

¿Están las empresas familiares mejor preparadas para superar la crisis?

Jordi Moreno Gené^{a*} y Laura Sánchez Pulido^b

^a Investigador postdoctoral en el departamento de AEGERN de la Universidad de Lleida.

^b Profesora colaboradora permanente en el departamento de AEGERN de la Universidad de Lleida.

* Correo de contacto: jmoreno@aegern.udl.cat

Recibido 30 mayo 2014; aceptado 20 junio 2014

Resumen

Este estudio presenta un análisis comparativo de la evolución de la estructura económica y financiera que presentan las empresas familiares (EF) y las empresas no familiares (EnF) des de el año 2008 hasta el año 2012, utilizando una muestra de 750 empresas de Cataluña. Para profundizar en el estudio y dotar a los resultados de una mayor robustez, en ambas categorías hemos considerado tanto la dimensión, diferenciando entre grandes y medianas empresas, como también el sector de actividad de las empresas. El estudio ha permitido constatar las hipótesis establecidas sobre la financiación de las mismas y concluir que las EF presentan una estructura financiera diferente a las EnF. En sus balances, las EF presentan un mayor nivel de autofinanciación gracias a su menor distribución de dividendos. Además, las EF presentan mejores resultados en cuanto a niveles de cobertura y liquidez, debido a su mayor capitalización y menores niveles de endeudamiento. También se observa que las EF se financian con un coste de capital ajeno inferior al de las EnF. Estas características patrimoniales y financieras han contribuido a que las EF aguanten mejor los años de crisis, presentándose durante estos años una menor proporción de EF que presentasen pérdidas.

Clasificación JEL: G32, G35, M10,

Palabras Clave: Empresa familiar, estructura financiera, crisis económica.

1. Introducción.

Durante los últimos años la crisis económica y financiera ha sacudido con mucha fuerza tanto la economía mundial como la economía española y catalana, sorprendiendo por su intensidad y por la duración de la misma. En este contexto, hay una pregunta que surge

de manera recurrente cuando se pretenden analizar las consecuencias de las crisis económicas sobre el tejido empresarial de un territorio:

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

En el momento para dar respuesta a esta cuestión parece de lo más oportuno, al estar inmersos en un período de crisis y de dificultades de financiación de las empresas, y en distintos ámbitos, como es el sector financiero, hay interés por conocer, y saber si verdaderamente existen diferencias económico-financieras entre las empresas familiares (EF) y las empresas no familiares (EnF).

Esta cuestión, resulta especialmente relevante si tenemos en cuenta que las empresas familiares han devenido en la actualidad, y desde hace ya unos años, en un motor importante de las economías desarrolladas, siendo además el tipo de empresas más numeroso alrededor del mundo (Gersick *et al.*, 1997; Upton y Petty, 2000; Chua *et al.*, 2003). Los datos recientes apuntan a que en la actualidad, en Europa, alrededor del 70-80% de todas las empresas son familiares, y que estas proporcionan alrededor del 40-50% de la ocupación (Mandl, 2008).

El estudio que a continuación se presenta está centrado en el territorio catalán, el cual no supone ninguna excepción al predominio de la empresa familiar, sino más bien al contrario, ya que más del 65% de las empresas catalanes se pueden considerar empresa familiares, las cuales concentran cerca del 60% de la ocupación total (Guinjoan *et al.*, 2004).

En relación a la EF, presuponemos la existencia de diferencias en cuanto a la preferencia de sus fuentes de financiación, y que están tienen que ver con las finalidades que desde su creación tienen unas y otras. No es lo mismo financiar una empresa con el capital anónimo de una sociedad, que hacer-lo mediante el patrimonio familiar. En uno y otro caso, los compromisos de remuneración al capital-propiedad serán diferentes.

Con la finalidad de dar respuesta a la pregunta anteriormente planteada, en este trabajo se establecen dos objetivos planteados. En primer lugar, identificar las características diferenciales de la EF en relación a la EnF en un contexto de crisis económica. Y en segundo lugar, comprobar si estas características diferenciales, han permitido a las EF soportar mejor la crisis económica.

Conocer los resultados del análisis realizado puede interesar a las entidades financieras y a las EF. A las primeras, al aportar-les más información sobre el grupo de empresas donde se sitúa su cliente en los procesos de concesión de crédito, y a las segundas, permitiendo que puedan disponer de nuevas evidencias y argumentos que respalden una eventual solicitud de préstamo.

El resto del trabajo se organiza de la siguiente manera: En la sección 2 se comentan algunas de las características diferenciales de la EF observadas a través de la literatura. En la sección 3 se describe la muestra utilizada en el estudio así como el procedimiento seguido para su obtención. En la sección 4 se presentan y analizan los resultados obtenidos a lo largo del estudio. Finalmente, en la sección 5 se presentan a modo de

resumen las principales conclusiones alcanzadas así como también algunas futuras líneas de investigación.

2. Empresa familiar: rasgos característicos.

Dado el importante papel que juega la empresa familiar en el funcionamiento de cualquier economía desarrollada, así como por su presencia mayoritaria en todo el mundo (Gersick *et al.*, 1997; Upton y Petty, 2000), han sido numerosos los estudios empíricos que han tratado de identificar cuáles son los rasgos que caracterizan a la EF en frente a la ENF (Suess (2014) presenta una extensa revisión de la literatura existente en el ámbito de la empresa familiar). Con esta finalidad, han sido distintos los elementos de la realidad económico-financiera de estas empresas analizados. Por ejemplo, estudios como el de McConaughy *et al.* (2001), centrado en empresas de los Estados Unidos, observan que las empresas familiares obtienen mayores beneficios que las empresas no familiares, que presentan unas tasas de crecimiento también más grandes y unos menores niveles de endeudamiento. Otros estudios como el de Anderson y Reeb (2003) confirmaron posteriormente las mayores rentabilidades de la empresa familiar norteamericana. En esta misma dirección, Duréndez y García (2005) afirman que las empresas familiares consiguen unos resultados, medidos en términos de beneficios, rentabilidad o productividad, superiores a los que obtienen las empresas no familiares como consecuencia de la aplicación de la Teoría de la Agencia. Un argumento que anteriormente ya se respaldó en otros trabajos como Harvey (1999) o McConaughy *et al.* (1998). Más recientemente, trabajos como el de Berent-Braun y Uhlaner (2012), también justifican un mejor rendimiento económico en las empresas familiares gracias al mayor compromiso de los miembros que persiguen un objetivo común. No obstante, los resultados obtenidos en estudios empíricos no siempre han seguido este mismo patrón, existiendo otros estudios que detectan una relación contraria (Cromie *et al.*, 2001; Cronqvist y Nilsson, 2003) y otros donde no se aprecia la existencia de diferencias significativas entre EF y EnF en lo que a rentabilidad se refiere (Galve y Salas, 2001; Ganderrio, 1999; Westhead y Cowling, 1997). Por su parte, Martín-Reya y Duran-Encalada (2012) afirman que el mejor o peor funcionamiento de las empresas familiares depende del contexto de cada país.

En otros aspectos, no obstante, sí parece existir un mayor consenso en la literatura, como por ejemplo, en relación a la menor dimensión de las empresas familiares (Reynolds, 1995; Cromie *et al.*, 1995; Westhead y Cowling, 1998; Duréndez y García, 2005; Galve y Salas, 2011). En otros factores de carácter más cualitativos, también se observa una cierta coincidencia de resultados, como es a la hora de señalar el menor nivel de formación de la gerencia en la empresa familiar (Amat, 2001; Cromie *et al.*, 2001), un resultado que se explicaría por la voluntad de que los miembros de la familia ocupen lugares de gestión aunque no dispongan de capacidad suficiente, lo que puede perjudicar su eficiencia (Duréndez y García, 2005).

