



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **FACTORES DE ÉXITO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES EN ESPAÑA**

Autor: Javier Vela Vázquez

Director: María del Carmen Bada Oloran

MADRID, Abril 2019

## **ÍNDICE DE CONTENIDOS**

RESUMEN .....	5
1. INTRODUCCIÓN .....	7
2. MARCO TEÓRICO .....	9
2.1. El concepto de empresa familiar. Su papel en España.....	9
2.2 Funcionamiento de la empresa familiar. Forma de gobierno .....	12
2.3 Estructura financiera de la empresa familiar .....	14
2.4. Otras particularidades de la empresa familiar.....	16
3. ESTUDIO EMPÍRICO .....	19
3.1 Objetivo y metodología.....	19
3.2 Estudio de ratio financieros en empresa familiares y no familiares .....	21
Estudio de la rentabilidad: ROE (Return over equity) y ROA (Return over assets)	
.....	21
Estudio de Liquidez: Ratio de liquidez y Test ácido .....	26
Estudio de la solvencia a largo plazo: Ratio de garantía .....	31
Estudio de la Autonomía financiera a medio y largo plazo .....	33
3.3 Análisis estadístico.....	36
3.3.1 Análisis de correlación entre los resultados de empresas familiares y no familiares.....	36
3.3.2 Análisis del riesgo de las empresas familiares frente a las empresas no familiares.....	40
4. CONCLUSIONES .....	43
5. REFERENCIAS.....	46

## **ÍNDICE DE TABLAS**

Tabla 1: Rentabilidad sobre recursos propios de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	21
Tabla 2: Rentabilidad sobre los recursos propios de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017.....	22
Tabla 3: Rentabilidad sobre activos de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	24
Tabla 4: Rentabilidad sobre activos de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	25
Tabla 5: Rentabilidad sobre activos de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	27
Tabla 6: Ratio de liquidez de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	27
Tabla 7: Test ácido de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017	29
Tabla 8: Test ácido de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	30
Tabla 9: Ratio de garantía de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017.....	31
Tabla 10: Ratio de garantía de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	32
Tabla 11: Ratio de autonomía financiera de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	34
Tabla 12: Ratio de autonomía financiera de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017 .....	34
Tabla 13: Análisis de correlación de los ratios de las empresas familiares y no familiares de la muestra .....	37
Tabla 14: Resultados de la regresión lineal de empresas familiares y no familiares frente al índice IBEX 35.....	41

## **ÍNDICE DE ILUSTRACIONES**

Ilustración 1: Concepto de empresa familiar según la literatura académica.....	10
Ilustración 2: Distribución de Empresas Familiares por CCAA.....	11
Ilustración 3: ROE (%) medio de las empresas de la muestra.....	23
Ilustración 4: ROA (%) medio de las empresas de la muestra .....	26
Ilustración 5: Promedio del ratio de liquidez de las empresas de la muestra .....	28
Ilustración 6: Promedio del test ácido de las empresas de la muestra .....	30
Ilustración 7: Promedio del ratio de garantía de las empresas de la muestra en el período 2005-2017 .....	33
Ilustración 8: Promedio del ratio de autonomía financiera a medio y largo plazo de las empresas de la muestra .....	35

## **RESUMEN**

La empresa familiar constituye la forma de gobierno mayoritaria en nuestro país. La importancia de este tipo de negocios para la economía es grande, tanto por su aportación al crecimiento como a la sociedad. Entender el funcionamiento de la empresa familiar supone entender cómo funcionan la mayoría de empresas de nuestro país.

El presente trabajo se centrará en cómo las empresas familiares han respondido a la crisis financiera del año 2007, viendo la evolución de su estructura y política financiera hasta nuestros días. Esto permitirá obtener una visión de los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera. Para ello, se realizará un análisis financiero y estadístico de las empresas familiares frente a las no familiares, para extraer conclusiones acerca de las causas de su éxito.

Los resultados del análisis indican que la forma de gobierno de la empresa familiar, a través de su perspectiva a largo plazo para asegurar la continuidad del negocio, hace que este tipo de compañías cuenten con una estructura financiera más fuerte que hace gozar de una mayor estabilidad en períodos de dificultades a nivel económico y empresarial. Esto hace que la empresa familiar posea unas mayores capacidades para seguir con su negocio y atender sus obligaciones, lo que además hace que sea considerada como una opción más estable de inversión.

**Palabras clave:** empresa familiar, factores de éxito, estructura financiera, forma de gobierno, sucesión.

## **ABSTRACT**

The family business constitutes the majority form of government in our country. The importance of this type of business for the economy is great, because of its contribution to growth and society. Understanding the performance of the family business in Spain means understanding how the majority of the companies in our country work.

The present work will focus on how family businesses have responded to the financial crisis of 2007, looking at the evolution of its structure and financial policy until today. This will allow to obtain a vision of the success factors of the family business from a financial perspective. To do this, a financial and statistical analysis of family businesses will be carried out in front of non-family companies, in order to obtain conclusions about the causes of their success.

The results of the analysis show that the form of government of the family business, through its long-term perspective to ensure the continuity of the business, makes this type of companies have a stronger financial structure that makes them enjoy greater stability in periods of economic and business difficulties. This means that the family business has greater capabilities to continue with its business and meet its obligations, which also makes it considered a more stable investment option.

**Key words:** family business, success factors, financial structure, form of government, sucession.

## **1. INTRODUCCIÓN**

Hoy en día, en torno al 90% de las empresas existentes en España son familiares. Esto hace de este tipo de empresas un pilar fundamental de la economía de nuestro país, debido a su aportación a la sociedad a través de la creación de puestos de trabajo y contribución al Producto Interior Bruto. El hecho de que una empresa sea una empresa familiar hace que posea una serie de características diferentes en cuanto a estructura, políticas y funcionamiento del negocio, frente a las empresas no familiares, debido a la implicación de la familia propietaria en el día a día de la empresa, formando parte de sus decisiones cotidianas.

En general, en la literatura académica se realiza con poca frecuencia una distinción entre empresa familiar y no familiar, debido a que en muchas ocasiones es difícil determinar qué estructura tiene una compañía. Los objetivos de los propietarios familiares en relación a la compañía marcan el devenir de la misma y las políticas a seguir, debido a que en una empresa familiar se busca la continuidad temporal del negocio. Las diferencias en la forma de gobierno repercuten directamente en puntos clave de todo negocio como su estructura financiera, estableciéndose así diferentes políticas de financiación según el tipo de empresa.

Con el comienzo de la crisis económica en nuestro país se produjo una destrucción de un gran número de puestos de trabajo y muchas empresas se vieron abocadas a la desaparición. Analizar la empresa familiar supone analizar la estructura y forma de gobierno que siguen la gran mayoría de empresas en España, viendo cómo afrontan una crisis económica de la magnitud de la última vivida. Resulta de interés ver cómo estas empresas han respondido a la crisis económica del año 2007, viendo la evolución de sus resultados y desempeño frente a los negocios no familiares, así como ver cómo después de la crisis estas empresas han afrontado la recuperación económica. Actualmente en materia económica nos encontramos en un período de mayor estabilidad, marcado por la consolidación de grandes empresas tras la crisis y con la amenaza de una posible recesión en los próximos años.

El objetivo general del presente trabajo consiste en contrastar las diferencias de resultado entre empresas familiares y empresas no familiares desde los años anteriores a la crisis

hasta finales del año 2017, para así hallar los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera. Así, se tomará como punto de partida la estructura financiera de diferentes empresas para ver si existen diferencias en términos de rentabilidad, liquidez, solvencia, autonomía financiera y riesgo, cuyo análisis constituye el objetivo específico de este trabajo.

La metodología que seguiremos para cumplir con el objetivo será la siguiente. En primer lugar, a través de la revisión de la literatura académica, utilizando como bases de datos Scabi, Business Source Complete, Google Scholar y publicaciones académicas del Instituto de Empresa Familiar, y como palabras clave *empresa familiar, factores de éxito, estructura financiera, forma de gobierno, sucesión*, estableceremos el marco teórico aplicable al caso. En segundo lugar, realizaremos un estudio de campo con un enfoque cuantitativo, tomando una muestra de empresas familiares y no familiares con origen y sede en nuestro país. Dicho estudio contará con un análisis de los ratios financieros más representativos de la estructura financiera de toda compañía y un análisis estadístico a partir de los resultados del primer análisis. Se compararán empresas familiares y no familiares de cara a ver los elementos diferenciales que hacen de la empresa familiar una forma de gobierno exitosa, obteniendo resultados desde un doble punto de vista: financiero y estadístico.

En cuanto a la estructura de este Trabajo de Fin de Grado, y tras esta introducción en la que hemos justificado la importancia del tema y establecido los objetivos y metodología a seguir, continuaremos con los siguientes apartados. En el segundo capítulo se realizará una aproximación desde un punto de vista teórico del concepto de empresa familiar, así como a su funcionamiento y particularidades frente a los negocios no familiares. Esto permitirá ver los puntos diferenciales entre los dos tipos de empresas. En el tercer capítulo se realizará el estudio empírico, donde se analizarán los resultados de estas empresas frente a las no familiares a través de un análisis de ratios financieros y un análisis estadístico. Finalmente, en el último apartado extraeremos las conclusiones derivadas de nuestra investigación, poniendo de manifiesto las limitaciones del estudio, así como las posibles líneas de investigación futuras.

