financera, rendibilitat.

1. Introducció.

Hi ha una pregunta que sorgeix de forma recurrent quan es pretén analitzar les conseqüències de les crisis econòmiques sobre el teixit empresarial d'un territori:

¿Estan les empreses de caràcter familiar millor proveïdes als seus balanços per a superar en millors condicions la crisi econòmica?

El moment per a donar resposta a aquesta qüestió és oportú, estem immersos en un període de crisi i de dificultats de finançament de les empreses, que en diferents àmbits, com és el sector financer, hi ha interès per conèixer, i saber si veritablement existeixen diferències econòmico-financeres entre les empreses familiars (EF) i les empreses no familiars (EnF).

Pressuposem que hi ha diferències en la preferència de les seves fonts de finançament i que aquestes tenen a veure amb les finalitats que des de la seva creació tenen les unes i les altres. No és el mateix finançar una empresa amb el capital anònim d'una societat, que fer-ho mitjançant el patrimoni familiar. En un cas i un altre, els compromisos de remuneració al cabdal-propietat serà diferent.

Aquest treball comença amb un part introductòria on s'analitzen les principals característiques financeres que delimiten les empreses familiars de les empreses no familiars. Després determinem certs ratis financers, buscant diferències en rendibilitat, endeutament, etc. que ens ajudin a comprovar la diferent composició dels balanços que tenen les unes i les altres.

Seguidament formulem tres hipòtesis el contrast de les quals es pot deduir dels comptes anuals de les empreses. Aquestes estan referides als dividends repartits en tots dos tipus d'empreses, al cost de finançament, i a la relació entre rendibilitat econòmica i nivell d'endeutament de les empreses. Així presentem les diferències de caràcter financer més notables entre tots dos tipus d'empreses.

Finalment presentem els resultats, dels quals obtenim que les empreses que ostenten major autofinançament a causa de la menor distribució de dividends, són les EF, que a més, presenten un cost del capital aliè inferior al de les EnF. També hem comprovat que la rendibilitat i l'endeutament dels dos grups d'empreses analitzats evolucionaven de manera diferent. Es pot afirmar que en les EF no hi ha cap relació entre les dues variables i si hi ha una relació inversa en les EnF, posant de manifest major dependència d'aquestes últimes del finançament bancari.

Conèixer els resultats de l'anàlisi realitzada pot interessar a les entitats financeres i a les EF. A les primeres aportant-los més informació sobre el grup d'empreses on es situa el seu client als processos de concessió de crèdit i a les segones, permetent-los manejar nous arguments a favor d'una eventual sol·licitud de préstec.

2. Empresa familiar: característiques que la diferencien.

Les empreses familiars han estat el motor de creixement econòmic a Catalunya. Aquestes entitats han tingut una importància de primer ordre en el procés de modernització econòmica des del principi de la industrialització, i han marcat la pauta de l'economia catalana fins als nostres dies (Guinjoan *et al.*, 2004). Actualment suposen el 70-75% de les empreses d'Espanya (Claver, 2008). A més, des del punt de vista de la competitivitat empresarial, se sap que les empreses familiars presenten avantatges sobre altres entitats de la mateixa activitat, com és l'estratègia empresarial a llarg termini, la preocupació pels treballadors, la implicació personal dels propietaris, i la lleialtat i confiança amb la resta d'agents econòmics (Martins *et al.*, 2008).

No existeix un concepte únic que defineixi l'empresa familiar, i cada autor recull les característiques que li semblen més interessants. En un intent d'aproximar-nos a la definició d'empresa familiar, hem cregut convenient considerar les següents:

L'empresa familiar és una organització en la qual la política i l'adreça estan subjectes a una influència significativa d'una o més unitats familiars a través de la propietat i en ocasions a través de la participació dels membres de familiars en la gestió (Corona, 2006).

Per tant, les empreses familiars es caracteritzen per què la família intervé com una estructura de govern, presentant per aquest motiu avantatges i inconvenients.

Entre els avantatges hi ha els de caràcter personal, la família pot posar en pràctica sistemes de premis i càstigs que no són factibles en altres institucions; facilita que les conductes aprofitables siguin detectades ràpidament i la lleialtat a la família constitueix una norma de conducta. També presenta desavantatges, com són els conflictes que passen des de la família a l'empresa. Quan sorgeixen conflictes entre pares i fills o entre membres familiars, poques vegades es pot evitar que aquests es traslladin a l'àmbit de l'empresa, de manera que els vincles parentals es converteixen en desavantatges per a l'activitat mercantil.

Un altre inconvenient és que el talent i les habilitats dins de la seu familiar és alguna cosa limitat, i moltes vegades és difícil trobar algun familiar amb els recursos necessaris per dur a terme algun tipus d'activitat. D'aquesta forma, la família s'ha d'obrir a l'exterior o concentrar-se en activitats que exigeixin coneixements més generals. Quan una família té escassos recursos, li costarà disposar del capital necessari per dur a terme elevades inversions. Per tant, el creixement resultarà de vegades incompatible amb el manteniment del govern familiar.

Des de la perspectiva financera, les empreses familiars segueixen una jerarquia de preferències de finançament, tal com ho corroboren diferents estudis empírics: primer prefereixen l'autofinançament, posteriorment l'endeutament bancari i en últim lloc les ampliacions de capital. Per això, un dels principals problemes als quals s'enfronten les empreses familiars és el d'aconseguir augmentar el creixement sense perdre el control, situacions de vegades complicades perquè necessiten finançament extern per créixer. La concentració de la propietat a la família ajudarà al manteniment del control i, per tant, explicarà el comportament financer d'aquest tipus d'empreses (Navarrete, 2012). En resum, amb la finalitat de poder mantenir el control de l'empresa en el si de la família, les empreses preferiran el finançament extern a llarg termini, abans que augmentar el capital.

3. Mostra d'empreses.

3.1. Disseny de la mostra i criteris de selecció.

La selecció de la mostra d'EF i d'EnF per dur a terme l'estudi s'ha realitzat a través dels següents criteris:

- Àmbit geogràfic de Catalunya.
- Empreses PIMES, limitant la recerca a un rang de treballadors d'entre 50 i 250 per empresa i com a mínim una xifra d'ingressos d'explotació igual o superior a 75.000 €.

- S'han considerat únicament aquelles empreses que presentaven dades a tots els anys de la mostra.
- Període d'estudi, anys: 2007 a 2011.
- Forma jurídica: Societats Anònimes o Societats Limitades.