Otro factor ampliamente analizado en la literatura es el referente al endeudamiento y a las políticas de financiación de estas empresas. Así, en la mayoría de trabajos se observa la existencia de unos menores niveles de endeudamiento en la empresa familiar, tanto a largo plazo (Agrawal y Nagarajan, 1990) como a corto plazo (McConaughy *et al.*, 2001). En esta misma dirección, algunos trabajos han observado como las empresas familiares prefieren financiarse a través de dinero de la propia familia (Hamilton y Fox, 1998; Romano *et al.*, 2000) o a través de beneficios no distribuidos (Hamilton y Fox, 1998; Barton y Matthews, 1989), en lugar de utilizar endeudamiento bancario o la

entrada de nuevos accionistas. Este comportamiento, como se apunta en Romano *et al.* (2000), se justifica por el miedo a perder el control de la empresa ante la posibilidad de no poder hacer frente a las deudas o por la entrada de nuevos accionistas, un comportamiento que según Molly *et al.* (2012) se acentuaría con la entrada de las nuevas generaciones, lo que limita las posibilidades de crecimiento de estas empresas.

Dada la relevancia de la actual crisis económica y financiera, algunos trabajos recientes han analizado el impacto que esta ha tenido sobre las EF en comparación a las EnF, interpretando tanto sus puntos fuertes como puntos débiles en un entorno de estas características. Por ejemplo, Wang y Zhou (2012) han examinado si las empresas familiares funcionaban mejor que las no familiares durante la crisis financiera global, analizando una muestra de empresas de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia e Italia durante el periodo 2006-2010. Sus resultados muestran como las empresas familiares no mejoran significativamente el comportamiento de las no familiares. No obstante, las empresas familiares con presencia del fundador (ya sea como CEO, miembro de la Junta o como accionista significativo) si presentan unas rentabilidades de sus activos bastante superiores.

Anteriormente, estudios como el presentado por la Piraeus Traders Association (2009) ya afirmaban que la empresa familiar podía tener una mayor resistencia ante los impactos de la crisis financiera, debido a la existencia de unos lazos familiares que podían contribuir a superar problemas minimizando las pérdidas. Del mismo modo, Vlachakis *et al.* (2011) al analizar el caso griego, afirman que las empresas familiares han construido unos mecanismos que pueden operar en periodos de crisis y que pueden contribuir a satisfacer las necesidades del negocio de la manera más efectiva. Estos mecanismos harían referencia a la percepción de la crisis económica como una “oportunidad” forzosa para reorganizar el negocio, a la efectiva cooperación de dos sistemas independientes como familia y empresa, o la adopción de un presupuesto delgado y flexible, i es que en la EF todos los miembros comparten unas mismas ansiedades y problemas, estando todos ellos dispuestos a trabajar largas jornadas en condiciones complicadas, y habitualmente de manera poco recompensada. Unas conclusiones similares se exponen también en Siakas *et al.* (2014).

En relación a la economía española, Martín y Crespi (2012) analizan el impacto de la crisis sobre los principales componentes de la financiación externa de las empresas españolas, observando que en las empresas familiares la proporción de deuda bancaria a largo plazo sobre el total de la financiación es superior. Los autores justifican este resultado por el hecho de que las empresas familiares, por norma, tienen la voluntad de mantener su control y propiedad en manos de un grupo de personas que comparten lazos familiares con el objetivo de transmitirlo a generaciones futuras, lo que puede provocar que en tiempos de crisis las entidades financiadoras puedan percibir estas empresas como de menor riesgo, permitiendo que puedan (re)negociar una financiación de mayor calidad, es decir, a largo plazo. Del mismo modo, Stein (2002) considera que la mayor percepción por parte del prestamista del compromiso de la EF con los objetivos a largo plazo, provoca que la relación entre la empresa y el financiador resulte más estrecha y directa.

En nuestra opinión, y en línea con lo que se ha observado en trabajos previos, creemos que resulta bastante probable que las empresas familiares puedan estar más preparadas para afrontar y superar la crisis, una circunstancia que se explicaría tanto por las

características propias del balance de estas empresas (principalmente su menor dependencia externa), como también por factores de carácter más cualitativo, como la mayor implicación de los propietarios y trabajadores de la empresa, la percepción de esta por parte del banco, o la fidelización de la clientela durante generaciones.

3. Muestra.

3.1. Definición de empresa familiar.

A la hora de seleccionar la muestra, una de las principales cuestiones a las que se enfrentan este tipo de estudios es el establecimiento de una definición para la empresa familiar. Prueba de esta circunstancia son las más de 90 definiciones identificadas en Europa (Mandl, 2008). Según la definición propuesta en trabajos como los de Pollak (1985) y Casson (1999), la empresa familiar se puede definir como aquella empresa que mantiene la propiedad y el control de la compañía en manos de un grupo de personas que comparten vínculos familiares entre sí, y que pretenden transmitir-la a futuras generaciones. No obstante, estas características no siempre permiten una fácil distinción entre empresas familiares y no familiares en el ámbito empírico. Esto ha provocado que con el paso del tiempo, se hayan planteado diferentes alternativas, entre aquellas que engloban factores muy amplios, donde únicamente se tienen en cuenta aspectos relacionados con la propiedad y la gestión de la empresa (Romano *et al.*, 2000), y aquellas más restrictivas, donde también se incorporan otros aspectos como el propósito de transmitir la empresa a la siguiente generación (Sharma *et al.*, 1997).

En este estudio se ha adoptado la definición aprobada por el Grupo Europeo de Empresa Familiar (GEEF) y por el International Family Business Network. De acuerdo con esta definición, una compañía tiene la consideración de empresa familiar si:

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

3.2. Diseño de la muestra y criterios de selección.

Los datos correspondientes a los estados financieros se han obtenido a través de la base de datos SABI. Para seleccionar la muestra se han aplicado los siguientes criterios:

- Ámbito geográfico de Cataluña.
- Activas en la actualidad y con datos disponibles para todos los años del período analizado (2008-2012).
- 50 o más trabajadores
- Forma Jurídica: Sociedades Anónimas y Sociedades Limitadas.

Debido a la elevada presencia de pequeñas y medianas empresas en el tejido empresarial español, bastantes estudios que han analizado el comportamiento de la empresa familiar se han centrado en el análisis de las PYMES (por ejemplo: Duréndez y García, 2005). No obstante, este estudio se ha centrado en el análisis de las grandes y medianas empresas, un ámbito no tan estudiado, en el que la información financiera resultado más fácil de obtener, i donde las diferencias entre EF y ENF deberían resultar más fácilmente visibles que en empresas de pequeña dimensión. El estudio incluye las Sociedad Anónimas y las Sociedades Limitadas, que significan alrededor del 99% del total de empresas. No se han considerado otros tipos de empresas debido a los objetivos marcadamente diferenciados que estas podían presentar (ej.: Sociedad Cooperativas).

De la muestra obtenida, no obstante, también se han eliminado un amplio conjunto de empresas. En primer lugar, las empresas dedicadas al sector financiero, algo habitual en trabajos de estas características, que eliminan este tipo de empresas debido a sus particularidades. En segundo lugar, también se han eliminado las empresas controladas por el sector público, fondos de pensiones, fundaciones y fondos de inversión. Se han eliminado porqué estos propietarios acostumbran a tener unos objetivos específicos que impedirían llevar a cabo una comparación fiable de su comportamiento. Finalmente, también se han eliminado aquellas empresas dedicadas al sector primario como consecuencia del reducido número de empresas disponibles, la cual cosa no permitía configurar una muestra suficientemente representativa del sector.

La aplicación de los criterios anteriores nos proporcionó un total de 2.946 empresas, entre las que se encuentran tanto EF como ENF. El principal problema a la hora de realizar un trabajo de estas características es la dificultad para distinguir entre los tipos de empresas, ya que la base de datos SABI no proporciona una herramienta suficientemente fiable para llevar a cabo esta clasificación. Y si bien es cierto que la utilización de esta base constituye un recurso habitual en estudios de estas características, la revisión de los mismos pone de manifiesto la existencia de dificultades operativas que no quedan suficientemente explicitadas (Ramírez *et al.*, 2011). Por este motivo, se tuvo que hacer una comprobación empresa por empresa, descartando aquellas para las que no había suficiente información.

A diferencia de otros estudios donde únicamente se considera la distinción entre empresas familiares y no familiares (Anderson y Reeb, 2003; Nieto *et al.*, 2009), en este también se ha tenido en cuenta la dimensión de las empresas, distinguiendo entre empresas medianas (entre 50 y 249 trabajadores) y empresas grandes (a partir de 250 trabajadores). Ya que tal y como se desprende de los trabajos de Miller *et al.* (2013) o Miralles-Marcelo *et al.* (2014), la dimensión representa un factor relevante en el funcionamiento de las empresas. Del mismo modo, también se ha procurado una distribución por sector lo más homogénea posible entre los diferentes grupos de empresas, con el objetivo de evitar que este efecto sectorial pudiese distorsionar los resultados obtenidos en el estudio.