## **2. MARCO TEÓRICO**

En este apartado se realizará, en primer lugar, una introducción al concepto de empresa familiar, resaltando importante su papel y gran incidencia en la economía de nuestro país. Seguidamente se explicará cómo funcionan estas empresas internamente a través de su forma de gobierno y su estructura financiera. Finalmente, se completará el concepto de empresa familiar hablando de otras particularidades, para así ver qué aspectos hacen diferente a una empresa familiar de cara a entender sus factores de éxito. Esto permitirá obtener una visión ampliada de que es una empresa familiar, qué tiene que cumplir una empresa para considerarse familiar y que aspectos de su funcionamiento la diferencian de los negocios no familiares.

### 2.1. El concepto de empresa familiar. Su papel en España.

La empresa familiar, con su forma de gobierno y estructura, supone una parte importante de la economía de nuestro país, en muchos casos debido a su volumen de negocio e influencia a través de sus operaciones. En primer lugar, es importante introducir el concepto de empresa familiar, debido a que en el mundo empresarial y en la literatura académica han existido discrepancias sobre el concepto exacto a utilizar. Estas discrepancias han llevado a diferentes problemas en la identificación de empresas familiares. En la siguiente tabla se muestran las diferentes definiciones empleadas por los autores:

Ilustración 1: Concepto de empresa familiar según la literatura académica

**TABLA 1**  
**DEFINICIÓN DE EMPRESA FAMILIAR EMPLEADA EN LA LITERATURA EMPÍRICA**

<i>Autores</i>	<i>Periodo</i>	<i>Mercado</i>	<i>Definición de Empresa Familiar</i>
<i>Anderson y Reeb (2003)</i>	1992-1999	EE.UU.	Son aquellas empresas cuya familia fundadora es la propietaria y/o existen miembros familiares en el consejo de administración.
<i>Barontini y Caprio (2006)</i>	1999-2001	11 mercados europeos	Son aquellas empresas cuya familia es la propietaria mayoritaria teniendo al menos el 10% de los derechos de propiedad y control y el 51% de los derechos de voto.
<i>Corstjens et al. (2006)</i>	1993-2002	Alemania, Francia y Reino Unido	Son aquellas empresas en las que una única familia controla por lo menos el 20% de la propiedad.
<i>Faccio y Lang (2002)</i>	1996-1999	13 mercados europeos	Son aquellas empresas cuya familia tiene más del 20% de la propiedad o el control.
<i>Fahlenbrach (2009)</i>	1992-2002	EE.UU.	Son aquellas empresas cuyo fundador o co-fundador asumen el cargo de director ejecutivo.
<i>La Porta et al. (1999)</i>	1995-1997	27 mercados	Son aquellas empresas cuya familia tiene al menos el 20% de los derechos de voto directos o indirectos.
<i>Miller et al. (2007)</i>	1996-2000	EE.UU.	Son aquellas empresas en las que existen varios miembros de la misma familia como propietarios mayoritarios o gestores.
<i>Mukherjee y Padget (2006)</i>	2000-2005	Reino Unido	Son aquellas empresas cuya familia tienen al menos el 30% de la propiedad y un miembro en el consejo de administración.
<i>Nieto et al. (2009)</i>	2004-2005	15 mercados europeos	Son aquellas empresas en las que existe un accionista principal o más de dos con el mismo apellido que tienen por lo menos el 25% de la propiedad y la familia está representada en el consejo de administración por al menos un miembro.
<i>Sraer y Thesmar (2007)</i>	1994-2000	Francia	Son aquellas empresas cuyo fundador o miembro familiar tiene por lo menos el 20% de la propiedad.
<i>Villalonga y Amit (2006)</i>	1994-2000	EE.UU.	Son aquellas empresas cuyo fundador u otro miembro de la familia es el gestor ejecutivo o director del consejo de administración con al menos el 5% de la propiedad.

Fuente: Miralles, del Mar y Lisboa (2012)

De la anterior ilustración subyace que una empresa familiar es aquella en la que uno o más miembros de una determinada familia tienen propiedad sobre ella y participan activamente en su gestión. Según el Grupo Europeo de Empresas familiares y el Board of Family Business, “*Se entiende por empresa familiar aquella en la que la mayoría de los votos corresponden a la persona o familia fundadora de la compañía; y al menos un miembro o representante de dicha familia participa en la gestión del negocio; mientras que en empresas cotizadas se aplica la definición a aquellas en la que la persona que ha fundado la empresa o sus descendientes poseen al menos el 25% de los derechos de voto*”. Esta definición será la que se usará en este trabajo a la hora de considerar si una empresa es familiar o no.

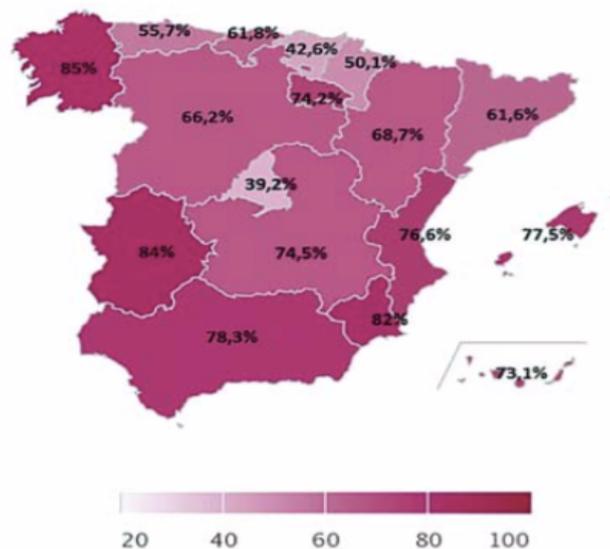
Hoy en día la empresa familiar es la forma de negocio más común en nuestro país, uno de los pilares de la economía, por lo que su aportación al crecimiento y al desarrollo es notoria (Herrera, Larrán y Sánchez, 2012). La mayor parte de los nuevos negocios que se establecen en nuestro país poseen la estructura propia de una empresa familiar. Según las cifras del Instituto de Empresa Familiar, en su informe anual del año 2015, el número

total de empresas familiares en España es 1,1 millones, lo cual supone el 89% dentro del total de empresas. La importancia tan grande de este tipo de negocios no solo acontece en España, ya que por ejemplo en la Unión Europea encontramos 17 millones de empresas familiares y en EEUU el 80% de las empresas son de este tipo.

El porcentaje total de empresas familiares indicado en el párrafo anterior varía de una Comunidad Autónoma a otra. No obstante, en ninguna Comunidad Autónoma el número de empresas familiares es inferior al 85%. Por ejemplo, en Galicia el porcentaje de empresas familiares es del 92,4%, mientras que en Madrid es del 85,6%, como se muestra en el mapa de a continuación:

Ilustración 2: Distribución de Empresas Familiares por CCAA

MAPA 3. VAB DE LA EMPRESA FAMILIAR 2013



Fuente: Instituto de Empresa Familiar (2015)

La aportación de este tipo de empresas al Producto Interior Bruto (PIB) se sitúa en torno al 70%, por lo que contribuyen notablemente al desarrollo económico y social (Quintana, 2007). Los datos señalan a la empresa familiar como una forma de gobierno clave en la economía española, y, tal y como afirma el Instituto de Empresa Familiar (2015), “*España no se entiende sin sus empresas familiares*”. Encontramos pequeñas, medianas y grandes empresas familiares, y como se analizará posteriormente, muchas de ellas se han

consolidado, lo cual ha llevado a un proceso de internacionalización y a competir en mercados que van más allá de nuestras fronteras (Puig y Fernández, 2009).

En cuanto a obtención de resultados, el propio Instituto de Empresa Familiar realiza una comparación de los resultados entre las empresas familiares y no familiares en los años 2007 y 2013, años clave dentro del análisis de este trabajo. Así, las empresas familiares obtuvieron una rentabilidad económica del 6,3% en 2007 y un -0,5% en 2013, mientras que las empresas no familiares obtuvieron un 5,5% en 2007 y un -0,4% en 2013.

Como podemos ver, resulta imprescindible el análisis de este tipo de empresas y de su adaptación a las diferentes coyunturas económicas para entender su aportación a la economía española, tanto a través de la creación de puestos de trabajo como los beneficios que estas compañías proporcionan a la sociedad en su conjunto. La empresa familiar constituye uno de los núcleos más importantes del tejido empresarial español, debido a su aportación al empleo y producción.

## 2.2 Funcionamiento de la empresa familiar. Forma de gobierno

La forma de gobierno y estructura de una empresa familiar hace que posea unas características que la hacen única y la diferencian de las empresas no familiares. Estas diferencias inciden directamente en el funcionamiento de la empresa en su día a día y en la manera en la que se obtienen los resultados de la misma. Mientras una empresa no familiar cuenta con el Consejo de Administración y la Junta General de accionistas (en empresas cotizadas) como órganos principales de gobierno, en las empresas familiares a estos dos órganos hay que añadir el Consejo de Familia, único para este tipo de negocios.

En primer lugar, es importante tener en cuenta que el hecho de que los propietarios formen parte del órgano de gestión de la sociedad influye directamente en la forma de gobierno. Uno de los principales objetivos que los propietarios familiares pretenden conseguir a través de sus empresas es la continuidad temporal de la misma, es decir, que la empresa siga funcionando en generaciones venideras. La búsqueda de la confianza entre los propietarios supone un elemento clave para esta continuidad temporal, especialmente para la toma de decisiones con una perspectiva a largo plazo (Chiner, 2011), lo cual se traduce en una estabilidad empresarial a lo largo de los años. Este propósito de mantener

el negocio favorece el clima y ambiente de trabajo dentro de la propia empresa, reflejándose en los menores niveles de rotación de personal gracias al sentimiento de lealtad al negocio que se genera en muchos casos (Quintana, 2005).