A partir d'aquests criteris, la base de dades va proporcionar un conjunt de 210 empreses. No obstant això, després de descartar empreses familiars per no complir totes els requisits fixats, vam obtenir una mostra de 20 empreses familiars i 20 empreses no familiars.

Per assegurar-nos que les empreses eren d'un o un altre tipus, vam fer una cerca selectiva empresa per empresa a partir de la mostra inicial. Revisant les pàgines web i la informació que aportaven en els seus informes anuals, distingim les empreses familiars a partir de les característiques que presentaven i si ho continuaven sent. A més, les classifiquem segons el sector d'activitat al com pertanyia cada empresa.

Per dur a terme la cerca de les empreses no familiars, es va seguir el mateix criteri. Posteriorment, inserim la informació comptable de totes les empreses en un document Excel, per dur a terme els càlculs que conduiran a l'acceptació o negació de les hipòtesis.

Per interpretar adequadament aquest treball s'ha de tenir en compte que les dades utilitzades no constitueixen una mostra estadísticament significativa, i per tant, els resultats no són vàlids per a fer-se extensius a un àmbit més ampli. El treball s'ha d'entendre com una limitada aproximació que pot orientar a persones interessades en el desenvolupament de futurs treballs sobre el mateix tema.

3.2. Llistat d'empreses seleccionades.

La següent taula és la relació d'empreses de la mostra, separant las empreses familiars de las empreses no familiars:

Taula 1. Llistat d'empreses familiars i no familiars de la mostra.

EMPRESES FAMILIARS	EMPRESES NO FAMILIARS
1. Carnicas Toni Josep S.L	1. Abertis infraestructuras S.A
2. Carnicas Solà S.A	2. Pienosos del Segre S.A
3. Vall Companys S.A.	3. Du pont Iberica SL
4. Comercial Gallo S.A	4. Gutser S.A
5. Petromiralles	5. Hierros del Mediterraneo S.A
6. Comercial Química Massó S.A.	6. Indukern S.A
7. Cultivar S.A	7. Ehlis S.A
8. F Faiges S.L	8. Inmobiliaria Colonial S.A
9. Hermanos Fernandez Lopez S.A	9. La Farga Lacambra S.A
10. Indcre S.A	10. Laboratorios Ordesa S.L

11. Lipidos Santiga S.A	11. Lundbeck España S.A
12. Andres Pintaluba S.A	12. Manipulados del Ter S.A
13. Garcia Munté Energia S.L	13. Marina Bcn Distribucions S.A
14. Benito Arno e Hijos S.A	14. Meroil S.A
15. Leridana de Piensos S.A	15. Harinera vilafranquina S.A
16. Sertrans Catalunya S.A	16. Panini España S.A
17. Sedatex S.A	17. Silvalac S.A
18. Viuda de Lauro Clariana S.L	18. Bargosa S.A
19. Vandemoortele Iberica S.A	19. Barcelonesa de Metales S.A

Font: Base de dades Sabi

4. Anàlisi d'ambdós grups d'Empreses.

Amb la finalitat d'obtenir diferències i similituds entre els grups d'EF i EnF respecte a les seves magnituds financeres, realitzem un càlcul dels ratis d'estructura.

- Rati de garantia: Actiu Total / Passiu Exigible

Taula 2. Evolució del rati de garantia dels 5 anys analitzats, dels dos tipus d'empreses.

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

A la Taula 2 podem veure que en tots els anys, el valor del rati de garantia, indicador de la 'distància a la fallida' ha estat major que 1,45. Aquest rati indica que com més gran sigui el seu resultat, major és la capacitat de l'empresa a complir els compromisos financers, de manera que un resultat proper a 2, dona seguretat que els creditors cobraran els seus deutes. Les EF, presenten un valor superior a 1,76 en tots els anys, indicant un bon nivell de garantia, mentre que les EnF, durant els dos primers anys analitzats presenten un valor inferior a 1,5. Per tant es pot afirmar que, en tot el període, les EnF tenen major dependència de creditors externs que les EF, la qual cosa coincideix amb la teoria comentada en el punt anterior.

- Rati de Cobertura: (Patrimoni Net + Passiu no corrent)/Actiu no corrent

Taula 3. Evolució del rati de cobertura dels 5 anys analitzats, dels dos tipus d'Empreses.

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

El rati de cobertura ens indica com financen les empreses l'immobilitzat. Un adequat finançament es dona quan els recursos permanents del numerador cobreix el total d'actius no corrents del denominador, per tant, perquè aquesta cobertura fos just del 100% de recursos permanents, el resultat del rati hauria de ser la unitat.

De la Taula 3 deduïm que per a aquest rati no es pot obtenir una conclusió que distingeixi el comportament de les empreses de la mostra. Sabent que les EF financen els seus actius fixos preferentment amb deute a llarg termini i les EnF, ho fan amb ampliacions de capital, en trobar-se tots dos conceptes en el numerador del rati, el resultat final no llança diferències destacables entre tots dos grups d'empreses. Durant els cinc anys analitzats la mostra d'EF presenta un rati de cobertura superior a 1,5 fet indicatiu que les EF de la mostra financen folgadamente el seu actiu no corrent i a més cobreixen un marge del seu actiu corrent (Taula 3). D'aquesta forma es dedueix que el fons de maniobra és positiu, i que en general, les EF de la mostra no presenten en el període examinat problemes de liquidesa. Pel seu costat, les EnF tenen un rati de cobertura amb valors similars al de les empreses familiars, ja que durant el període analitzat el rati és superior a 1,5.

Així, podem deduir que els dos grups d'empreses de la mostra presenten un rati de cobertura correcte, i, per tant, financen amb recursos estables la totalitat de la seva estructura fixa i una part de l'actiu corrent.

- Rati de liquiditat: Actiu corrent/passiu corrent

Taula 4. Evolució del rati de liquiditat dels 5 anys analitzats en els dos tipus d'Empreses.

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

A la Taula 4, es veu com el rati de liquiditat dels dos tipus d'empreses presenten un valor adequat, ja que en gairebé tots els anys, el rati presenta un valor d'un 1,5. Les empreses familiars presenten un rati de liquiditat estable en tots els anys analitzats, sent els valors propers a 1,5, valor mínim perquè el rati indiqui que les empreses no tenen problemes de solvència a curt termini, la qual cosa informa que l'actiu corrent pot finançar sense dificultats el passiu corrent.

En el cas de les EnF, tenen un valor més baix durant l'any 2007, concretament d'un 1,3, indicant menor disponibilitat de liquiditat a curt termini. El valor s'incrementa l'any següent, i posteriorment es manté. Per tant, referent a liquiditat, les EF de la nostra mostra presenten major estabilitat gestionant la seva capital corrent i planificant millor les seves relacions amb deutors i creditors que les EnF.