Finalmente, el estudio se ha realizado sobre una muestra total de 750 empresas, de las que 550 son EF y 200 son ENF. La distribución de empresas por dimensión y por sector de actividad se pueden observar en las Tablas 1 y 2 respectivamente.

Tabla 1. Distribución de empresas familiares según dimensión y sector de actividad.

		Sector				Total
		Industria	Construcción	Comercio y transporte	Servicios	
Dimensión	Gran	32	5	26	27	90
	Mediana	145	32	125	158	460

Tabla 2. Distribución de empresas no familiares según dimensión y sector de actividad.

		Sector				Total
		Industria	Construcción	Comercio y transporte	Servicios	
Dimensión	Gran	27	3	21	14	65
	Mediana	56	9	31	39	135

4. Resultados obtenidos.

4.1. Análisis de la estructura financiera.

Con el objetivo de obtener evidencia sobre las diferencias y/o similitudes que se pueden encontrar en la estructura económica y financiera de las EF y EnF, se procede a realizar la aplicación de un conjunto de ratios de estructura.

$$\text{Ratio de Garantía} = \text{Activo total} / \text{Pasivo Exigible}$$

Tabla 3. Ratio de garantía según tipo de empresa y dimensión.

	Ratio de Garantía				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	2,221	2,142	2,122	2,116	2,040
Empresa Familiar Mediana	2,745	2,586	2,517	2,483	2,305
Empresa no Familiar Grande	1,809	1,707	1,723	2,116	1,883
Empresa no Familiar Mediana	2,537	2,409	2,352	2,363	2,143

En la Tabla 3 se puede observar que, en todos los años, el valor del ratio de garantía, o de “distancia a la quiebra” ofrece resultados elevados, situados entre 1,7 y 2,7. Esta ratio relaciona la capacidad total que tiene la empresa para liquidar sus deudas con el total de activos de que dispone. Por tanto, como más elevado sea el resultado, mayor garantía ofrecerá a los acreedores de que cobraran sus deudas.

Al comparar el resultado del ratio de las EF y las EnF (Figuras 1 y 2), se observa que para los dos tipos de dimensión las EF presentan valores superiores a los de las EnF. Por tanto, se demuestra que las EF están más capitalizadas que las EnF, o dicho de otra manera, presentan menor dependencia financiera que las EnF.

Además, si se observa cómo ha evolucionado el resultado del ratio a lo largo de los años, comprobamos que las EF han aumentado su nivel de capitalización año tras año.

Figura 1. Ratio de garantía. Empresa familiar grande vs. Empresa no familiar grande.

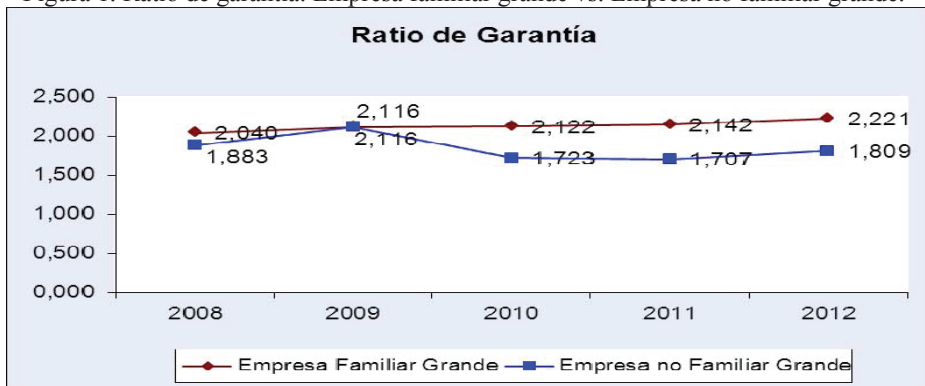
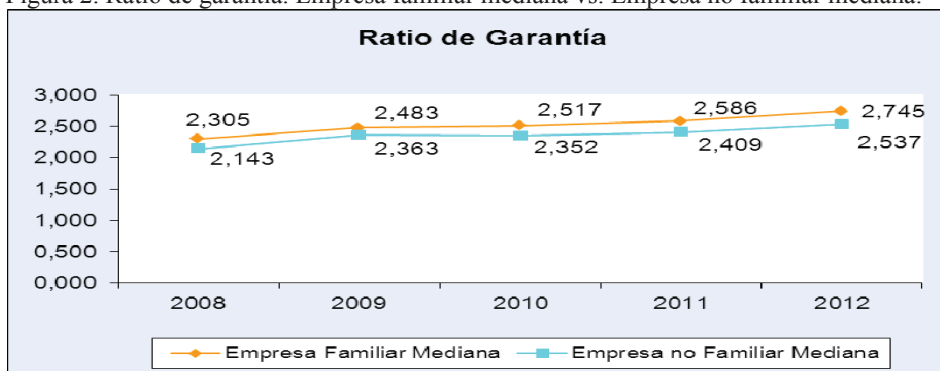


Figura 2. Ratio de garantía. Empresa familiar mediana vs. Empresa no familiar mediana.



Ratio de Cobertura = (Patrimonio Neto + Pasivo no corriente)/Activo no corriente

Tabla 4. Ratio de cobertura según tipo de empresa y dimensión.

	Ratio de Cobertura				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	2,889	3,060	2,417	2,314	2,638
Empresa Familiar Mediana	6,067	5,438	4,463	4,574	4,142
Empresa no Familiar Grande	1,370	1,835	1,709	1,595	1,887
Empresa no Familiar Mediana	5,840	6,030	6,977	6,001	5,264

El ratio de cobertura nos indica como financian las empresas su activo no corriente o inmovilizado. Se recomienda que para disfrutar de una adecuada estructura financiera, los recursos permanentes cubran todas las inversiones no corrientes y aún haya recursos excedentes para financiar una parte del activo corriente (necesidad de capital de trabajo). En esta ocasión, el valor del ratio debe superior la unidad.

De la Tabla 4 deducimos que las EF grandes presentan una mejor cobertura que las EnF. En cambio, si nos fijamos en las EF medianas, se observan unos resultados contrarios. En esta ocasión, son las EnF las que presentan unos mejores niveles de cobertura con excepción del año 2012. En cualquier caso, destaca que tanto las EF como las EnF muestran unos valores muy por encima de la unidad. Lo que nos indica que las empresas de la muestra financian holgadamente sus activos no corrientes y, además,

cubren un margen de su activo corriente, de modo que gozan de un fondo de maniobra positivo.

Si observamos la evolución del ratio, se ve como la cobertura ha mejorado solo en el caso de las EF, destacando las EF medianas que son las que muestran una mejora más significativa. Lo contrario sucede con las EnF que empeoran su cobertura.

Este distinto comportamiento, se podría deber a la preferencia de las EF por reinvertir los beneficios obtenidos en la propia empresa, lo que contrasta con las EnF, más propensas a repartir los beneficios entre sus accionistas.

Ratio de liquidez o Fondo de Maniobra = Activo corriente / Pasivo corriente

Tabla 5. Ratio de liquidez según tipo de empresa y dimensión.

	Ratio de Liquidez				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	4,078	3,482	3,540	3,270	2,680
Empresa Familiar Mediana	2,123	2,016	1,927	1,915	1,801
Empresa no Familiar Grande	0,960	0,986	1,028	1,016	1,142
Empresa no Familiar Mediana	0,644	0,728	0,762	0,816	0,845

Este ratio nos indica la capacidad que tiene una empresa para liquidar sus deudas a corto plazo, comparando las inversiones que deben transformarse en líquido en un periodo inferior o igual al año, con las deudas que hay que liquidar en un año. Cuando el valor de este ratio se sitúa por encima de 1, indica que el fondo de maniobra es positivo, y como más se acerque a 2 más alejada estará la empresa del concurso de acreedores.