A través del Consejo de Familia los miembros de la familia que tienen una implicación en el negocio toman decisiones que afectan directamente a la relación familia-empresa. Su labor se puede resumir en una búsqueda de la unidad con el fin de que la misión empresarial concuerde con lo que los propietarios pretenden conseguir (Chiner, 2011). Este órgano busca el buen funcionamiento de la empresa y la continuidad de la misma a lo largo de los años.

En cuanto a las consecuencias positivas de este tipo de forma de gobierno, Tàpies (2011) nos introduce tres fundamentales. En primer lugar, la familia propietaria genera efectos como ventajas relacionadas con el capital humano: en general los empleados de este tipo de empresas sienten una mayor motivación, debido al sentimiento de lealtad introducido anteriormente. En segundo lugar, encontramos ventajas en términos de prestigio de la imagen de marca y prestigio empresarial. Y, por último, al asumir los responsables familiares objetivos comunes encontramos menores costes de agencia. En empresas donde existe una mayor concentración en la estructura de gobierno existe una reducción de estos costes, según la Teoría de la Agencia de Jensen y Meckling. Asimismo, al estar los propietarios involucrados en el día a día del negocio, se elimina el problema de la separación entre propiedad y gestión (García Ramos y García, 2011).

Por último, en cuanto a los aspectos negativos, García Ramos y García (2011) nos introducen los dos más importantes para entender esta forma de gobierno. En primer lugar, pueden existir posibles conflictos de intereses dentro de los propios accionistas y, en segundo lugar, puede haber un solapamiento entre los objetivos familiares y empresariales, debido a que en muchos casos los propietarios buscan mantener el control. Estos conflictos son abordados dentro del Consejo de Familia, donde, como se indicó anteriormente, se buscará el consenso para asegurar el funcionamiento del negocio a largo plazo. Aspectos como la comunicación, el diálogo y la información son fundamentales para la continuidad del negocio en el futuro (Chiner, 2011). Igualmente, la perspectiva de largo plazo por la que se caracterizan este tipo de empresas puede hacer que en algunos

casos los propietarios no estén centrados en decisiones a corto plazo que son fundamentales para el día a día del negocio.

Por tanto, vemos que en una empresa familiar aspectos como la confianza, la lealtad al negocio y el compromiso con el mismo son esenciales para el cumplimiento de los objetivos y, a mayor tamaño de la compañía, más importancia cobran estos factores. El compromiso de los propietarios con el día a día del negocio repercute positivamente en los empleados y su motivación. Por otro lado, en empresas no familiares la propiedad y la gestión van separadas, lo cual no sucede aquí. Este aspecto debe ser tomado por el negocio familiar como una fuente de ventaja competitiva, debido a que muchas veces en negocios no familiares existen una serie de conflictos entre la propiedad y la gestión, debido a los diferentes objetivos de unos y otros.

### 2.3 Estructura financiera de la empresa familiar

Todas las operaciones de una empresa, sea familiar o no, tienen una dependencia directa de su política financiera. La estructura financiera de las empresas determina las vías de financiación a las que recurren, la cantidad de endeudamiento que tienen y otros aspectos que influyen en la parte operativa del negocio.

Tras discutir en los apartados anteriores la parte más teórica del funcionamiento de una empresa familiar en cuanto a forma de gestión y gobierno, es preciso un análisis de la estructura financiera de estas empresas, con el objetivo de ver su incidencia en el resultado y poder cumplir posteriormente con el objetivo del presente trabajo.

La estructura financiera de este tipo de negocios se ve influenciada directamente por el objetivo principal de los mismos: la continuidad temporal. Muchas de las decisiones están enfocadas directamente al largo plazo. El gestor y propietario de un negocio familiar, además de centrarse en la consecución de los objetivos operativos y de resultados, también busca que el negocio pase a su sucesor. Esta visión hace que muchos inversores opten por empresas familiares para obtener beneficios, ya que la ven como una opción más estable, y sus activos permanecen de una manera más prolongada en los mercados (Miralles, del Mar y Lisboa, 2012). Esto hace de este tipo de compañías una opción atractiva para invertir, especialmente para inversores no especuladores que tienen una

visión amplia de futuro. Esto contrasta con las empresas no familiares, donde en muchos casos los propietarios carecen de vínculos familiares dentro de la empresa, por lo que no existe este deseo de transferir el poder a los descendientes.

La literatura académica y financiera establece que en las empresas familiares existe una jerarquía de preferencias en cuanto a formas de financiarse. La primera opción consiste en la financiación a través de las reservas procedentes de beneficios no distribuidos, la segunda es la emisión de deuda y, por último, está la ampliación de capital (Blanco, de Quevedo y Delgado, 2009). De este orden de preferencias subyace que muchas veces los propietarios familiares explotan todas las vías posibles de financiación internas con el fin de no perder control en el negocio, lo cual puede suponer renunciar a parte de crecimiento (Gallizo, 2017). No obstante, conforme se van produciendo las sucesiones se observa que cada vez más veces las empresas familiares recurren a la emisión de deuda y en último caso a ampliar capital, lo cual puede deberse a la disminución de vínculos afectivos de los sucesores (Blanco, de Quevedo y Delgado, 2009). Por tanto, dentro de las empresas familiares la ampliación de capital es la última alternativa.

Puede observarse que la tendencia general de los propietarios y gestores de negocios familiares es recurrir a la autofinanciación como fuente de capital preferida para el día a día del negocio. Esto hace que en muchos casos se encuentre un menor nivel de riesgo en las inversiones al utilizar sólo estos recursos internos, ya que así el control y dominio de la empresa no cae en externos a la familia (Gallizo, 2017). A pesar de este aspecto, los negocios de este tipo han demostrado poseer una estrategia más consolidada que les ha llevado a mostrarse más sólidos en períodos de incertidumbre (Miralles, del Mar y Lisboa, 2012).

Los diferentes análisis de la literatura académica invitan a pensar por tanto que la tónica general en estas empresas es que sus balances cuenten con un menor nivel de deuda y mayores reservas como consecuencias de beneficios no distribuidos. Cumpliendo con el orden de preferencias expuesto en este apartado, también existirá cierto nivel de emisión de deuda en grandes empresas familiares. Algunos autores, como Vázquez y Gallizo en 2013, llegan a afirmar que *“las empresas familiares presentan una estructura menos dependiente de los bancos”*. El Instituto de Empresa Familiar (2018) afirma que durante los años de recesión económica las Empresas Familiares sufrieron una disminución en el

retorno de las inversiones. No obstante, durante los últimos años se ha producido una remontada en este aspecto, *“consiguiendo incrementos más significativos de rentabilidad que las empresas no familiares”*.

Por tanto, como se puede ver, los negocios familiares cuentan con una serie de políticas y preferencias que afectan a la composición de sus estructuras financieras. Esta diferente composición de sus balances de situación y vías de financiación debe ser analizada para poder concluir si afecta a sus resultados en comparación con un negocio no familiar, que sigue una política de financiación diferente.

#### 2.4. Otras particularidades de la empresa familiar

Como se indicó anteriormente, en el caso de las empresas familiares su diferente forma de gobierno hace que existan ciertas particularidades que otro tipo de empresas no tienen. En este apartado se introducirán las dos grandes diferencias o aspectos particulares de este tipo de negocios, que son la sucesión y la internacionalización.

En primer lugar, es importante explicar cómo se desarrolla la sucesión en las empresas familiares, ya que, como se expuso anteriormente, las decisiones se centran en el largo plazo con el objetivo de la continuidad temporal de la empresa generación tras generación. Es un proceso que puede sufrir complicaciones y ser de prolongada duración (Zúñiga y Sacristán, 2009). Por tanto, resulta fundamental su buena realización dentro de la empresa, ya que, durante el mismo, el funcionamiento del negocio y las capacidades competitivas de la empresa pueden verse afectadas (Araya, 2012). Un ejemplo puede verse en empresas cotizadas, donde un inestable proceso de sucesión puede generar un sentimiento negativo en los inversores, provocando variaciones no deseadas en el precio de la acción.

La elección del descendiente que se hará cargo de la corporación no es algo que surja de manera espontánea, sino que requiere de una larga y minuciosa preparación. Resulta de gran importancia planificar estratégicamente el proceso, con el objetivo de que la persona heredera del puesto de responsabilidad esté lo mejor preparada posible (Araya, 2012). Por otro lado, también es clave asegurar el mantenimiento del espíritu innovador en la empresa con el fin de saber adaptarse a los constantes cambios económicos, sociales y

culturales del entorno (Quintana, 2005). El descendiente deberá transmitir confianza a los empleados y accionistas de la empresa para asegurar su viabilidad futura.

Por tanto, el procedimiento de sucesión de las empresas familiares debe centrarse en tres aspectos fundamentales: la elección de la persona adecuada para dirigir el negocio, que dicha persona cuente con la formación necesaria para ello y, por último, que los resultados, operaciones y viabilidad del negocio no se vean entorpecidos debido al proceso.

En segundo lugar, dentro de las particularidades de las empresas familiares está la internacionalización. Los constantes cambios a nivel competitivo y los efectos de la globalización desembocan en una mayor necesidad de las empresas de buscar nuevos mercados (IEF, 2015). A pesar de que el término empresa familiar pueda estar asociado a un negocio tradicional, cuyo alcance no es mayor que el local o regional, existen numerosos casos de empresas que han competido y compiten en mercados exteriores.