- Rati d'endeutament: Passiu exigible/ Patrimoni Net

Taula 5. Evolució del rati d'endeutament en los dos tipus d'Empreses.

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

El rati d'endeutament informa de la relació existent entre recursos aliens i recursos propis. En la Taula 5 pot veure's un elevat endeutament en els 2 grups d'empreses, amb valors entorn de 2, o fins i tot molt superiors a 2.

En el cas de les EF, el valor del rati és superior a 2, indicant un volum de deutes excessiu. No obstant això, durant l'últim període el rati baixa fins a un valor per sota de 2, però encara així es considera un elevat volum de deutes. D'aquesta forma podem esmentar que una gran part dels recursos financers que tenen les empreses familiars provenen de deutes financers, i aquests són superiors als recursos propis de la propietat de l'empresa.

En el cas de les EnF, succeeix alguna cosa semblant, doncs el rati d'endeutament és igual o superior a 2 en tots els anys analitzats, la qual cosa indica que les EnF estan molt endeutades. És destacable que en 2009 el volum de deute és molt elevat en el grup de EnF per l'impacte de la crisi en les empreses de la mostra relacionades amb el sector de la construcció, on l'enorme descens de vendes va provocar el impagament dels seus compromisos financers augmentant el seu passiu.

Comparant l'endeutament global dels dos tipus d'empreses, podem observar com les EnF presenten un valor més elevat enfront de les EF. Aquest major endeutament, indica un elevat risc per a les empreses. No obstant això, caldrà comparar aquest rati amb la rendibilitat financera de l'empresa, per comprovar si les empreses analitzades, per molt deute que tinguin, se'ls suposa una oportunitat pel fet de tenir un efecte palanquejament positiu.

El nostre resultat aquesta d'acord amb estudis que han demostrat que les EF presenten un menor rati d'endeutament. Aquesta política financera especialment prudent pot ser explicada per dos factors: el manteniment del control per part de la família, i la baixa diversificació de les inversions dels accionistes (Navarrete, 2012).

5. Com es financen les empreses familiars? Contrast d'hipòtesis.

A causa de les seves pròpies característiques, les empreses familiars es financen de forma preferent amb beneficis no distribuïts, més que amb endeutament extern o amb l'entrada de nous accionistes. L'origen d'aquesta preferència cal buscar-ho en el temor de la família a perdre el control de l'empresa quan no es pot fer front al deute o quan entren a formar part del capital nous accionistes, Barton i Matthews (1989). Sobre aquesta base, hem plantejat una sèrie d'hipòtesis per analitzar les característiques del finançament de les EF i les EnF, i comprovar si existeixen diferències entre tots dos tipus d'empreses.

Primera hipòtesis.

H1: Una empresa familiar reparteix menys dividendes que una empresa no familiar.

Aquesta hipòtesi es justifica perquè les EF prefereixen la reinversió dels beneficis a causa de l'aversion a l'endeutament que demostren molts empresaris familiars.

Segons l'estudi realitzat per l'Institut de l'Empresa Familiar (IEF), la reinversió de beneficis és el principal mitjà de finançament en les EF. A més, aquestes empreses, es caracteritzen per polítiques de repartiment de dividendes restrictives i per la reticència a la incorporació de socis externs al grup familiar al capital. Aquesta falta de distribució de beneficis, no és neutral quant a les seves conseqüències, si no que de vegades es manifesta com una font de conflictes entre els accionistes actius que dirigeixen l'empresa, que poguessin estar ben remunerats i els accionistes passius que exigeixen dividendes, i que si no els obtenen voldran vendre les seves accions.

Per procedir al càlcul dels dividendes de les empreses i comprovar si la hipòtesi es compleix, hem extret el resultat de l'exercici i les reserves dels balanços de les empreses. D'aquesta forma, obtenim que la diferència que es produeix entre ambdues comptes són els dividendes que reparteixen les empreses.

Realitzant un sumatori de tots els dividendes de les empreses familiars i de les no familiars, per separat i per exercicis econòmics, s'ha extret la següent informació:

Taula 6. Evolució dels dividendes en las Empreses familiars (milions de €).

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

Taula 7. Evolució dels dividendes en les Empreses no familiars (milions de €).

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
Sumatorio de dividendes:	31.109.529	35.496.561	49.525.746	38.639.341

A partir d'aquí, obtenim el percentatge de dividendes repartits cada any als dos tipus de classificació d'empresa:

Taula 8. Evolució dels dividendes en les Empreses familiars en percentatge sobre el resultat.

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
% dividendes repartits:	5,46%	8,05%	3,93%	11,50%

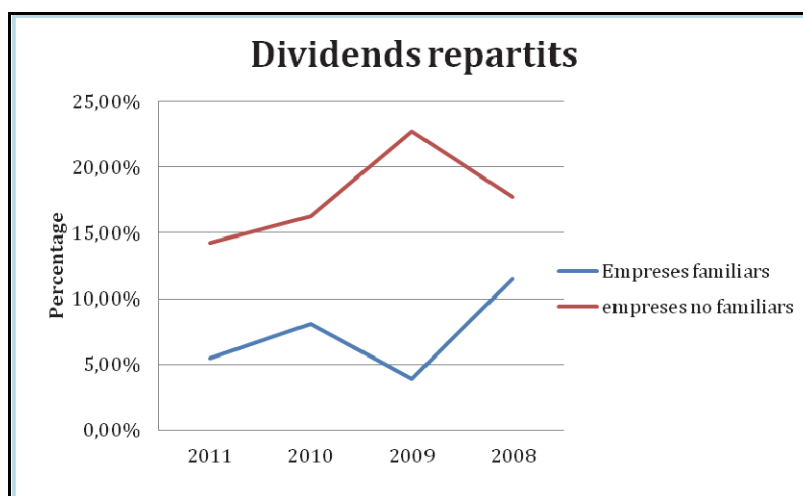
Taula 9. Evolució dels dividendes en les Empreses no familiars en percentatge sobre el resultat.

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
% dividendes repartits:	14,28%	16,30%	22,74%	17,74%

Mitjançant aquesta informació, podem veure que les eEF presenten un menor percentatge de repartiment de dividendes enfront de les EnF, la qual cosa suposa que les EF donen preferència al finançament propi. Certament, l'EF presenta una jerarquia pròpia respecte a les seves preferències de finançament, mostrant un seguiment de polítiques de repartiment de dividendes més restrictives, que fomenten la retenció de beneficis a favor d'una major autonomia financera. Aquesta evidència coincideix amb altres treballs, com el recent de Monreal i Sánchez, 2012.