En la Tabla 5, se observa como los valores obtenidos en el ratio de liquidez presentan unos resultados más elevados en las EF, con independencia de su dimensión (Figuras 3 y 4). Destacando sobretodo los elevados resultados que se obtienen en las EF medianas. Este resultado coincide con el obtenido en trabajos como Carney y Gedajlovic (2002) o McConaughy *et al.* (2001), donde se pone de manifiesto el mayor capital corriente y liquidez que presentan las empresas familiares.

Figura 3. Ratio de liquidez. Empresa familiar grande vs. Empresa no familiar grande.

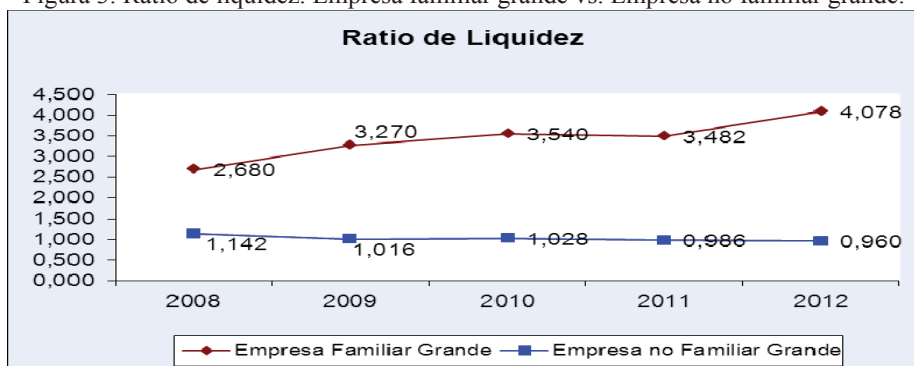
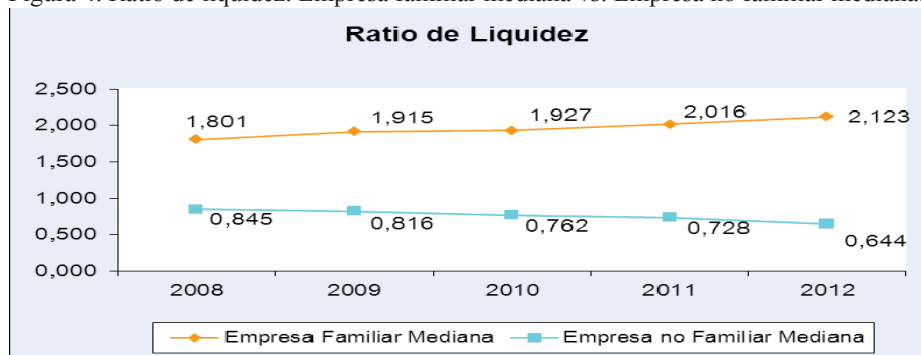


Figura 4. Ratio de liquidez. Empresa familiar mediana vs. Empresa no familiar mediana.



Si nos fijamos en su evolución, también se aprecia que en el caso de las EF, la ratio de liquidez tiene una tendencia creciente, mientras que el comportamiento de las EnF se mantiene más estable. Por tanto, en relación a la liquidez, las EF de la muestra presentan una mayor estabilidad en la gestión de su capital corriente y una mejor planificación de sus relaciones con deudores y acreedores que las EnF.

A raíz de las diferencias observadas entre EF y EnF, hemos querido analizar si estos resultados están condicionados por algunos sectores de actividad en particular.

Tabla 6. Ratio de liquidez según tipo de empresa y sector.

	Ratio de Liquidez				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar. Industria	2,725	2,460	2,508	2,343	2,180
Empresa Familiar. Construcción	1,860	1,872	1,911	1,850	1,561
Empresa Familiar. Comercio y transporte	1,934	1,804	1,724	1,789	1,688
Empresa Familiar. Servicios	1,944	1,827	1,694	1,675	1,547
Empresa No Familiar. Industria	1,427	1,477	1,442	1,397	1,317
Empresa No Familiar. Construcción	1,230	1,200	1,249	1,255	1,189
Empresa No Familiar. Comercio y transporte	1,616	1,558	1,569	1,562	1,459
Empresa No Familiar. Servicios	1,371	1,322	1,321	1,434	1,392

En la Tabla 6 se observa como las EF del sector industrial son las que muestran un valor significativamente más elevado, situándose en 2,7 en el año 2012. En cuanto a las EnF es el sector del comercio y el transporte el que muestra unos mejores resultados. Si bien, en todos los sectores de actividad la EF muestra mejores resultados.

Ratio de Endeudamiento = Pasivo exigible/Patrimonio Neto

Tabla 7. Ratio de endeudamiento según tipo de empresa y dimensión.

	Ratio de Endeudamiento				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	2,090	1,963	2,013	2,034	2,050
Empresa Familiar Mediana	2,379	2,413	2,557	3,748	3,623
Empresa no Familiar Grande	3,851	4,824	3,079	3,570	4,128
Empresa no Familiar Mediana	6,046	5,097	5,438	5,284	6,042

El ratio de endeudamiento relaciona la proporción de deudas respecto a los recursos propios. Interesa que el valor de este ratio sea el más reducido posible, ya que de este modo, la empresa disfrutara de una mayor autonomía financiera. En la Tabla 7, se puede

observar como los dos grupos de empresa, EF y EnF, presentan un elevado nivel de endeudamiento, con valor entorno a 2, o incluso muy superiores a 2.

En el caso de las EF, el valor del ratio es superior a 2 prácticamente en todos los años analizados, indicando un nivel de deudas excesivo. Únicamente en el año 2001, la EF grande se sitúa por debajo de dos (1,96). Por su parte, las EnF grandes y medianas presentan un nivel de endeudamiento excesivo, con valores por encima de 3 en todos los periodos y llegando a valores de endeudamiento medio de 6,04 al 2012 para las EnF medianas y de 4,8 el año 2011 para las EnF grandes. Este menor endeudamiento por parte de las EF supone un resultado bastante habitual en la literatura (Hamilton y Fox, 1998; Romano *et al.*, 2000).

Además, si nos fijamos en la evolución del nivel de endeudamiento que manifiestan las EF y EnF, se puede observar cómo, con independencia de su dimensión, las EF han estado reduciendo, en general, los niveles medios de endeudamiento, si bien de un modo lento (Tabla 7).

Comparando el endeudamiento global de los dos tipos de empresas, podemos observar como las EnF presentan un valor más elevado en frente a la EF. Y por tanto, un mayor riesgo. De estos resultados, podemos deducir que las EF dependen en menor medida de la financiación ajena y que están más capitalizadas en las EnF. Estos resultados están en línea con estudios que han demostrado que las EF presentan un menor ratio de endeudamiento. Esta política más prudente o conservadora, puede ser explicada por dos factores que caracterizan a la EF: el mantenimiento del control por parte de la familia, y la baja diversificación de las inversiones de los accionistas (Navarrete, 2012).

Al realizar el cálculo por sectores (Tabla 8), podemos destacar los siguientes resultados:

- En todos los sectores la EF muestra una menor dependencia financiera. Siendo la empresa familiar del sector industrial la menos endeudada, y la del sector servicios la más endeudada.
- En cuanto a la EnF destacan los elevadísimos niveles de endeudamiento mostrados en todos los sectores, especialmente en los sectores de la construcción y los servicios, donde el enorme descenso experimentado en los volúmenes de negocio como consecuencia de la crisis, provocó el impago de de sus compromisos financieros aumentado su pasivo.
- A lo largo del periodo la EF ha reducido sus niveles de endeudamiento en todos los sectores analizados, cosa que no sucede en el caso de las EnF.

Tabla 8. Ratio de endeudamiento según tipo de empresa y sector.

	Ratio de Endeudamiento				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar. Industria	1,512	1,541	1,718	3,216	2,732
Empresa Familiar. Construcción	2,608	2,668	3,110	3,292	3,638
Empresa Familiar. Comercio y transporte	2,212	2,332	2,482	2,796	2,550
Empresa Familiar. Servicios	3,188	3,071	3,065	4,294	4,598
Empresa No Familiar. Industria	3,875	2,570	4,131	2,455	3,564
Empresa No Familiar. Construcción	8,548	9,281	4,083	5,741	7,127
Empresa No Familiar. Comercio y transporte	6,073	4,448	3,963	5,789	6,875
Empresa No Familiar. Servicios	6,182	8,495	6,353	7,190	6,636

Ahora bien, este análisis del endeudamiento se puede matizar y complementar, observando si la financiación ajena que recibe la empresa es una financiación con coste o sin coste.