Existen diversas formas de establecerse en un país exterior, y en el caso de las empresas familiares, tal y como exponen Puig y Fernández (2009), *“las alternativas más comunes consisten en alianzas con otras empresas, preferiblemente familiares para compartir valores, la ampliación de capital para atraer nuevos socios, o las dos estrategias a la vez”*. La decisión de internacionalizarse de numerosas empresas se ha visto favorecida en gran parte por la nueva situación política y cultural de nuestro país (Quintana, 2007). Esta internacionalización ha contribuido a consolidar y hacer más fuerte la economía de nuestro país (Puig y Fernández, 2009), ya que como se expuso anteriormente, no se entiende la economía y el contexto empresarial de España sin las empresas familiares.

Otro punto a tener en cuenta es que la expansión a otros países ha compensado en muchos casos la caída de la demanda en España durante la última recesión económica (IEF, 2015). Este aspecto ha resultado clave para la consolidación de algunas empresas líderes en sus sectores y, por otra parte, para la supervivencia de otras. Durante la crisis económica numerosas empresas que sólo ofertaban sus productos o servicios dentro de las fronteras españolas se han visto obligadas a cesar su actividad debido a los malos resultados.

Por tanto, encontramos numerosas empresas familiares que han decidido expandirse internacionalmente con el fin de ampliar su negocio. Los principales destinos de este proceso son Europa y Latinoamérica (Quintana, 2007). Factores como la formación

superior de los directivos y planificación estratégica correlacionan positivamente con el hecho de expandirse más allá de nuestras fronteras (IEF, 2015). La ausencia de una actitud cortoplacista en estas empresas ayuda por otra parte a la realización de planes de internacionalización orientados al objetivo principal que se proponen sus dirigentes, que es la consolidación del negocio en el futuro.

Estas dos particularidades, sucesión e internacionalización, resultan esenciales para el entendimiento de cómo funciona una empresa familiar y por qué una empresa familiar es diferente. El negocio familiar muestra una gran preocupación porque la empresa continúe su viabilidad a través de la formación de los sucesores en comparación con el negocio no familiar. La empresa familiar cuenta con unas características diferenciales en su forma de gobierno y una serie de particularidades, muchas de ellas orientadas al objetivo de la continuidad temporal del negocio. Todos estos aspectos repercuten directamente en la estructura financiera de este tipo de empresas, así como en sus preferencias en cuanto a vías de financiación, de ahí la importancia de analizar los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera.

### 3. ESTUDIO EMPÍRICO

La estructura financiera de las empresas familiares constituye el núcleo del objetivo de este trabajo. A través del análisis financiero de estas empresas, junto con una comparación con las no familiares, se buscarán puntos dentro de los estados financieros que expliquen las diferencias de resultados en el período 2005-2017. Esto permitirá ver los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera.

#### 3.1 Objetivo y metodología

El objetivo del presente trabajo consiste en realizar una comparación del rendimiento de empresas familiares y no familiares desde el año 2005 hasta 2017, para así hallar los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera.

En primer lugar, a partir de los datos de la base de datos SABI, se realizará un análisis de ratios financieros de estas empresas en el período indicado anteriormente. Debido a la limitación de tiempo y extensión propia de un Trabajo de Fin de Grado, se han elegido los 6 ratios más representativos de la estructura financiera de una compañía. Estos ratios son: **Rentabilidad sobre Recursos Propios (ROE), Rentabilidad Económica (ROA), Ratio de liquidez, Test ácido, Ratio de garantía o solvencia a largo plazo y, por último, el ratio de autonomía financiera a medio y largo plazo.** Son indicadores de rentabilidad, liquidez y solvencia de una compañía, tres puntos clave de la estructura financiera. La elección de estos ratios en particular se justifica en los rasgos peculiares de un negocio familiar. La diferente forma de dirigir una empresa familiar se traduce en una serie de decisiones financieras que repercuten en la composición de sus balances de situación (Gallizo, 2017). Así, estos cocientes permiten obtener una visión del comportamiento de las empresas no familiares y familiares en el período de estudio.

En segundo lugar, se realizará un análisis estadístico a partir de los resultados del primer apartado para contribuir a la determinación de los factores de éxito de la empresa familiar. La herramienta estadística a utilizar será Excel. Se realizarán dos análisis. El primero será el análisis del riesgo de las empresas familiares frente a las no familiares a través de la regresión, mientras que en segunda lugar se analizará la correlación lineal entre los

resultados de los ratios financieros en ambos grupos de empresas. Así podremos ver las diferencias de riesgo entre empresas familiares y no familiares y si sus resultados se mueven en la misma dirección.

El período del estudio comienza en el año 2005, dado que este año y el siguiente son los años anteriores a la crisis económica, y termina en 2017, ya que es el último año (a la fecha de realización del presente trabajo), en el que todas las empresas del estudio tienen sus cuentas anuales aprobadas y publicadas. Algunas de las empresas de la muestra han publicado a fecha de realización de este trabajo sus resultados de 2018, pero se han descartado con el fin de que los datos a estudiar correspondan al mismo período en todas las compañías. Así se puede estudiar la evolución de resultados en todas las empresas objeto de la muestra para ver cómo les ha afectado la crisis económica y cómo han sabido recuperarse de la misma.

La muestra del estudio estará formada por un total de 16 empresas, de las cuales 8 son empresas no familiares y 8 familiares. Debido a las limitaciones propias de un trabajo de fin de grado, y la cantidad de datos a analizar e interpretar no se ha seleccionado una muestra mayor. Para que la muestra sea lo más representativa posible, como criterio a la hora de elegir las empresas se han escogido, tanto por parte de las empresas familiares como las no familiares, las 8 empresas españolas con más ingresos de explotación en el último ejercicio de acuerdo con la base de datos SABI. Además, se han escogido todas aquellas cuya forma jurídica es Sociedad Anónima (S.A). Todas las empresas operan y tienen su origen en nuestro país. Las empresas familiares españolas escogidas son Mercadona, El Corte Inglés, Inditex, Arcelor Mittal, Técnicas Reunidas, Fomento de Construcciones y Contratas (FCC), Air Europa y Acciona. Las empresas no familiares de la muestra son Repsol, Cepsa, Endesa, Seat, Telefónica, Petronor, Iberdrola y, por último, Naturgy (anteriormente conocida como Gas Natural). Podemos observar que la muestra está formada tanto por empresas cotizadas como no cotizadas. Cabe hacer esta distinción debido a que para el análisis de regresión se tomarán las empresas cotizadas para analizar su riesgo frente al índice IBEX 35, que es donde cotizan.

A partir de los datos de la base de datos citada anteriormente se han obtenido los estados y ratios financieros a partir de los cuales se realizará el estudio de campo. Con dichos datos también se realizará el posterior análisis estadístico de los resultados de estas

empresas para así obtener una visión global de los factores de éxito de las empresas familiares.

### 3.2 Estudio de ratio financieros en empresa familiares y no familiares

En este apartado se realizará un análisis de los ratios considerados como más representativos de la estructura financiera de toda empresa. Este análisis se complementará con gráficos comparativos de casos puntuales de empresas familiares y no familiares, lo cual contribuirá a extraer conclusiones sobre sus diferencias de desempeño en el período de estudio.

#### **Estudio de la rentabilidad: ROE (Return over equity) y ROA (Return over assets)**

##### ROE

Mide el rendimiento que obtienen aquellas personas físicas o jurídicas que invierten en el negocio ( $ROE = \text{Beneficio Neto} / \text{Recursos propios}$ ). Permite así realizar una evaluación del rendimiento de la empresa. En la siguiente tabla se muestra la evolución de este ratio en la muestra de empresas familiares durante el período de estudio:

*Tabla 1: Rentabilidad sobre recursos propios de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017*

<b>ROE %</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	30,53	33,33	34,92	27,06	19,13	24,99	25,02	23,52	20,87	19,00	18,45	16,35	7,86
El Corte Inglés	11,06	11,99	10,75	10,56	7,75	7,00	7,05	4,29	4,18	0,85	3,41	0,15	1,55
Inditex	33,62	38,09	42,80	40,75	44,31	47,41	47,55	53,94	56,10	58,51	61,30	65,12	63,01
Arcelor	32,76	2,89	16,60	21,17	-1,29	-2,45	-13,30	12,96	-6,79	-2,06	6,56	16,28	5,82
Tecnicas	31,26	60,80	56,41	110,26	86,53	93,56	93,82	77,90	74,18	98,27	60,79	55,93	43,42
FCC	27,99	30,32	23,83	30,63	22,38	16,59	18,74	-137,58	-269,32	-364,27	-11,21	-42,02	22,37
Air Europa	0,72	19,59	49,03	16,06	38,08	42,56	-38,57	-85,33	102,59	50,84	5,97	1,41	12,35
Acciona	36,94	51,32	51,77	27,53	19,17	12,42	42,19	14,95	-41,37	4,79	-2,38	-57,52	-9,66
<b>Media</b>	<b>25,61</b>	<b>31,04</b>	<b>35,76</b>	<b>35,50</b>	<b>29,51</b>	<b>30,26</b>	<b>22,81</b>	<b>-4,42</b>	<b>-7,45</b>	<b>-16,76</b>	<b>17,86</b>	<b>6,96</b>	<b>18,34</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En la tabla se puede observar que en los años anteriores a la crisis (2005, 2006), observamos rentabilidades positivas en todas las empresas, con escasas variaciones de un año a otro a excepción de Arcelor y Air Europa. Empresas como Mercadona o Inditex poseen rentabilidades superiores al 30% en este período. Durante la crisis económica (2007-2012) la tendencia general es una disminución en la rentabilidad obtenida por aquellos que invierten en la empresa. La excepción más resaltable en este caso es Inditex, donde los datos muestran que a priori la existencia de una crisis económica no le ha afectado a la hora de ir aumentando su rentabilidad y volumen de negocio año a año. Durante la salida de la crisis hasta 2017, empresas como Acciona y Air Europa han sufrido fluctuaciones grandes en su resultado, mientras que en el resto de empresas no se puede llegar a afirmar la existencia de una tendencia creciente en este ratio analizando cada empresa por individual.