Per observar les diferències de repartiment de dividendes entre EF i EnF, hem calculat un percentatge global dels 4 anys, i obtingut el següent gràfic:

Figura 1. Dividendes distribuïts de les EF i EnF.



A la Figura 1, pot veure's com existeix una diferència important referent a la distribució de dividendes en els dos tipus d'empreses. Concretament existeix una diferència de 10,54 punts percentuals. Pot veure's que durant 2009, el segon any de crisi econòmica, on les EF reparteixen el menor import de dividendes als seus accionistes, i les EnF realitzen just el contrari, la major part dels seus beneficis ho destinen a dividendes. A partir de 2009 la situació canvia, doncs les empreses no familiars no reparteixen tants dividendes, no obstant això, reparteixen en un percentatge major respecte a les EF durant els quatre anys.

Veiem que la hipòtesi es compleix, doncs les EF presenten un menor percentatge de repartiment de dividendes que les EnF en tots els anys analitzats. A més, el percentatge global presenta una diferència de 10,54 punts percentuals referent a la distribució de dividendes.

D'aquesta forma, podem corroborar com la EF en general, duu a terme la pràctica de conservadorisme financer, o preeminència de l'autofinançament, és a dir una política de dividends restringida

Segona hipòtesis.

H2: Existeix correlació directa entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament.

Suposem que tant a les EF com a les EnF, l'endeutament va unit a la rendibilitat de l'empresa, de manera que el capital aliè amb cost de finançament, ajuda a incrementar les inversions de l'empresa i aquestes a augmentar la producció i la xifra de negocis. Creiem que en aquesta relació no haurien d'existir diferències entre EF i EnF, ja que en tots dos casos, l'import de deute bancari invertit en l'empresa, suposem que serveix per obtenir una rendibilitat del capital aliè major que el seu cost financer.

Per conèixer si la hipòtesi formulada és certa farem una anàlisi de la correlació separant EF d'EnF, si existeix correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament, programarem mitjançant el programa informàtic R-Commander.

Hem introduït dos fulls de càlcul, una per obtenir la hipòtesi de les EF, i l'altra per les EnF, així podrem analitzar si en aquest àmbit realment existeix diferències entre tots dos tipus d'empreses. En els fulls de càlcul s'ha col·locat la rendibilitat econòmica i l'endeutament de cada grup d'empreses.

Rendibilitat Econòmica: *BAIT / Total Actiu

Endeutament: Total deute bancari / Fons propis

Així, es va dur a terme el càlcul per a totes les empreses, i es va realitzar un sumatori dels 5 anys analitzats, per obtenir una mitjana de les empreses durant cada exercici analitzat. Posteriorment, aquests dos *excels es van introduir al programa informàtic R-Commander, i va sortir el següent resultat:

Taula 10. Coeficients de correlació entre endeutament i la rendibilitat econòmica en las EF.

	Endeutament	Rendibilitat Econòmica
Endeutament	1,000000	-0,2350792
Rendibilitat Econòmica	-0,2350792	1,000000

La matriu ens indica que els coeficients de correlació no són propers a 1, sinó més aviat al contrari, són propers a 0, indicant que el grau de relació lineal entre tots dos variables és pràcticament nul. A més, el coeficient de correlació és inferior a 0, indicant que podria existir cert grau de relació indirecta entre les dues variables.

Amb la matriu de correlacions, només hem analitzat aquests coeficients d'una forma descriptiva, però volem saber si existeix o no una relació estadísticament significativa entre tots dos variables.

És per aquest motiu que hem procedit a calcular el Test de Correlació de Pearson, per saber si els valors mostrals dels coeficients són capaços o no de demostrar que els

coeficients de correlació són significativament diferents de 0 i, per tant, indiquen que existeix algun tipus de relació lineal.

Pearson's product-moment correlation

data: Datos\$Endeutament and Datos\$Rendibilitat.Econòmica

t = -0.4189, df = 3, p-value = 0.7035

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

-0.9254127 0.8165395

sample estimates:

cor

-0.2350792

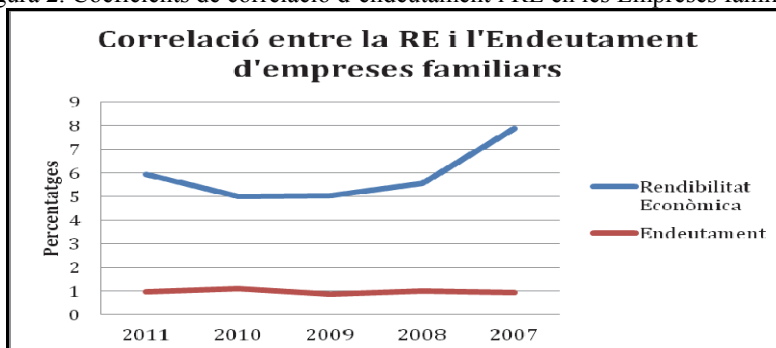
Amb aquests resultats, podem dir que es rebutja la hipòtesi formulada al principi, no existeix correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament de les EF, és a dir, no existeix dependència lineal entre les variables.

A part de l'estudi realitzat, hem volgut obtenir evidència de la hipòtesi formulada, és a dir, si existeix correlació entre l'endeutament i la rendibilitat econòmica, mitjançant els percentatges calculats de les dues variables i també a través d'un gràfic explicatiu d'aquests percentatges:

Taula 11. Coeficients de correlació d'endeutament i RE en las Empresas familiars.

Anys	Rendibilitat Econòmica	Endeutament
2011	5,962	0,98
2010	5,01	1,104
2009	5,036	0,867
2008	5,548	1,004
2007	7,887	0,942

Figura 2. Coeficients de correlació d'endeutament i RE en les Empresas familiars.



Observant els percentatges i la gràfica comparativa d'ambdues variables, podem afirmar que no existeix correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament, de la mostra

analitzada. Per tant, les EF no incrementen els recursos aliens per molt que variï la seva rendibilitat econòmica.

Les empreses familiars han mantingut el deute bastant estable durant els anys analitzats, oscil·lant entorn el 1%. No obstant això, la rendibilitat econòmica ha sofert un descens important durant el període 2007-2008, concretament d'un 2,3%. Per tant, finalment rebutjaríem la hipòtesi formulada inicialment, en les empreses familiars analitzades no existeix correlació entre la seva rendibilitat econòmica i l'endeutament.