Ratio de Endeudamiento con coste = Recursos ajenos con coste/Patrimonio Neto

Tabla 9. Ratio de endeudamiento con coste según tipo de empresa y dimensión.

	Ratio de Endeudamiento con coste				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	1,114	1,072	1,036	1,040	1,001
Empresa Familiar Mediana	1,173	1,232	1,229	1,779	1,766
Empresa no Familiar Grande	2,271	2,614	1,703	2,059	2,580
Empresa no Familiar Mediana	2,553	2,152	2,941	2,403	3,030

Es interesante ver los resultados que se obtienen si calculamos el ratio de endeudamiento financiero o con coste, puesto que los resultados obtenidos respecto al ratio anterior pueden diferir de forma significativa. Este ratio, relaciona la proporción de deudas financieras (o con coste) con los recursos propios. Por tanto, será interesante conocer cuál es la proporción de deudas que realmente suponen un coste de financiero para la empresa.

La Tabla 9 muestra que las EF grandes y medianas presentan un valor de endeudamiento con coste inferior a las EnF grandes y medianas. Sin embargo, si analizamos las diferencias entre el endeudamiento global y el endeudamiento con coste que presentan las EF y las EnF, se observa que las EnF disfrutaban de media de una proporción más grande de financiación gratuita o sin coste (recursos cíclicos) que la EF.

Calidad de la deuda = Pasivo Corriente / Pasivo

Tabla 10. Calidad de la deuda según tipo de empresa y dimensión.

	Calidad de la deuda				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	72,65%	71,83%	72,38%	73,24%	76,50%
Empresa Familiar Mediana	75,26%	75,34%	75,37%	76,42%	78,29%
Empresa no Familiar Grande	72,11%	70,56%	71,99%	71,75%	74,19%
Empresa no Familiar Mediana	79,18%	78,75%	80,23%	80,26%	82,17%

El ratio de calidad de la deuda indica que proporción de deudas de la empresa son exigibles a corto plazo. Por tanto, como menor sea el resultado de este ratio mayor será la calidad del endeudamiento.

La Tabla 10 no muestra diferencias destacables entre los dos grupos de empresas, obteniendo unos resultados muy similares en cuanto a la calidad de la deuda de las EF y EnF. Ahora bien, si relacionamos la proporción de deudas que son exigibles a corto plazo con el nivel de liquidez que presentan unas y otras, si se observan diferencias. Como se ha comprobado anteriormente, las EF disfrutaban de una mejor liquidez en comparación a las EnF (Figuras 3 y 4). Por tanto, aunque presenten un porcentaje muy similar de deudas que son exigibles a corto plazo, el activo corriente del que disponen las EF es superior al de las EnF. Y por tanto, se deduce que serán las EF las que estarán mejor preparadas para cumplir con los compromisos de pago a corto plazo, con garantías y en los términos fijados.

Si se observa la evolución del ratio, se aprecia como el nivel medio de endeudamiento a corto plazo ha disminuido tanto en las EF como en las EnF, con independencia de su dimensión. De estos resultados se podrían deducir los esfuerzos que están haciendo las empresas para refinanciar sus deudas, ya sea a través de la ampliación de los términos de crédito o a través de la capitalización de la deuda. No se puede obviar que, en la actualidad, la mayoría de empresas que demandan crédito lo hacen con el objetivo de refinanciar deudas, y no para realizar nuevas inversiones de carácter productivo.

En la Tabla 11 se muestran los resultados obtenidos por sectores, donde destaca el sector de la construcción como el sector que presenta una peor calidad de la deuda, tanto en EF como en EnF, con valores que se sitúan en todos los periodos por encima del 80%, lo que indica la precaria situación que están experimentando estas empresas desde el estallido de la burbuja inmobiliaria.

Tabla 11. Calidad de la deuda según tipo de empresa y sector.

	Calidad de la deuda				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar. Industria	74,61%	74,47%	75,00%	74,38%	77,71%
Empresa Familiar. Construcción	81,58%	83,34%	83,53%	86,79%	88,12%
Empresa Familiar. Comercio y transporte	78,30%	78,74%	79,24%	79,76%	80,33%
Empresa Familiar. Servicios	70,87%	70,11%	69,47%	72,02%	74,34%
Empresa No Familiar. Industria	74,13%	72,65%	73,81%	73,68%	74,63%
Empresa No Familiar. Construcción	85,54%	88,07%	87,62%	88,60%	87,73%
Empresa No Familiar. Comercio y transporte	78,06%	76,76%	80,50%	82,07%	82,20%
Empresa No Familiar. Servicios	78,09%	78,11%	78,24%	76,48%	82,90%

4.2. Efectos del endeudamiento sobre la rentabilidad.

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

En esta línea, se ha querido comprobar si el efecto del endeudamiento y su coste repercute de forma diferente en la rentabilidad obtenida por las EF y EnF.

Coste de la deuda (i) = Gastos financieros/Recursos ajenos con coste

Tabla 12. Coste de la deuda según tipo de empresa y dimensión.

	Coste de la deuda				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	5,85%	5,70%	4,87%	5,78%	14,88%
Empresa Familiar Mediana	12,72%	10,22%	9,46%	10,14%	10,45%
Empresa no Familiar Grande	10,28%	10,89%	5,62%	9,41%	8,30%
Empresa no Familiar Mediana	13,20%	6,07%	7,59%	9,89%	6,74%

Si se analiza el coste de la financiación ajena por dimensión, se observa como las EF grandes se financian a un coste de capital ajeno inferior al de las EnF grandes, y que esta financiación tiene un carácter estable. Mientras que en las EF medianas, sucede lo contrario.

En la Tabla 12 se observa como en el año 2012 la EF grande esta suportando un coste de financiación ajena del 5,85%, mientras que la EnF está suportando un coste del 10,28%, prácticamente 5 puntos porcentuales más que la EF. Las diferencias no son tan acusadas en el caso de las empresas medianas, donde las EF han suportado el año 2012 un coste del capital ajeno medio del 12,72%, en frente del 13,20% que estaban pagando de media las EnF.

Estos resultados corroboran la suposición de que las EF reciben mejor trato en las entidades financieras a la hora de fijar las condiciones de un préstamo. Características como la estabilidad del negocio que pasa de una generación a otra, reinversión de beneficios, conservadurismo, garantía personal, etc., son rasgos que permiten ofrecer un suplemento de solvencia y de cumplimiento de las obligaciones financieras en las EF, que finalmente se plasma en un menor coste del capital. Esta mayor responsabilidad e implicación de sus directivos y la cohesión familiar, que en épocas de crisis es mayor, favorece que la familia reciba apoyo.

Dicho esto, no obstante, en el periodo 2011-2012 se observa en general, un aumento significativo del coste de la deuda (i) que han debido soportar tanto EF como EnF. Este aumento del coste, puede justificarse por el entorno macroeconómico que vivía la economía mundial en general, y la española en particular. Con la crisis de la deuda que estalló en 2010 y una prima de riesgo en España que en 2011 marcó máximos históricos (más de 450 puntos básicos), no es de extrañar que el coste de financiación se encareciese para todas las empresas, familiares y no familiares.

El año 2012 tampoco fue mejor en este sentido, sino más bien todo lo contrario. El rescate solicitado por el Gobierno español del sector financiero, la nacionalización de Bankia y la prima de riesgo escalando hasta los 548 puntos básicos, no mejoraron las condiciones de financiación de las empresas ni tampoco su acceso al mercado crediticio, que vive uno de los peores momentos en décadas.

Tabla 13. Coste de la deuda según tipo de empresa y sector.