En la siguiente tabla se muestra el mismo ratio para las empresas no familiares de la muestra:

*Tabla 2: Rentabilidad sobre los recursos propios de las empresas no familiares de la muestra en el periodo 2005-2017*

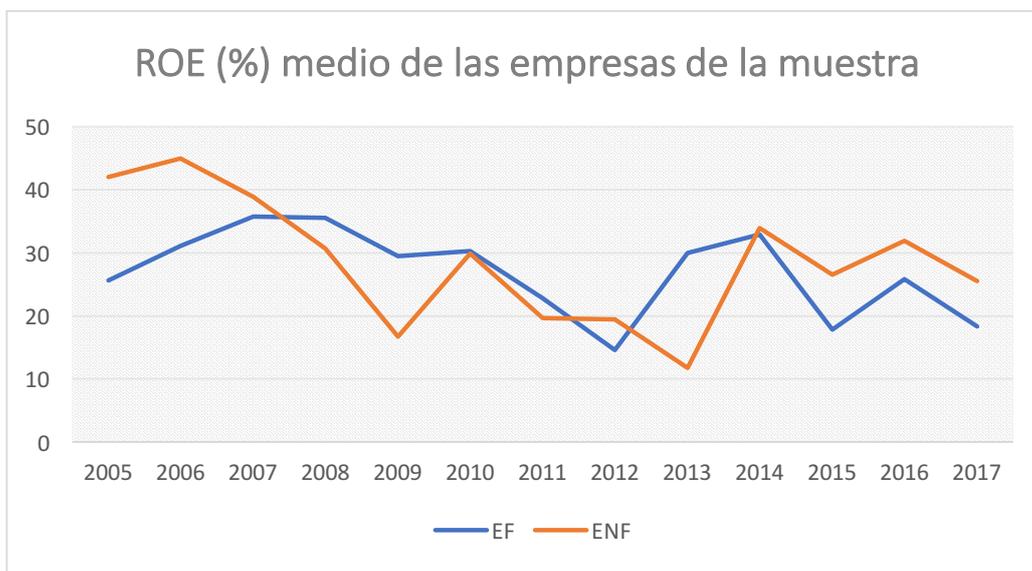
<b>ROE %</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Repsol	105,88	98,35	100,01	39,42	10,31	17,71	9,99	29,78	-1,79	6,04	29,27	26,68	26,14
Amadeus	-16,15	-159,64	2,11	7,50	6,28	101,29	58,62	41,10	46,04	93,78	91,83	57,58	58,24
Endesa	21,83	18,76	14,03	44,77	14,74	7,73	4,49	3,66	17,12	150,92	13,03	16,79	18,49
Seat	-5,31	-9,32	8,88	0,08	-35,75	-36,64	-22,95	-12,36	-29,38	-26,02	-0,80	58,80	15,29
Petronor	68,71	50,58	52,37	23,05	22,86	42,95	10,61	-2,27	-23,87	-18,67	30,62	29,95	19,75
Naturgy	10,36	10,19	13,90	18,44	9,85	8,28	9,63	7,40	6,72	1,52	7,22	7,31	6,99
Iberdrola	4,22	12,66	6,22	7,70	6,93	1,10	0,35	12,01	7,19	1,20	-0,13	4,12	4,84
Telefonica	146,65	133,62	113,20	104,86	98,92	96,55	86,26	75,87	72,24	62,61	41,32	54,21	54,16
<b>Media</b>	<b>26,80</b>	<b>25,82</b>	<b>28,98</b>	<b>27,55</b>	<b>14,05</b>	<b>26,97</b>	<b>14,88</b>	<b>14,11</b>	<b>8,90</b>	<b>17,90</b>	<b>22,65</b>	<b>19,91</b>	<b>14,92</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Se puede observar que durante los años anteriores a la crisis no existen variaciones significativas en este cociente, con la excepción de la empresa Amadeus, que obtuvo unos resultados notablemente negativos en el ejercicio 2006. Esto va en línea con lo ocurrido con las empresas familiares, donde durante los dos años anteriores al comienzo de la crisis no existieron variaciones significativas. Durante los años de crisis económica pueden

verse diferencias respecto al caso anterior. En comparación con las empresas familiares, las disminuciones de este ratio en este tipo de empresas son en general menores, sin llegar a ser la rentabilidad media de las empresas de la muestra negativa en ningún año. Esto se debe a que en este caso las empresas no familiares obtuvieron en media un mayor resultado del ejercicio. En el siguiente gráfico se puede ver una comparativa del ratio medio de las empresas familiares según sean familiares o no familiares:

Ilustración 3: ROE (%) medio de las empresas de la muestra



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Para el cálculo de la media en este ratio se han eliminado resultados extraordinariamente negativos que no mostrarían una imagen real de la media total de la muestra. Estos resultados son los obtenidos por Amadeus en 2006, FCC en 2012-2014 y Acciona en 2016. Por ejemplo, en el caso de FCC, un ROE de -364% en 2014 rompería con la media de ese año mostrando una imagen irreal de la muestra. Las cifras muestran que las empresas familiares han tenido una reacción mejor a la crisis económica que los negocios no familiares, ya que mientras los segundos con el comienzo de la misma sufrieron disminuciones en el retorno para sus inversores hasta 2009, las EF, gracias en gran parte al buen desempeño de empresas como Inditex o Mercadona, han sabido mantener sus cifras de rentabilidad. Esto va acorde con lo expuesto en el marco teórico, donde se hablaba que la literatura académica consideraba las empresas familiares como una

alternativa más estable de inversión, especialmente en períodos de crisis económica. La perspectiva de largo plazo favorece en muchos casos a que estas empresas se vean menos afectadas por la mala situación económica del país.

## ROA

Este ratio mide la rentabilidad que generan los activos de una empresa (ROA=Beneficio neto/ Activo). En las siguientes tablas se muestran los resultados de este cociente para las empresas de la muestra:

*Tabla 3: Rentabilidad sobre activos de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017*

<b>ROA %</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	31,37	33,90	35,83	28,01	19,17	23,89	23,75	22,78	20,64	18,36	18,01	16,05	7,74
El Corte Inglés	10,20	10,80	9,36	10,14	7,42	6,51	6,82	5,28	5,26	3,38	5,00	2,64	2,81
Inditex	32,38	36,14	42,34	38,93	40,92	37,71	40,02	46,42	37,80	42,14	47,23	52,49	53,10
Arcelor	30,15	3,06	15,91	20,46	-1,01	-2,04	-12,35	12,45	-6,22	-1,79	5,80	15,32	4,79
Técnicas	24,08	46,07	44,60	67,23	61,76	70,90	56,20	56,67	46,00	62,71	33,70	34,12	33,24
FCC	27,99	30,32	23,83	30,63	22,38	16,59	18,74	-137,58	-269,32	-364,27	-11,21	-42,02	22,37
Air Europa	4,29	14,32	34,30	8,68	18,25	15,68	-3,99	-12,77	52,51	26,30	10,73	11,06	15,72
Acciona	30,62	41,94	41,55	22,06	14,99	10,23	31,41	12,52	-25,55	5,85	1,09	-22,33	2,05
<b>Media</b>	<b>23,88</b>	<b>27,07</b>	<b>30,96</b>	<b>28,27</b>	<b>22,98</b>	<b>22,43</b>	<b>20,08</b>	<b>0,72</b>	<b>-17,36</b>	<b>-25,91</b>	<b>13,79</b>	<b>8,41</b>	<b>17,73</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Se puede observar que existen ligeras disminuciones en la rentabilidad sobre los activos en todas las empresas con el comienzo de la crisis económica, con una posterior recuperación hasta el día de hoy. Las excepciones más resaltables es FCC, que obtiene resultados extraordinariamente negativos en el período 2012-2014, debido a las pérdidas generadas como consecuencia del saneamiento de activos (Diario Expansión, 2012).