Hem seguit el mateix procediment per a les EnF. A partir de la introducció de dades al programa R-Comander, hem pogut calcular el coeficient de correlació entre ambdues variables mitjançant una matriu de correlacions, és la següent:

Taula. 12. Coeficients de correlació entre endeutament i la rendibilitat econòmica en les EnF.

	Endeutament	Rendibilitat Econòmica
Endeutament	1,000000	-0,7443518
Rendibilitat Econòmica	-0,7443518	1,000000

Podem observar com el coeficient de correlació és proper a 1, la qual cosa indica que existeix un elevat grau de relació lineal entre les variables. A més, el coeficient és negatiu, sent d'aquesta forma la relació lineal negativa i inversa entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament.

No obstant això, que un model present uns elevats coeficients de correlació pot ser indicatiu que el model proposat presenta multicolinealitat, és a dir, que les dues variables comparteixin informació. Per tant, podem dir que hi ha probabilitats que existeixi correlació entre les variables.

Hem analitzat si les dues variables presenten autocorrelació, ja que un model amb multicolinealitat no és un model fiable, doncs no podem afirmar del tot si existeix correlació. És a dir, un model amb autocorrelació és aquell en el qual els termes de perturbació estan correlacionats entre si, és a dir, existeix dependència entre les variables. És per aquest motiu que hem volgut analitzar si el model presenta autocorrelació, i que la multicolinealitat no impedeixi la correcta interpretació de la correlació entre aquestes. El càlcul és el següent:

Durbin-Watson test

data: Rentabilidad económica – Endeudamiento

DW = 2.3203, p-value = 0.5806

Alternative hypothesis: trae autocorrelation is greater than 0

Mitjançant el Test de Durbin-Watson podem observar el valor del p-value. D'aquest valor es deriven dues hipòtesis:

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

Si el valor del p-value és inferior a 0,05, es rebutjaria la hipòtesi nul·la i, existiria autocorrelació. En aquest cas, el p-value és $0,5806 > 0,05$, per tant acceptem la hipòtesi nul·la, no existeix autocorrelació AR (1).

D'aquesta forma, podem dir que al no existir autocorrelació, el model no presenta símptomes de multicolinealitat. Per tant, la dependència lineal proposta en el primer càlcul podria existir. No obstant això, amb la matriu de correlacions tampoc podem obtenir evidència que existeixi una relació estadísticament significativa entre ambdues variables. És per aquest motiu, que s'ha procedit a calcular el Test de Correlació de Pearson en les empreses no familiars:

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

Al Test de Correlació hem de fixar amb el valor del p-value, i amb les hipòtesis que es deriven d'aquest valor:

- H_0 : coeficients de correlació = 0
- H_A : coeficients de correlació $\neq 0$

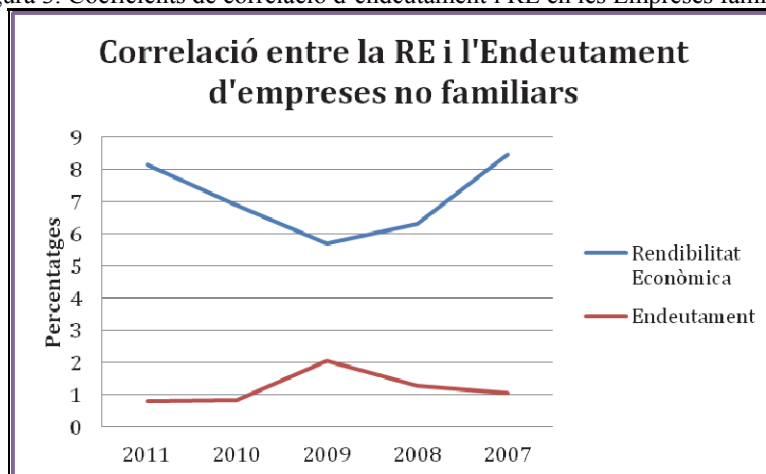
Si el valor del p-value és inferior a 0,05, es rebutjaria la hipòtesi nul·la i, per tant, els coeficients de correlació serien diferents a 0, indicant que les dues variables presenten correlació. En aquest cas, el p-value és $0,1491 > 0,05$, per tant hem d'acceptar la hipòtesi nul·la, els coeficients de correlació són iguals a 0, indicant que no hem trobat indicis que existeixi una relació estadísticament significativa entre l'endeutament i la rendibilitat econòmica de les empreses familiars, durant els cinc anys analitzats.

A través d'aquest test, i el càlcul realitzat inicialment dels coeficients de correlació, no podem obtenir una evidència clara del resultat de la hipòtesi. Vegem la Figura 3 per si ens pot llançar una mica de llum sobre aquesta relació

Taula 13. Coeficients de correlació d'endeutament i RE en les Empreses no familiars.

Anys	Rendibilitat Econòmica	Endeutament
2011	8,157	0,800
2010	6,882	0,830
2009	5,691	2,061
2008	6,312	1,300
2007	8,464	1,061

Figura 3. Coeficients de correlació d'endeutament i RE en les Empreses familiars.



Els anteriors càlculs evidencien la correlació existent entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament en el conjunt de EnF. No obstant això, la correlació que presenten les variables és de caràcter indirecte, fet que s'observa durant els 5 anys analitzats, doncs com més gran rendibilitat econòmica han tingut les EnF, menys endeutament bancari han necessitat i viceversa, quan augmenta l'endeutament, disminueix la rendibilitat. A més, aquest tipus d'empreses ha augmentat en major percentatge el seu deute a partir de la crisi econòmica, moment en el qual van sofrir una reducció en els seus ingressos i, per tant, les empreses tenien una menor rendibilitat econòmica.

Per tant, podem acceptar la hipòtesi formulada inicialment: existeix correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament en les empreses no familiars, les dues variables estan relacionades entre si, però estan relacionades indirectament, tal com ens afirmaven els coeficients de correlació.

Tercera hipòtesis:

H3: Una empresa no familiar presenta un major cost de finançament que una empresa familiar.

Mitjançant aquesta hipòtesi, es pretén provar si les EF i les EnF tenen condicions similars quan una entitat financera els concedeix un préstec i, per tant, si presenten un cost de capital aliè similar, o no.