	Coste de la deuda				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar. Industria	5,93%	5,43%	4,71%	5,72%	10,21%
Empresa Familiar. Construcción	20,22%	25,05%	17,30%	23,52%	28,85%
Empresa Familiar. Comercio y transporte	9,62%	9,67%	12,79%	13,30%	11,89%
Empresa Familiar. Servicios	17,84%	10,75%	7,63%	7,24%	8,28%
Empresa No Familiar. Industria	11,66%	5,53%	7,42%	8,75%	5,52%
Empresa No Familiar. Construcción	7,86%	5,12%	5,05%	6,25%	6,93%
Empresa No Familiar. Comercio y transporte	21,46%	14,92%	5,15%	16,04%	9,35%
Empresa No Familiar. Servicios	5,30%	6,16%	7,96%	6,44%	8,82%

Si se analiza el coste de la deuda por tipo de empresa y sector (Tabla 13), se observa como en el sector de la construcción y en los servicios son las EF las que soportan un mayor coste, situándose en 2012 en un 20,22% y un 17,84% respectivamente, en frente al 7,86% y 5,30% que pagan Las EnF. Mientras que en los sectores de la industria y del comercio y transporte son las EnF las que soportan un mayor coste medio de financiación ajena, situándose en 2012 en un 11,66% y un 21,46% respectivamente, en frente al 5,93% y 9,62% que pagan las EF.

Así mismo, con la finalidad de conocer qué efecto tiene el endeudamiento sobre la rentabilidad financiera de la empresa, se ha calculado en primer lugar la rentabilidad económica (ROA), y en segundo lugar, el efecto apalancamiento.

$$\text{ROA} = \text{Beneficio Explotación} / \text{Total activo}$$

Tabla 14. Rentabilidad económica según tipo de empresa y dimensión.

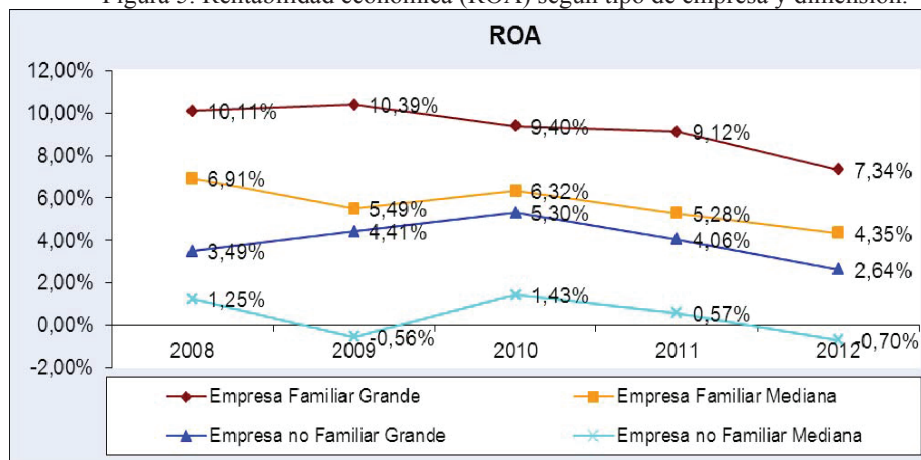
	ROA				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	7,34%	9,12%	9,40%	10,39%	10,11%
Empresa Familiar Mediana	4,35%	5,28%	6,32%	5,49%	6,91%
Empresa no Familiar Grande	2,64%	4,06%	5,30%	4,41%	3,49%
Empresa no Familiar Mediana	-0,70%	0,57%	1,43%	-0,56%	1,25%

La Tabla 14 muestra como las EF obtienen una rentabilidad económica (ROA) superior a las EnF, con independencia de su dimensión. En el año 2012 la EF grande obtiene una rentabilidad económica media del 7,34% mientras que en el mismo periodo, la EnF grande solo obtiene un 2,64%. En la Figura 5 se puede observar gráficamente la evolución de la rentabilidad para cada tipo de empresa.

Si nos fijamos en la EF mediana, el año 2012 obtiene una rentabilidad económica media del 4,35%, mientras que la EnF mediana obtiene una rentabilidad económica negativa (-0,70%), una diferencia a favor de la de la EF que se ha manifestado a lo largo de todo el periodo.

Esta mayor rentabilidad por parte de las EF coincide con los resultados obtenidos en algunos estudios previos, que han corroborado tanto el mejor comportamiento de la EF española (Duréndez y García, 2005), como la mayor rentabilidad económica de la gran EF respecto a la gran EnF (Sraer y Thesmar, 2007).

Figura 5. Rentabilidad económica (ROA) según tipo de empresa y dimensión.



Si atendemos a su evolución, se observa que tanto las EF como las EnF han estado perdiendo rentabilidad económica a lo largo de los periodos analizados. Seguramente porque el Beneficio de Explotación también lo ha hecho.

Efecto Apalancamiento = ROA – Coste de la deuda (i)

Tabla 15. Apalancamiento según tipo de empresa y dimensión.

	Apalancamiento				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	1,48%	3,42%	4,52%	4,61%	-4,77%
Empresa Familiar Mediana	-8,37%	-4,94%	-3,14%	-4,64%	-3,54%
Empresa no Familiar Grande	-7,64%	-6,83%	-0,32%	-5,00%	-4,80%
Empresa no Familiar Mediana	-13,90%	-5,50%	-6,17%	-10,46%	-5,50%

Las EF tienen un grado de apalancamiento financiero inferior al de las EnF, ya que el endeudamiento financiero también lo es. En las EF el empresario deposita en la empresa la mayor parte de los beneficios, ya que no tiene compromisos de reparto de dividendos. Este resultado estaría en la línea de Mishra y McConaughy (1999), donde ya se constataba la tendencia de las EF a reducir su apalancamiento.

En la Tabla 15 se observa como únicamente la EF grande presenta un efecto apalancamiento medio positivo, lo que indica que la rentabilidad económica (ROA) que obtiene de sus inversiones es superior al coste del capital ajeno (i) que tiene que soportar, exceptuando el año 2008 donde también es negativo. Las EnF obtienen de media un efecto apalancamiento negativo en todos los periodos analizados y superior al de la EF. Esto puede explicarse por qué las EF obtienen de media una rentabilidad económica superior a las EnF, i además soportan un coste de financiación ajena menor.

Por tanto, de los resultados obtenidos se puede deducir que únicamente las EF grandes son las que a través de este apalancamiento positivo, se benefician del endeudamiento financiero, ya que esta hace “palanca” y consigue aumentar la rentabilidad financiera (ROE).

En cambio, para el resto de empresas, el endeudamiento financiero no solo no les ayuda a mejorar la rentabilidad financiera, si no que las perjudica, reduciéndola como consecuencia del apalancamiento negativo.

4.3. Efectos de la crisis sobre las empresas familiares y no familiares.

Según el estudio realizado por el Instituto de la Empresa Familiar (EF), la reinversión de beneficios es el principal medio de financiación en las EF. Una política provocada por la aversión al endeudamiento que demuestran muchos empresarios familiares que tienen miedo de perder el control de la empresa en el futuro. Además, estas empresas se caracterizan por políticas de reparto de dividendos restrictivas y por la reticencia a la incorporación de socios externos al grupo familiar al capital. Esta falta de distribución de beneficios, no es neutral en cuanto a sus consecuencias, si no que a veces se manifiesta como una fuente de conflictos entre los accionistas activos que dirigen la empresa, que pueden estar bien remunerados, y los accionistas pasivos que exigen dividendos, y que si en caso de no obtenerlos querrán vender sus acciones.

Con el objetivo de comprobar estas afirmaciones, hemos analizado cual ha sido la pauta de las empresas de la muestra durante el periodo en lo que a distribución de dividendos se refiere. En la Tabla 16 podemos observar los dividendos totales que han repartido las empresas de la muestra a lo largo del periodo (no se han tenido en cuenta las empresa con pérdidas que hayan podido repartir dividendos con cargo a reservas, ni las que no proporcionaban información sobre las reservas).