En la siguiente tabla se muestran la rentabilidad sobre activos de las empresas no familiares de la muestra en el período de estudio:

Tabla 4: Rentabilidad sobre activos de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017

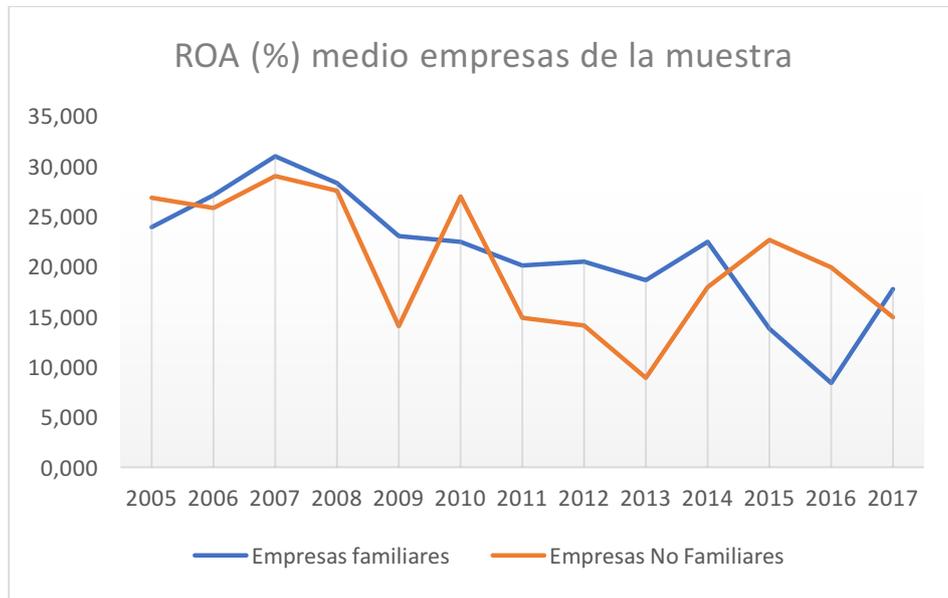
<b>ROA %</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Repsol	78,36	72,26	77,10	40,26	7,71	12,62	8,59	11,91	1,74	4,77	15,78	20,34	16,45
Amadeus	-1,07	0,08	7,01	3,77	1,43	98,82	26,43	20,48	23,44	33,06	102,92	27,15	21,38
Endesa	13,35	10,65	9,04	34,25	9,09	5,18	4,59	3,53	11,99	82,30	8,63	11,40	12,22
Seat	-1,03	-1,97	12,65	7,97	-22,71	-22,95	-13,55	-6,22	-15,98	-13,35	1,45	44,66	11,94
Petronor	66,21	48,82	50,31	18,68	14,80	24,65	8,00	2,93	-6,13	-4,87	18,62	19,84	15,03
Naturgy	7,72	9,01	10,37	12,90	6,00	5,88	6,43	5,54	5,87	2,83	5,86	5,87	5,16
Iberdrola	4,12	8,10	6,65	6,84	5,71	3,06	2,32	10,15	7,27	2,20	0,95	3,89	4,94
Telefonica	46,74	59,64	58,70	95,74	90,33	88,54	76,24	64,54	42,97	36,25	26,98	26,10	32,27
<b>Media</b>	<b>26,80</b>	<b>25,82</b>	<b>28,98</b>	<b>27,55</b>	<b>14,05</b>	<b>26,97</b>	<b>14,88</b>	<b>14,11</b>	<b>8,90</b>	<b>17,90</b>	<b>22,65</b>	<b>19,91</b>	<b>14,92</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En la tabla se puede ver como la tendencia en este tipo de empresas es de una disminución en su rentabilidad hasta el año 2009, y posteriormente tras una recuperación también se sigue la misma tendencia en los años 2012 y 2013. Destacan excepciones como la de Repsol, que a pesar de comenzar la crisis económica en 2007 no sufre disminuciones grandes en su rentabilidad hasta dos años más tarde. Por otro lado, también destacar que Telefónica ha sabido mantener buenos niveles de rentabilidad sobre sus activos todos los años de crisis económica, y no sufre disminuciones considerables hasta 2014.

En el siguiente gráfico se muestra la media del ratio para los dos grupos de empresas. Al igual que en el caso anterior, se han excluido del cálculo los mismos resultados extraordinariamente negativos que afectan a la media global. Los resultados obtenidos del gráfico son los siguientes:

Ilustración 4: ROA (%) medio de las empresas de la muestra



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

El gráfico muestra resultados similares a los obtenidos con el ROE. Como se puede ver, las empresas familiares reaccionaron mejor a la crisis económica que las no familiares, ya que las disminuciones en sus rentabilidades fueron menos significativas.

### **Estudio de Liquidez: Ratio de liquidez y Test ácido**

A través de los dos siguientes ratios se va a medir la capacidad de las empresas para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo con sus activos más líquidos.

#### Ratio de liquidez

Resulta de interés analizar este ratio para contrastar las diferencias entre ambos grupos de empresa en el sentido de cómo afrontan sus pagos a corto plazo (Liquidez = Activo corriente/Pasivo Corriente). Posteriormente se realizará un estudio de cómo afrontan su estabilidad en el medio y largo plazo para completar la visión de la estructura financiera de las empresas de la muestra. Las siguientes dos tablas muestran los ratios de liquidez de las empresas de la muestra en el período de estudio:

Tabla 5: Rentabilidad sobre activos de las empresas no familiares de la muestra en el periodo 2005-2017

<b>Liquidez</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	0,57	0,63	0,65	0,72	0,80	0,97	1,13	1,09	1,13	1,19	1,29	1,33	1,21
El Corte Inglés	0,80	0,76	0,76	0,54	0,61	0,66	0,70	0,57	0,64	0,93	0,95	0,87	0,90
Inditex	1,19	0,94	0,98	0,84	0,82	0,91	0,96	1,07	1,39	1,27	1,21	1,23	1,29
Arcelor	1,68	1,61	2,03	1,64	1,69	1,55	1,29	1,35	1,31	1,46	1,49	1,63	1,73
Tecnicas	1,27	1,14	1,06	1,02	1,03	1,02	1,01	1,02	1,02	1,05	1,10	1,15	1,16
FCC	0,62	0,78	0,68	1,72	2,39	1,37	0,85	0,55	0,40	1,54	1,23	0,76	0,62
Air Europa	1,04	1,03	1,06	1,27	1,30	1,28	1,12	1,06	1,15	1,07	1,06	0,89	0,94
Acciona	1,08	1,12	1,15	1,17	1,20	1,33	1,37	1,49	1,36	1,40	1,18	1,11	1,03
<b>Media</b>	<b>1,03</b>	<b>1,00</b>	<b>1,05</b>	<b>1,11</b>	<b>1,23</b>	<b>1,14</b>	<b>1,05</b>	<b>1,02</b>	<b>1,05</b>	<b>1,24</b>	<b>1,19</b>	<b>1,12</b>	<b>1,11</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Tabla 6: Ratio de liquidez de las empresas no familiares de la muestra en el periodo 2005-2017

<b>Liquidez</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Repsol	0,82	0,80	0,78	0,61	0,65	0,66	0,66	0,87	0,73	0,70	0,96	0,87	1,70
Amadeus	1,82	0,31	2,31	11,95	13,07	1,70	1,21	1,36	1,55	0,66	0,88	0,43	0,48
Endesa	0,58	0,73	0,91	0,84	0,21	1,88	0,95	4,06	0,27	0,30	0,25	0,13	0,15
Seat	0,71	0,71	0,74	0,48	0,23	0,27	0,33	0,28	0,25	0,30	0,35	0,63	0,63
Petronor	1,53	1,59	1,43	1,56	1,59	1,38	1,50	1,81	1,28	1,44	1,30	1,28	1,19
Naturgy	1,71	1,09	0,85	0,63	0,96	1,39	1,19	1,36	1,18	1,07	0,64	0,52	1,03
Iberdrola	1,88	3,01	0,87	0,66	1,97	1,44	1,48	1,56	0,59	0,36	0,49	0,47	0,23
Telefonica	0,96	0,68	0,93	0,49	1,01	0,90	0,53	0,45	0,71	0,72	0,46	0,84	0,83
<b>Media</b>	<b>1,25</b>	<b>1,11</b>	<b>1,10</b>	<b>2,15</b>	<b>2,46</b>	<b>1,20</b>	<b>0,98</b>	<b>1,47</b>	<b>0,82</b>	<b>0,69</b>	<b>0,67</b>	<b>0,65</b>	<b>0,78</b>

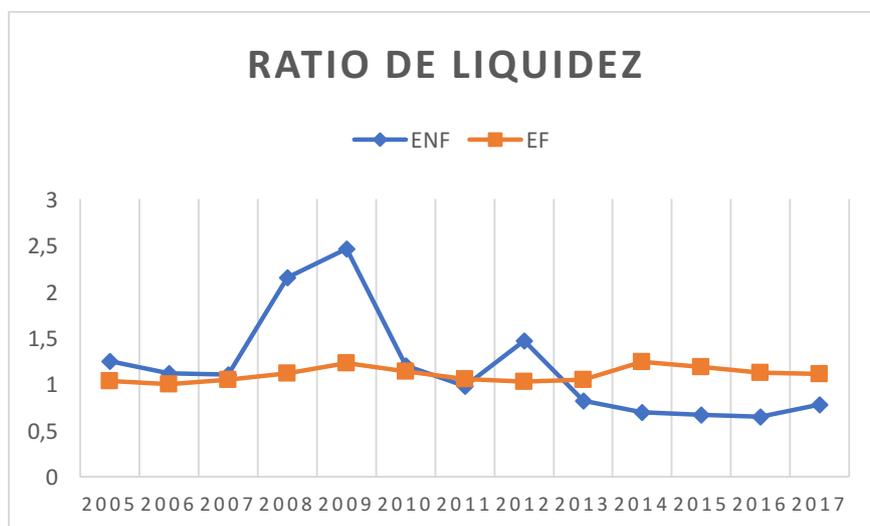
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Se puede observar que las empresas familiares de la muestra gozan de buenas cifras en relación a este ratio, ya que durante todos los años cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones de pago más próximas. En muchos casos el activo corriente supone más del 100% de los pasivos corrientes. Es decir, por cada euro de pasivo corriente, las empresas poseen más de un euro para hacer frente a él. A pesar de que los negocios familiares se caracterizan por tener una perspectiva de largo plazo, no pueden obviar la existencia del pasivo corriente. Por otro lado, en los negocios familiares podemos observar cifras mayores del ratio de liquidez durante la recesión económica, mientras que en los años posteriores hasta 2017 en la mayor parte de las empresas la cifra es menor que 1, es decir, los activos corrientes no superan el 100% de pasivos corrientes. Por tanto, se puede afirmar que a partir de la muestra las empresas familiares realizan una mejor planificación de cómo realizar sus pagos a deudores y acreedores que los negocios no familiares (Vázquez, Gallizo, 2013).