Hem realitzat el càlcul d'aquest cost relacionant la despesa financera de l'exercici amb el muntant de deute bancari que figura en el balanç, és a dir, passius amb cost:

$$\text{Despeses financeres} / \text{Deutes bancaris}$$

A partir del càlcul del cost del capital aliè de cada empresa, s'ha realitzat un sumatori d'aquest cost a partir dels 5 anys analitzats en els dos grups d'empreses, per obtenir el percentatge de cost de capital total que utilitza cada tipus. En les Taules 14 i 15

s'observa que la hipòtesi es compleix, doncs les empreses familiars presenten un menor cost de finançament que les empreses no familiars:

Taula 14. Evolució del cost de finançament en les Empreses familiars.

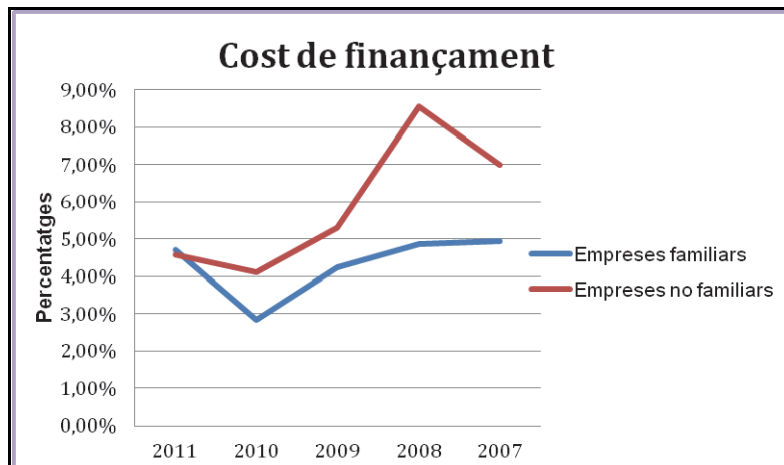
	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
% cost de capital aliè	4,83%	2,98%	4,25%	4,87%	4,95%

Taula 15. Evolució del cost de finançament en las Empreses no familiars.

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

Mitjançant aquests percentatges, podem observar que les EnF presenten un major cost del deute bancari enfront de les EF durant tot el període, però més encara, en els primers anys analitzats on s'observa una diferència de més de dos punts percentuals entre tots dos grups, sent les EnF les que presenten un major cost de finançament. Aquests resultats corroboren la suposició que les EF reben millor tracte en les entitats financeres en la fixació de condicions d'un préstec. Característiques com l'estabilitat del negoci que passa d'una generació a una altra, reinversió de beneficis, conservadorisme, garantia personal, etc, són trets que permeten oferir un suplement de solvència i de compliment de les obligacions financeres en les EF, que finalment es plasma en un menor cost del capital.

Figura 4. Evolució del cost de finançament de les EF i de les EnF.



En la Figura 4 s'observa que les EnF presenten un major cost del capital enfront de les EF, encara que en l'últim any analitzat són les empreses no familiars les que tenen un menor percentatge de cost de finançament. No obstant això, la Figura 4 proporciona evidència com per afirmar que l'interès que se'ls cobra a les EnF és superior al de les EF, doncs aquestes últimes presenten un percentatge d'un 4% durant els anys analitzats, el qual disminueix significativament al 2010 fins a un 2%. En canvi, les empreses no familiars han arribat a tenir un percentatge d'un 8%, i ser el mínim un 4,5%.

A través dels percentatges anuals del cost de finançament i la gràfica comparativa, hem obtingut l'evidència que les EF presenten un menor cost de capital que les EnF. Hem calculat un percentatge global del cost de finançament per poder obtenir la certesa de si la hipòtesi formulada inicialment es compleix.

Taula 16. Mitjana del cost de capital aliè dels 5 anys segons tipus d'empresa.

Empreses familiars	Empreses no familiars
4,376%	5,912%

A partir d'aquest percentatge, podem observar com existeix una elevada diferència entre tots dos tipus d'empreses referent al cost de capital aliè, doncs la diferència és d'un 1,5%.

Les empreses no familiars analitzades presenten un major cost de finançament enfront de les empreses familiars pel que es compleix la hipòtesi formulada. D'aquesta forma, aquest tipus d'empreses presenten menors despeses financeres relatiu en comparació a les EnF. No obstant això, aquest fet no significa que l'empresa familiar present un menor deute bancari, simplement que el cost de finançar els diners són menors.

A través de la Teoria de l'Agència i la Teoria de la Jerarquia Financera, podrem arribar a entendre millor aquest comportament financer que presenta l'empresa familiar. La teoria de la Jerarquia Financera explica que no hi ha diferències entre una empresa familiar o una no familiar referent al grau d'endeutament, ja que els propietaris d'una empresa familiar preferiran el deute bancari a un finançament mitjançant accions, per evitar la pèrdua de control sobre l'empresa.

En canvi, la Teoria de l'Agència explica una relació inversa entre el cost del deute i el caràcter familiar de les empreses. Per a les entitats financeres les empreses familiars presenten menors conflictes d'interessos en coincidir la figura de propietari i gerent. Aquesta menor asimetria implica menors costos d'agència, és a dir, uns menors costos de supervisió i de control per a les entitats financeres, que s'hauria de traduir en un menor cost de finançament i fins i tot, una major facilitat d'accés al crèdit bancari (Larrán *et al.*, 2010).

Sobre la base d'aquestes teories podem trobar una explicació a la hipòtesi formulada, doncs la Teoria de l'Agència ens indica que existeix un menor cost de finançament per l'EF. A més, cal esmentar que les EF tenen major autofinançament que una EnF, facilitant d'aquesta forma l'accés creditici, doncs un banc preferirà donar crèdit a una empresa amb major volum de fons propis. D'aquesta forma podrà donar el crèdit a un interès més baix, doncs el banc tindrà una garantia adicional sobre els diners que presta.

6. Comentaris sobre els resultats obtinguts.

Mitjançant les tres hipòtesis formulades en la nostra anàlisi, hem pogut examinar el comportament financer de tots dos tipus d'empreses, i les diferències que s'observen en el seu finançament.

Respecte a la hipòtesi dels dividendes s'observa clarament que les empreses familiars reparteixen un 10% menys de dividendes que les empreses de caire no familiar, duent a terme les empreses familiars un major autofinançament que les empreses no familiars, això és perquè les empreses familiars tenen el desig de mantenir la propietat i el control de l'empresa limitat a un grup de persones que comparteixen llaços familiars, i que el control es transfereixi a la següent generació (Galve i Salas, 2011). A pesar que no s'ha pogut contrastar aquesta hipòtesi amb cap altre estudi realitzat, si s'ha pogut veure en alguns treballs que les EF són propenses a realitzar un menor repartiment de dividendes, doncs el finançament intern és l'origen de fons propietaris. No obstant això, si l'autofinançament és insuficient per dur a terme la inversió, es recorre a l'endeutament abans de dur a terme una ampliació de capital. Aquest fet també es pot observar, doncs les empreses familiars presenten un elevat endeutament, encara que amb un efecte palanquejament financer, tenint una mínima distribució de dividendes comparant-ho amb les empreses no familiars.