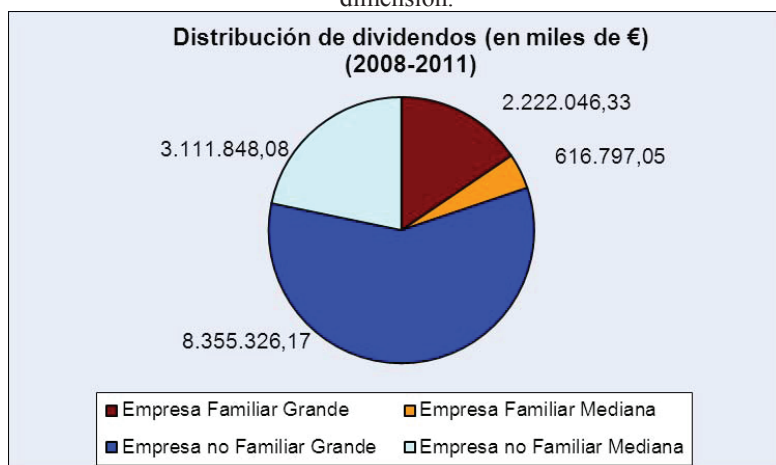
Dividendos = Beneficio Neto – Incremento de reservas

Tabla 16. Distribución total de dividendos según tipo de empresa y dimensión.

	Dividendos en miles de €				Total
	2011	2010	2009	2008	
Empresa Familiar Grande	478.773,79	596.423,52	613.987,85	532.861,17	2.222.046,33
Empresa Familiar Mediana	150.284,92	149.364,50	208.147,19	109.000,44	616.797,05
Empresa no Familiar Grande	1.885.433,44	2.780.461,76	1.402.864,82	2.286.566,15	8.355.326,17
Empresa no Familiar Mediana	1.301.294,45	642.770,59	593.160,31	574.622,74	3.111.848,09

Tal y como se puede observar, las EnF en conjunto, aún siendo menos numerosas, han distribuido a lo largo del periodo 2008-2011 un total de 11.467.174,25 miles de euros, una cantidad cuatro veces superior a la reflejada para las EF, que en conjunto han repartido 2.838.843,37 miles de euros (Figura 6). A simple vista, este resultado ya proporciona una primera idea del distinto comportamiento que unas y otras empresas pueden haber seguido a la hora de aplicar el resultado, confirmando las hipótesis previas referentes a la preferencia de la EF por la autofinanciación.

Figura 6. Dividendos distribuidos en el periodo 2008-2011 según tipo de empresa y dimensión.



Con el propósito de confirmar las percepciones extraídas en el punto anterior, también se ha calculado el *pay-out* (Tabla 17), es decir, el porcentaje de beneficios que se destina al reparto de dividendos. Y en esta ocasión, también se han hecho visibles importantes diferencias entre los dos grupos analizados, siendo las EF las que distribuyen menos beneficios, optando por aplicar políticas de distribución más restrictivas y generando así un mayor nivel de autofinanciación.

Pay-out = Dividendos/Beneficio neto

Tabla 17. % de beneficios distribuidos según tipo de empresa y dimensión.

	Pay-out			
	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	57,26%	56,84%	43,31%	41,53%
Empresa Familiar Mediana	45,82%	43,32%	45,43%	40,64%
Empresa no Familiar Grande	75,58%	74,06%	57,43%	68,34%
Empresa no Familiar Mediana	57,16%	58,85%	63,36%	47,32%

Como se puede comprobar, las EnF han destinado una mayor proporción de su beneficio a la distribución de dividendos. De este modo, se observa como a lo largo del periodo la gran EnF ha destinado entre el 57 y el 75% de sus beneficios a esta finalidad, unos niveles significativamente superiores a los observados en las grandes empresas familiares (entre el 41 y el 58% de los beneficios se han destinado a dividendos). Esta tendencia también se ha observado de manera clara entre las empresas medianas, donde las EF han destinado a dividendos entre un 40 y un 46% de sus beneficios, una proporción siempre inferior a la mostrada por parte de las EnF (entre un 47 y un 64%).

Estos resultados, por tanto, permiten confirmar la preferencia de la EF por el “autofinanciamiento por enriquecimiento”, es decir, por la autofinanciación interna, a través de la constitución de reservas. Ciertamente, estos resultados confirman que la EF presenta una jerarquía propia en cuanto a sus preferencias de financiación mostrando una política de reparto de dividendos más restrictiva, que se fomenta en la retención de beneficios a favor de una mayor autonomía financiera. Esta evidencia coincide con otros trabajos, como el reciente de Monreal y Sánchez (2012).

Una vez identificadas las diferencias existentes entre EF y EnF, tanto en lo que se refiere a su estructura patrimonial y financiera, como a sus preferencias de gestión, se ha querido comprobar si estas pueden haber contribuido a que los dos tipos de empresa hayan experimentado de manera diferente los efectos de la crisis. Por este motivo, en la Tabla 18 se muestra el porcentaje de empresas que han incurrido en pérdidas en cada uno de los ejercicios económicos analizados.

Tabla 18. Porcentaje de empresas con pérdidas según tipo de empresa y dimensión.

	% Empresas con pérdidas				
	2012	2011	2010	2009	2008
Empresa Familiar Grande	25,56%	15,56%	13,33%	17,78%	11,11%
Empresa Familiar Mediana	19,13%	15,43%	13,48%	17,83%	15,87%
Empresa no Familiar Grande	27,69%	27,69%	23,08%	18,46%	16,92%
Empresa no Familiar Mediana	33,33%	26,67%	22,96%	28,89%	30,37%

Tal y como se puede observar, los efectos de la crisis no se han hecho notar con la misma intensidad en las cuentas de resultado de los diferentes tipos de empresa. Concretamente, se observa como en todos los años de la muestra el porcentaje de EF que han incurrido en pérdidas siempre ha sido inferior. Destacaría por un lado el comportamiento de las empresas familiares medianas, que siempre han mantenido un porcentaje de empresas con beneficios por encima del 80%. Resultados muy similares a los obtenidos por las grandes EF, si bien en el 2012 una de cada cuatro de estas empresas registro pérdidas. En cuanto a las EnF, observamos como en el 2012 una de cada tres empresas medianas presentó pérdidas, un porcentaje superior al observado en

años anteriores (entre el 23 y el 30% de empresas con pérdidas). En cuanto a las grandes EnF, cabe destacar que si bien al principio del periodo “únicamente” un 17% de ellas experimento pérdidas, esta cifra se ha incrementado año tras año hasta llegar al 27,69% actual.

De los resultados obtenidos, también destaca que en los dos últimos años la cantidad de empresas con pérdidas se ha incrementado en todos los tipos de empresa sin excepción, alcanzando de este modo el mayor nivel de empresas con pérdidas en todas las categorías durante el último año. Este resultado pone de manifiesto los problemas que las empresas continuaban experimentando en 2012 como consecuencia de la crisis.

En definitiva, los resultados observados nos hacen pensar que las EF están soportando mejor los efectos de la crisis, un resultado que puede tener su explicación en las características diferenciales observadas a lo largo del estudio, donde destacaría principalmente la menor dependencia financiera de las EF. Si bien, también hay que tener en cuenta factores más cualitativos, como la mayor implicación de los miembros de la empresa o la existencia de una clientela fiel.

5. Conclusiones.

Este estudio presenta un análisis comparativo sobre la evolución de la estructura económica y financiera que presentan las empresas familiares (EF) y las empresas no familiares (EnF) desde el año 2008 hasta el año 2012, utilizando una muestra de 750 empresas de Cataluña.

Su finalidad es poder dar respuesta a dos cuestiones principales: identificar las características diferenciales de la EF respecto a la EnF, y comprobar si estas características diferenciales han permitido a la EF aguantar mejor la crisis económica.

El estudio pone de manifiesto una serie de rasgos diferenciales bastante interesantes que distinguen a las EF y EnF, entre los cuales y a modo de síntesis se pueden destacar:

- Las EF presentan una menor dependencia financiera que las EnF.
- Las grandes EF presentan mejor cobertura que las EnF. Pero se obtienen resultados contrarios en el caso de la EF medianas.
- Las EF presentan unos niveles de liquidez más elevados que las EnF, con independencia de su dimensión.
- En cuanto al endeudamiento, los dos grupos de empresas presentan unos niveles de endeudamiento elevados, con valores alrededor de 2 e incluso muy superiores.
- Las EnF presentan un valor más elevado de endeudamiento que las EF.
- En cuanto al endeudamiento financiero o con coste, las EnF gozan de una mayor proporción de financiación gratuita.
- Las EF grandes se financian con un coste de capital ajena inferior al de las EnF grandes.
- Las EF obtienen una rentabilidad económica más elevada que las EnF.
- Únicamente las grandes EF presentan un apalancamiento positivo.