Cabe destacar que los niveles adecuados para este ratio son aquellos superiores a 1. No obstante, depende del sector de actividad y del volumen de operación de cada empresa. A pesar de la situación de crisis vivida, con la destrucción de puestos de trabajo y la disminución global de productividad y demanda que se produjo, estas empresas no han variado en media sus niveles de liquidez de cara a hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo.

En el siguiente gráfico se analiza la media de este ratio para la totalidad de las empresas de la muestra:

*Ilustración 5: Promedio del ratio de liquidez de las empresas de la muestra*



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En este gráfico se puede ver como las empresas familiares mantuvieron unos niveles de liquidez muy similares (en media) a pesar de la situación económica del país. La media de las empresas de la muestra se sitúa siempre muy próxima a 1, niveles considerados adecuados para este ratio, aunque dentro de cada sector el nivel adecuado puede variar. Como se comentó anteriormente, la empresa familiar es vista dentro de la literatura académica e inversores como una opción más estable en la que invertir, debido a su perspectiva de largo plazo y su cumplimiento con sus obligaciones de pago.

Sin embargo, en las empresas no familiares, se ve como con el comienzo de la crisis económica se produce un gran aumento del ratio, fruto de la gran preocupación por hacer frente a las obligaciones de pago a corto plazo. Por tanto, se puede ver que las empresas

no familiares se han visto obligadas a incrementar sus niveles de liquidez durante períodos de dificultades económicas, durante el período 2007-2009 y 2011-2013. Tras la recuperación económica, las empresas familiares han mantenido los mismos niveles de liquidez, mientras que las no familiares han disminuido a cantidad de activos corrientes en relación con sus pasivos corrientes.

### Test ácido

El análisis de la liquidez se ha completado con el test ácido, ya que el anterior ratio analizado individualmente es un indicador débil. Este ratio es similar al anterior, con la diferencia de que resta las existencias del numerador para analizar la liquidez desde la perspectiva de los activos más líquidos. En las dos siguientes tablas se muestran los resultados obtenidos tanto para las empresas familiares como las no familiares:

*Tabla 7: Test ácido de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017*

<b>Test ácido</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	0,39	0,44	0,45	0,52	0,59	0,76	0,93	0,90	0,94	0,99	1,09	1,11	0,98
El Corte Inglés	0,29	0,25	0,28	0,14	0,19	0,23	0,26	0,21	0,25	0,48	0,45	0,40	0,44
Inditex	1,01	0,75	0,76	0,66	0,65	0,73	0,76	0,88	1,19	1,04	0,99	1,02	1,03
Arcelor	1,08	1,09	1,54	0,84	1,13	0,75	0,49	0,81	0,53	0,59	0,56	0,61	0,49
Tecnicas	1,25	1,12	1,05	1,01	1,01	0,98	0,94	0,93	0,88	0,95	0,98	1,05	1,10
FCC	0,62	0,78	0,68	1,72	2,38	1,36	0,84	0,53	0,40	1,51	1,21	0,75	0,61
Air Europa	1,01	1,00	1,04	1,24	1,27	1,26	1,09	1,04	1,13	1,04	1,03	0,85	0,90
Acciona	1,04	1,09	1,12	1,13	1,15	1,26	1,32	1,40	1,28	1,33	1,12	1,04	0,97
<b>Media</b>	<b>0,83</b>	<b>0,82</b>	<b>0,86</b>	<b>0,90</b>	<b>1,04</b>	<b>0,92</b>	<b>0,83</b>	<b>0,84</b>	<b>0,82</b>	<b>0,99</b>	<b>0,93</b>	<b>0,85</b>	<b>0,82</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

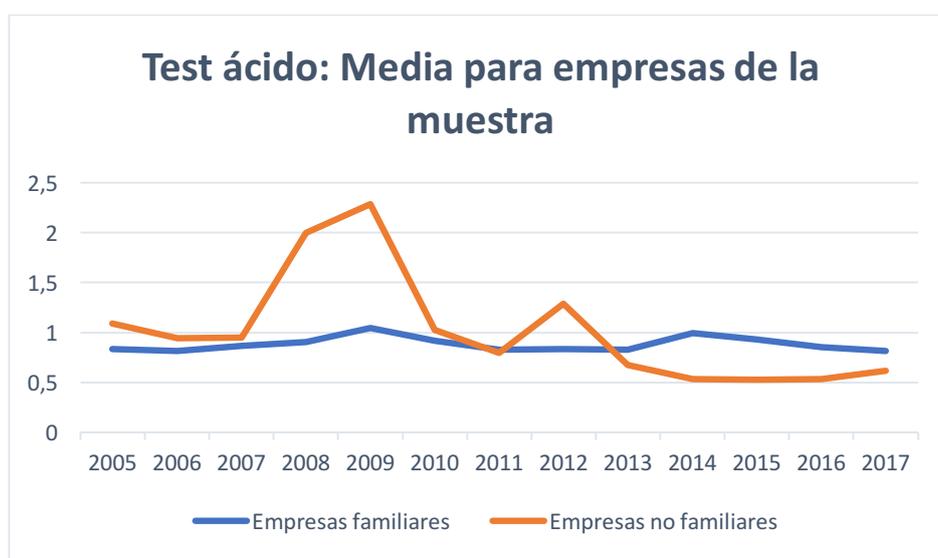
Tabla 8: Test ácido de las empresas no familiares de la muestra en el periodo 2005-2017

<b>Test ácido</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Repsol	0,51	0,48	0,41	0,34	0,33	0,33	0,31	0,43	0,37	0,36	0,55	0,50	1,07
Amadeus	1,82	0,31	2,31	11,95	13,07	1,70	1,21	1,36	1,55	0,66	0,88	0,43	0,48
Endesa	0,58	0,73	0,91	0,84	0,21	1,88	0,95	4,06	0,27	0,30	0,25	0,13	0,15
Seat	0,58	0,59	0,63	0,34	0,10	0,17	0,21	0,18	0,16	0,18	0,23	0,49	0,50
Petronor	0,90	0,79	0,74	0,73	0,74	0,49	0,54	0,95	0,63	0,67	0,74	0,88	0,65
Naturgy	1,51	1,02	0,79	0,63	0,89	1,31	1,13	1,31	1,13	1,06	0,64	0,52	1,03
Iberdrola	1,87	2,98	0,87	0,65	1,97	1,44	1,47	1,56	0,59	0,36	0,49	0,47	0,23
Telefonica	0,95	0,66	0,92	0,48	0,99	0,88	0,52	0,44	0,69	0,71	0,45	0,83	0,82
<b>Media</b>	<b>1,09</b>	<b>0,95</b>	<b>0,95</b>	<b>2,00</b>	<b>2,29</b>	<b>1,02</b>	<b>0,79</b>	<b>1,29</b>	<b>0,67</b>	<b>0,53</b>	<b>0,53</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En el siguiente gráfico se muestra la media de las empresas de la muestra para el test ácido:

Ilustración 6: Promedio del test ácido de las empresas de la muestra



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Como se puede observar, la tendencia del gráfico es muy similar al anterior caso. Esto se debe a que los dos ratios suelen correlacionar positivamente, motivo por el cual se realiza un análisis conjunto para corroborar que no existen diferencias destacables en las empresas de la muestra. Por tanto, también desde la perspectiva más líquida del activo del balance se puede ver que las empresas familiares sufren modificaciones de cara a asegurar el pago completo de sus deudas en períodos de crisis.

## Estudio de la solvencia a largo plazo: Ratio de garantía

Este ratio analiza la hipótesis de si la empresa cuenta con activos suficientes para el pago de sus deudas (Ratio garantía= Activo/Pasivo total). Constituye por tanto un indicador de la solvencia a largo plazo de una empresa. Así, en caso de que el resultado de este cociente sea cercano a 1, el riesgo de quiebra es mayor en una empresa, mientras que los valores más cercanos a 2 demuestran una buena situación para la empresa. No obstante, al igual que ocurría con los indicadores de liquidez, las cifras adecuadas para este ratio varían de un sector e industria a otro, pero lo general es que valores entre 1 y 2 no presenten un riesgo para estas empresas. En la siguiente tabla se muestran los resultados de este cociente para las empresas familiares en el período de estudio:

Tabla 9: Ratio de garantía de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017