A través de la hipòtesi que analitza la correlació entre la rendibilitat econòmica i l'endeutament, s'ha pogut observar com les empreses familiars no presenten aquesta correlació entre variables, doncs aquestes empreses mantenen un endeutament molt semblat durant tots els anys analitzats, indiferentment de la rendibilitat econòmica que aconsegueixin. En canvi, les empreses no familiars si que presenten correlació entre les variables analitzades, i a més presenta una relació indirecta, doncs a menys rendibilitat econòmica més endeutament, i a l'inrevés. Podríem dir que a les empreses familiars els beneficia la pràctica de retenir dividendes i autofinançar-se, doncs s'ha pogut observar que mantenen el mateix nivell d'endeutament en tot el període analitzat. No han de recórrer al endeutament bancari en cas de presentar un menor benefici, a més, amb un patrimoni net suficient per mantenir una posició estable i no recórrer al capital aliè. La rendibilitat és un dels principals objectius de les empreses familiars, doncs així poden atendre bé als clients, i donar seguretat econòmica als familiars i al personal no familiar empleat de l'empresa. Diversos estudis esmenten que les empreses familiars presenten una menor competitivitat, i a conseqüència d'això una menor rendibilitat (Amat, 2006).

Aquest fet ho podem observar en els percentatges anteriorment calculats de la rendibilitat econòmica, doncs el percentatge de rendibilitat és superior en les empreses no familiars enfront de les EF. Per tant, les EnF presenten una millor posició en aquest aspecte. No obstant això, les empreses familiars no tenen perquè ser menys competitives i presentar uns resultats inferiors als de les EnF, via rendibilitat, doncs un estudi indica que no es pot deduir que els resultats de l'empresa familiar siguin inferiors als de l'empresa no familiar (Amat, 2006). Si contrastem aquesta afirmació amb els resultats obtinguts en l'estudi, podem veure com les EF, amb menor rendibilitat, no presenten cap correlació amb l'endeutament, i l'efecte palanquejament que obtenen del finançament aliè és positiu en gairebé tots els anys.

Finalment, a través de la hipòtesi del cost de finançament del capital aliè, hem pogut observar com les empreses familiars també tenen avantatge en el terreny bancari, doncs ostenten un menor cost de finançament, amb menor import relatiu de despeses financeres. Existeixen evidències que demostren la relació positiva entre el compromís personal i l'obtenció de crèdit. És a dir, els proveïdors financers basen les seves decisions conforme a la valoració de la capacitat d'endeutament dels propietaris de les empreses, més que de la pròpia empresa en si. D'aquesta forma, la concessió al crèdit d'empreses familiars sol estar subjecta a la formalització d'aval personal que serveixen

com a garantia per tornar els crèdits (Navarrete, 2012). Així doncs, podem obtenir la certesa que l'empresa familiar obté el nivell de finançament necessari a un menor cost.

D'aquesta forma, obtenim la conclusió que les empreses familiars presenten una major acurada forma de finançar-se que les empreses no familiars, via la menor distribució de dividendes i gràcies a tenir unes menors despeses financeres que les empreses no familiars. A més, també podem esmentar que les empreses familiars es caracteritzen pel seu conservadorisme financer, fet que podem observar a través de la hipòtesi del repartiment de dividendes.

A través de les dues últimes hipòtesis formulades, podem extreure la conclusió de que els resulta positiu a les empreses analitzades endeutar-se, és a dir, amb un efecte palanquejament positiu. Aquesta conclusió l'extraurem comparant la rendibilitat econòmica dels dos tipus d'empresa i el seu cost de capital aliè:

Taula 17. Comparació de la rendibilitat econòmica, l'endeutament en les EF, i efecte palanquejament.

Empreses familiars:	2011	2010	2009	2008	2007
Rend. Econòmica:	5,962 %	5,010 %	5,036 %	5,548 %	7,884 %
Cost de capital aliè:	4,93 %	2,98 %	4,25 %	4,87 %	4,95 %
Efecte palanquejament:	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA

Taula 18. Comparació de la rendibilitat econòmica, l'endeutament en les EnF, i efecte palanquejament.

Empreses no familiars:	2011	2010	2009	2008	2007
Rent. Econòmica:	8,157 %	6,882 %	5,691 %	6,312 %	8,464 %
Cost de capital aliè:	4,59 %	4,12 %	5,30%	8,56%	6,99%
Efecte palanquejament:	RE>CPA	RE>CPA	RE>CPA	RE<CPA	RE>CPA

El palanquejament financer trenca amb molts tòpics sobre si és positiu o negatiu per a l'empresa endeutar-se, o sobre l'estructura financera que vulgui adoptar l'empresa pel qual fa a l'endeutament amb cost.

D'aquesta forma, podem dir que el palanquejament financer és l'efecte que es produeix en la rendibilitat de l'empresa com a conseqüència de l'ús del deute en la seva estructura de finançament. L'efecte palanquejament financer és l'hipotètic avantatge que ha obtingut l'empresa, sobre la rendibilitat financera, per tenir deute (Gonzalo *et al.*, 1998).

Incrementar la quantitat de deute que presenta una empresa té un efecte sobre la rendibilitat de la mateixa, la qual depèn del cost financer del deute. Un increment del deute repercutirà en un increment de la rendibilitat econòmica sempre que el cost del deute sigui inferior a la rendibilitat dels negocis. Aquest efecte palanquejament financer permetrà la substitució de finançament propi per aliena, fins al límit que permeti la garantia de la pròpia solvència de l'empresa. (Gonzalo *et al.*, 1998).

D'aquesta forma, si observem els quadres anteriors, podem veure com les dues organitzacions, i en la majoria d'anys, l'efecte palanquejament financer que presenten les empreses és positiu. Referent a les empreses familiars, aquestes presenten un efecte palanquejament financer positiu durant tots els anys analitzats, doncs el cost del capital és inferior a la rendibilitat econòmica obtinguda. D'aquesta forma, el conjunt d'empreses familiars analitzades han obtingut rendibilitat a partir dels seus deutes, obtenint nous fons que es poden utilitzar en nous projectes d'inversió, i que generin creació de valor en l'empresa.