- Las EnF han repartido a lo largo del periodo y en términos absolutos, 4 veces más dividendos que las EF.
- Preferencia de las EF por el “autofinanciamiento por enriquecimiento” a través de la constitución de reservas.
- En todos los años de la muestra, el porcentaje de EF que han incurrido en pérdidas ha sido siempre inferior.

En definitiva, de los resultados observados, con las limitaciones derivadas de la muestra utilizada, se deduce que las EF están aguantando mejor los efectos de la crisis durante el periodo analizado (2008-2012), caracterizado por la disminución de la actividad económica y la restricción del crédito a las empresas. Lo que sitúa a este tipo de empresas en mejores condiciones que el resto, a la hora de afrontar una incipiente etapa de recuperación. Si bien, también hay que tener en cuenta factores más cualitativos, como la mayor implicación de los miembros de la empresa o la existencia de una clientela fiel.

Bibliografía:

- Agrawal, A. Y Nagarajan, N.J. (1990). “Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms”. *The Journal of Finance*, September, 4, pp.1325-1331.
- Amat, J.M. (2001). “La continuidad de la empresa familiar”. 3ª Edición, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M. (2003). “Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500”. *The Journal of Finance*, 58, pp.1301-1328.
- Barton, S.L. y Matthews, C.H. (1989). “Small firm financing: implications from a strategic management perspective”. *Journal of Small Business Management*, January, pp.1-7.
- Berent-BRaunn, M.M. y Uhlauer, L.M. (2012). “Socioemotional wealth in family firms. Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research”. *Family Business Review*, 19(1), pp.65-72.
- Carney, M. y Gedajlovic, E. (2002). “The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: evidence from Hong Kong”. *Journal of Management Studies*, 39(1), pp.123-146.
- Casson, M. (1999). “The economics of family firms”. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), pp.10-23.
- Chua, J.H.; Chrisman, J.J. y Steier, L.P. (2003). “Extending the theoretical horizon of family business research”. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, summer, 27(4), pp.331-338.
- Cromie, S.; Stephenson, B. y MONTIETH, D. (1995). “The management of family firms: an empirical investigation”. *International Small Business Journal*, 13, pp.11-34.
- Cromie, S.;Dunn, B.; Sproull, A. y Chalmers, D. (2001). “Small firms with a family focus in the Scottish Highlands and Islands”. *The Irish Journal of Management*, 22(2), pp.45-66.
- Cronqvist, H. y Nilsson, M. (2003). “Agency costs of controlling minority shareholders”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), pp.695-719.

- Duréndez, G. y García, D. (2005). "Diferències econòmico-financeres entre les empreses familiars i les no familiars". Revista de Comptabilitat i Direcció, 2, pp.243-267.
- Galve, C. y 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, 57(XIX), pp.5-34.
- Ganderrio, B. (1999). "Financial performance of family and non-family businesses". Paper University of Central Arkansas, Smalls Business Advancement national Center United States.
- Gersick, K.E.; Davis, J.A.; Hampton, M. y Lansberg, I. (1997). "Generation to generation: life cycles of the family business". Harvard Business Scholl Press, Boston.
- Gonzalo, J.A.; Pérez, J. y Serrano, R. (1998). "Contabilidad Superior. Análisis Económico-Financiero y Patrimonial". Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España, Madrid.
- Guinjoan, M.; Murillo, C. y Pons, J. (2004). "L'empresa familiar a Catalunya. Quantificació i característiques". Generalitat de Catalunya, CIDEM.
- Hamilton, R.T. y Fox, M.A. (1998). "The financing preferences of smalls firm owners". International Journal of the Economics of Business, 6(1), pp.41-55.
- Harvey, S.J. (1999). "Owners as manager, extended horizons and the family firm". International Journal of the Economics of Business, 6(1), pp.41-55.
- Mandl, I. (2008). "Overview of family business relevant Issues". Final Report. European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General. Vienna.
- Martín, A. y Crespí, R. (2012). "La financiación externa de las empresas familiares españolas y el impacto de la crisis: análisis comparado". Estudios de la Càtedra Banca March de l'empresa familiar. Accés en línea: http://www.um.es/cef/joomla/index.php?option=com_remository&Itemid=201&func=fileinfo&id=1.
- Martín-Reyna, J. y Duran-Encalada, J. (2012). "The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange". Journal of Family Business Strategy, 3, pp.106-117.
- McConaughy, D.L.; Walker, M.C. y Henderson, G.; Mishra, C. (1998). "Founding family controlled firms: efficiency and value". Review of Financial Economics, 7(1), pp.1-19.
- McConaughy, D.L.; Matthews, C.H. y Fialko, A.S. (2001). "Founding family controlled firms: performance, risk, and value". Journal of Small Business Management, 39 (1), pp.31-49.
- Miller, D.; Minichilli, A. y Corbetta, G. (2013). "Is family leadership always beneficial?". Strategic Management Journal, 34(5), pp.553-571.
- Miralles-Marcelo, J.L.; Miralles-Quirós, M.M. y Lisboa, I. (2014). "The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain". Journal of Family Business Strategy, (forthcoming).
- Mishra, C. y McConaughy, D.L. (1999). "Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt". Entrepreneurship: Theory & Practice, 23(4), pp.53-64.
- Molly, V.; Laveren, E. y JORISSEN, A. (2012). "Intergenerational differences in family firms: Impact on capital structure and Growth Behavior". Entrepreneurship Theory and Practice, 36(4), pp.703-725.

- Navarrete, E. (2012). "Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares". Tesis doctoral. Universidad de La Rioja, 2012.
- Nieto, M.; Casasola, M.; Fernández, Z. y Usero, B. (2009). "Impacto de la implicación familiar y de otros accionistas de referencia en la creación de valor". *Revista de Estudios Empresariales*, 2, pp.5-20.
- Piraeus Traders Association (2009). "Family businesses have greater resistance toward the impacts of the financial crises". 19/03/2009.
- Pollak, R.A. (1985). "A transaction cost approach to families and households". *Journal of Economic Literature*, 23, pp.581-608.
- Ramírez, A.A.; Diéguez, J. y López, P. (2011). "Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: Utilización de la base de datos SABI para su clasificación". *Revista de Empresa Familiar*, 1(1), pp.53-67.
- Reynolds, P.D. (1995). "Family firms in the start up process: preliminary explorations". Paper-Annual Meeting of the International Family Business program Association, Nashville, Tennessee, July.
- Romano, C.A.; Tanewski, G.A. y Smyrnios, K.X. (2000). "Capital structure decision making: a model for family business". *Journal of Business Venturing*, 16, pp.285-310.
- Sharma, P.; Chrisman, J.J. y Chua, J.H. (1997). "Strategic Management of the family Business: past research and future challenges". *Family Business Review*, 10(1), pp.1-35.
- Siakas, K.; Naaranoja, M.; Vlachakis, S. y Siakas, E. (2014). "Family businesses in the new economy: How to survive and develop in times of financial crisis". *Procedia Economics and Finance*, 9, pp.331-341.
- Sraer, D. y Thesmar, D. (2007). "Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market". *Journal of the European Economic Association*, 5(4), pp.709-751.
- Stein, J. (2002). "Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms". *Journal of Finance*, 57, pp.1891-1921.
- Suess, J. (2014). "Family governance – Literature review and the development of a conceptual model". *Journal of Family Business Strategy* (forthcoming).
- Upton, N. y Petty, W. (2000). "Venture capital investment and US family business". *Venture capital*, 2(1), pp.27-39.
- Vlachakis, S.; Chatzipoulidis, A. y Belidis, A. (2001). "Research on the operation conditions for Greek family businesses during financial crisis". *International Journal of Practical Issues in Management & Economics*, 4(1), pp.136-147.
- Wang, Y. y Zhou, H. (2012). "Are family firms better performers during the financial crisis?". SSRN Working papers series. (July 2012). Disponible a SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2201863> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2201863>.
- Westhead, P. y Cowling, M. (1997). "Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK". *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 3(1), pp.30-52.
- Westhead, P. y Cowling, M. (1998). "Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK". *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 3(1), pp.30-52.