Respecte a les empreses no familiars, aquestes presenten un efecte palanquejament financer positiu en tots els anys analitzats, menys l'any 2008, doncs tenen un cost del capital aliè molt superior a la rendibilitat econòmica. Concretament el cost del capital és del 8%, superior en dos punts percentuals a la rendibilitat econòmica. No obstant això, en tots els casos hem de tenir en compte que tenir un elevat nivell de deute comporta un major nombre de riscos: per molt que l'empresa pugui aconseguir un efecte palanquejament financer positiu a través del deute aliè, en qualsevol moment podria sobrevenir un efecte negatiu a la palanca i que l'empresa veïés reduïda la rendibilitat dels seus actius. És lògic que les empreses adoptin un límit en la quantitat de deute que puguin assumir, i que la seva gerència gestioni l'endeutament en les decisions del binomi rendibilitat-risc que pot suportar l'empresa. En definitiva, l'ús apropiat de l'endeutament és una via per aconseguir millorar la rendibilitat de l'empresa, la clau està a gestionar la quantitat de deute que pot assumir l'empresa, i que li repercuteixi positivament en la mateixa.

7. Conclusions.

La finalitat d'aquest treball ha estat analitzar el finançament de les empreses familiars enfront de les empreses no familiars. Hem formulat tres hipòtesis i després del seu contrast, hem pogut concloure l'existència de característiques financeres que determinen el comportament de les EF de major solidesa respecte a les EnF i que en general es resumeixen en una major autonomia respecte als bancs.

Hem comprovat que les empreses familiars tenen major preferència per l'autofinançament que les empreses no familiars, arribant a ella després d'un menor repartiment de dividends, característica distintiva d'una empresa familiar. Aquest major conservadorisme financer els permet mantenir un menor nivell d'endeutament. També s'observa que quan les EF tenen variacions en el resultat de l'exercici aquestes es produeixen de forma independent de l'endeutament. En canvi, les EnF incrementen el seu deute quan sofreixen una disminució en el seu benefici.

D'altra banda, les EnF ha de fer front a majors costos de finançament del capital aliè que les empreses familiars. De l'anterior es dedueix que les EF presenten una estructura financera menys dependent dels bancs que les EnF.

Les relacions lògiques d'equilibri per a l'anàlisi de balanç han estat il·lustratives per conèixer la situació dels dos grups d'empreses. Hem pogut analitzar com les EF presenten major solvència que les EnF amb un menor rati d'endeutament, no obstant el valor en tots dos grups d'empreses és molt elevat. Curiosament, aquesta realitat no influeix negativament en la rendibilitat de les empreses analitzades, al contrari, el capital aliè els permet augmentar la rendibilitat, atès que posseeixen un cost del capital

aliè inferior a la taxa de rendibilitat econòmica. El que significa un palanquejament financer positiu.

El rati de liquiditat és molt semblat entre les dues mostres d'empreses, però són també les empreses familiars les que presenten major estabilitat per fer front als seus pagaments a curt termini, és a dir, major solvència.

Pel seu costat, el rati de cobertura corrobora que les empreses familiars no presenten problemes de liquiditat, ni a curt termini ni a llarg termini, sent el fons de maniobra positiu. No obstant això, el grup de EnF de la mostra, encara que presentin un elevat endeutament i una menor solvència, també són empreses amb un elevat fons de maniobra, per tant, amb un elevat rati de cobertura.

També s'observa que les EF presenten una estructura financera menys arriscada que la de les EnF, doncs posseeixen un 43% de Patrimoni Net, enfront d'un 37% de les EnF. No obstant això, el deute bancari amb cost és major en les empreses familiars. Aquest fet ho analitzarem com un avantatge en èpoques on existeix restricció en el crèdit bancari, fet indicatiu que disposen d'una major disponibilitat creditícia, doncs presenten majors garanties enfront de les entitats de crèdit. Aquesta situació d'avantatge també s'ha vist al analitzar el menor cost del capital aliè que gaudeixen les empreses familiars. En resum, del anàlisi realitzat, amb les limitacions derivades de la mostra utilitzada, s'obté que les empreses familiars han suportat millor la crisi durant el període analitzat (2007-2011), caracteritzat per la caiguda de l'activitat i la restricció al crèdit. Les EF han mantingut major independència dels bancs que les EnF, gràcies a la seva preferència per l'autofinançament ho han fet a un cost de capital aliè i un nivell de palanquejament financer inferior al de les EnF, el que col·loca a aquest tipus d'empreses en millors condicions que les demés alhora d'afrontar una futura etapa de creixement.

Bibliografia:

- Amat, J.M. (2006). "Anàlisi per estructura de l'accionariat: l'anàlisi qualitativa de la rendibilitat de les empreses familiars". Llibre blanc de les empreses de l'Euram. Institut d'economia i empresa, pp.819-848
- Barton, S.L.E. i Matthews, C.H. (1989). "Small firm financing: implications from a strategic management perspectiva". *Journal of Small Business Management*, January, pp.1-7.
- Blanco, V.; de Quevedo, E. i Delgado, J.B. (2009). "La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 141, pp. 57-73.
- Corona, J. (2006). "Manual de la empresa familiar". Deusto.
- Claver, E. (2008). "Gestión de la empresa familiar. Dirigiendo la empresa familiar. Algunas cuestiones clave". McGraw-Hill.
- Galve, C. i Salas, V. (2003). "La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados". Fundación BBVA. Atlántida Group Editor.
- Galve, C. i Salas, V. (2011). "¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamiento y resultados en las Empresas españolas cotizadas?". *Revista de Economía Aplicada*, Vol. 19 (57), pp.5-34.
- Gonzalo, J.A. (1998). "Contabilidad superior. Análisis económico-financiero y patrimonial". Ed. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España.
- Guinjoan, M; Murillo, C. i Pons, J. (2004). "L'empresa familiar a Catalunya, quantificació i característiques". CIDEM.

- Larrán, M.; García-Borbolla, A. i Giner, Y. (2010). “Factores determinantes del racionamiento de crédito a las PYME: Un estudio empírico en Andalucía”. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16, pp.63-82.
- Martins, B.M.; Martínez J. i Coll, J. (2008). “Gestión de la empresa familiar. La creación de riqueza en las Empresas familiares. Atributos y ventajas competitivas sostenibles”. McGraw-Hill.
- Monreal, J. i Sánchez, G. (2012). “El éxito de la Empresa Familiar”. Civitas.
- Navarrete, E. (2012). “Factores determinantes del comportamiento financiero de las Empresas familiares”. Tesis doctoral.
- Sáez, A.J. (2010). “Métodos estadísticos con R y R Commander”. Universidad de Jaén.