<b>Garantía</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	1,372	1,407	1,543	1,612	1,705	1,804	1,858	1,925	2,117	2,223	2,344	2,496	2,532
El Corte Inglés	2,029	2,025	1,910	1,842	1,751	1,789	1,833	1,709	1,684	1,658	1,677	1,794	1,805
Inditex	2,355	2,152	2,048	2,069	1,910	2,115	1,946	2,109	2,002	1,828	1,911	1,841	1,816
Arcelor	3,321	3,189	3,570	3,432	3,733	3,404	2,987	2,589	2,821	3,010	2,624	2,823	2,291
Tecnicas	1,239	1,147	1,146	1,057	1,090	1,070	1,050	1,074	1,069	1,102	1,101	1,127	1,182
FCC	1,618	1,353	1,364	1,281	1,222	1,212	1,198	1,088	1,031	1,042	1,038	1,134	1,210
Air Europa	1,133	1,166	1,194	1,132	1,153	1,137	1,081	1,055	1,125	1,103	1,088	1,101	1,139
Acciona	1,179	1,181	1,216	1,242	1,272	1,356	1,360	1,471	1,315	1,340	1,316	1,158	1,110
<b>Media</b>	<b>1,781</b>	<b>1,702</b>	<b>1,749</b>	<b>1,708</b>	<b>1,729</b>	<b>1,736</b>	<b>1,664</b>	<b>1,627</b>	<b>1,646</b>	<b>1,663</b>	<b>1,637</b>	<b>1,684</b>	<b>1,636</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Como muestra la tabla, en general, las empresas familiares de la muestra por individual no realizan cambios significativos a pesar del comienzo de la crisis económica en cuanto a la cantidad de activos respecto las deudas. Vemos así que la tónica general es que ninguna empresa se encuentra en situación de riesgo grande de cara a su solvencia. Aun así, vemos diferentes casos en cuanto a cifras del ratio. La empresa Arcelor cuenta con cifras más que notables ya que en todos los años las cifras son superiores a 2, llegando incluso a 3,73 en el año 2009, lo cual indica que por cada euro que debe la empresa poseía 3,73 de activo. No obstante, en el año 2017 la cifra es de 2,3, indicador igualmente de una buena solvencia en el largo plazo. Otro caso a destacar es el de Air Europa, donde sus cifras son cercanas a 1, aunque nunca menores que este número. Por último, destacar el

caso de Mercadona, que con el paso de los años ha ido aumentando sus cifras en este cociente, llegando a 2,5 en el año 2017.

En la siguiente tabla se muestran los resultados de este ratio para las empresas no familiares de la muestra:

Tabla 10: Ratio de garantía de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017

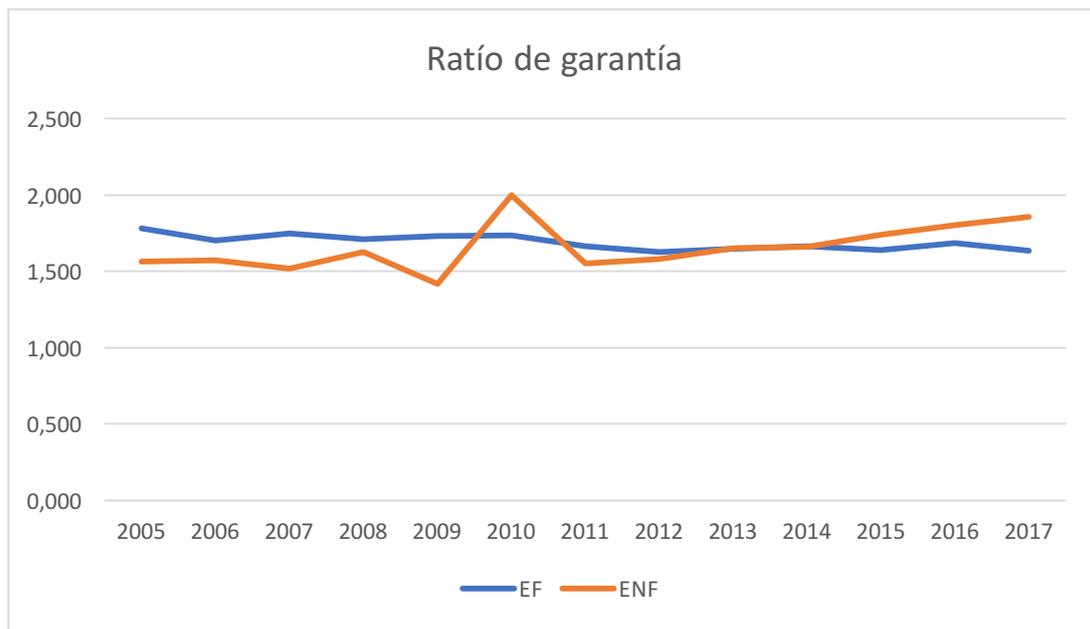
Garantía	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Repsol	1,208	1,190	1,160	1,352	1,313	1,298	1,250	1,217	1,243	1,323	1,535	1,631	1,763
Amadeus	1,116	1,046	0,690	0,562	0,552	5,586	1,580	1,631	1,653	1,281	1,354	1,349	1,258
Endesa	1,668	1,613	1,641	2,650	1,757	1,671	1,874	1,797	2,033	1,969	2,066	2,073	2,094
Seat	1,342	1,305	1,337	1,364	1,321	1,237	1,194	1,174	1,138	1,162	1,155	1,439	1,430
Petronor	1,873	2,011	1,819	2,120	1,696	1,425	1,414	1,437	1,373	1,400	1,699	1,675	1,837
Naturgy	2,483	2,627	2,358	1,844	1,429	1,462	1,520	1,521	1,613	1,643	1,713	1,722	1,657
Iberdrola	1,540	1,512	1,840	1,676	1,773	1,840	2,187	2,511	2,794	3,142	3,005	3,193	3,513
Telefonica	1,275	1,259	1,281	1,447	1,498	1,461	1,403	1,344	1,366	1,370	1,375	1,322	1,306

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En la tabla se puede ver como en general con el comienzo de la crisis económica se produce un leve aumento de los niveles de este ratio, lo cual se contrastará con el gráfico del promedio de este indicador posteriormente. Vemos casos como el de Telefónica o Endesa, que en el período 2007-2009 aumentan sus cifras de solvencia a largo plazo, llegando casi a doblarlas en el caso de Endesa. No obstante, vemos también excepciones, como el caso de Amadeus, que debido al endeudamiento en el que incurrió con el comienzo de la crisis sus cifras de solvencia se disminuyeron a la mitad, con un 0,55 en el año 2009, aunque en el año siguiente esta cifra se multiplicase por diez. Por último, destaca el caso de Iberdrola, que en general de 2005 a 2017 ha ido aumentando la cantidad de activos disponibles para financiar sus pasivos.

En el siguiente gráfico se muestra el promedio de este gráfico para las empresa familiares y no familiares de la muestra en el período de estudio:

Ilustración 7: Promedio del ratio de garantía de las empresas de la muestra en el período 2005-2017



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Como se aprecia en el gráfico, las empresas familiares mantienen una cantidad constante de sus cifras de solvencia a largo plazo a pesar del contexto económico, mientras que, en el caso de las empresas no familiares en los años 2009 y 2010, en medio de la crisis, las empresas aumentaron su cantidad de activos frente a los pasivos.

### **Estudio de la Autonomía financiera a medio y largo plazo**

Este ratio divide el Patrimonio Neto por el Pasivo total. A través de esta medida se analizará si realmente las empresas familiares, por su deseo de mantener el negocio en el futuro, poseen una mayor autonomía financiera a medio y largo plazo. La naturaleza del negocio familiar hace creer que la autonomía financiera a largo plazo es mayor que en los no familiares, lo cual se contrastará en este apartado. En esta tabla se muestran los resultados de este cociente para las empresas familiares de la muestra:

Tabla 11: Ratio de autonomía financiera de las empresas familiares de la muestra en el período 2005-2017

<b>Autonomía financiera</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Mercadona	22,87	24,24	34,42	34,56	14,74	11,23	10,55	13,54	18,50	28,67	41,09	53,54	61,75
El Corte Inglés	3,90	3,90	2,86	3,23	2,03	1,79	2,04	1,78	1,55	0,99	1,03	1,40	1,42
Inditex	19,14	13,47	24,43	9,59	10,04	3,71	4,68	5,80	2,03	2,57	3,32	4,12	5,00
Arcelor	10,84	13,29	17,02	20,54	19,73	26,46	15,84	12,41	14,97	9,45	6,14	13,26	3,60
Tecnicas	2,78	2,60	3,17	1,45	2,31	2,66	1,35	2,43	1,53	1,70	1,21	1,48	2,78
FCC	5,19	2,23	0,74	0,39	0,28	0,28	0,42	0,19	0,33	0,05	0,05	0,18	0,30
Air Europa	0,55	1,03	1,70	0,48	0,52	0,44	0,40	0,27	0,58	0,47	0,32	0,61	0,82
Acciona	3,87	4,11	3,66	3,14	3,18	2,78	2,52	2,88	1,87	1,76	2,56	0,80	0,50
<b>Media</b>	<b>8,64</b>	<b>8,11</b>	<b>11,00</b>	<b>9,17</b>	<b>6,60</b>	<b>6,17</b>	<b>4,72</b>	<b>4,91</b>	<b>5,17</b>	<b>5,71</b>	<b>6,97</b>	<b>9,42</b>	<b>9,52</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

Se puede observar que la tendencia general de las empresas de la muestra es poseer buenas cifras en este ratio, con la excepción de FCC en los últimos años. Destaca también como, a pesar de poseer buenas cifras en este indicador, estas se ven incluso aumentadas con el comienzo de la crisis económica en nuestro país, destacando el caso de Arcelor, que pasa de una cifra de 10,8 en 2005 a 26,4 en el año 2010. La mayor cantidad de reservas que poseen estas empresas y la mayor reticencia a endeudarse a largo plazo son claves para el entendimiento de estos resultados.

En la siguiente tabla se muestran los resultados de este ratio para las empresas no familiares de la muestra:

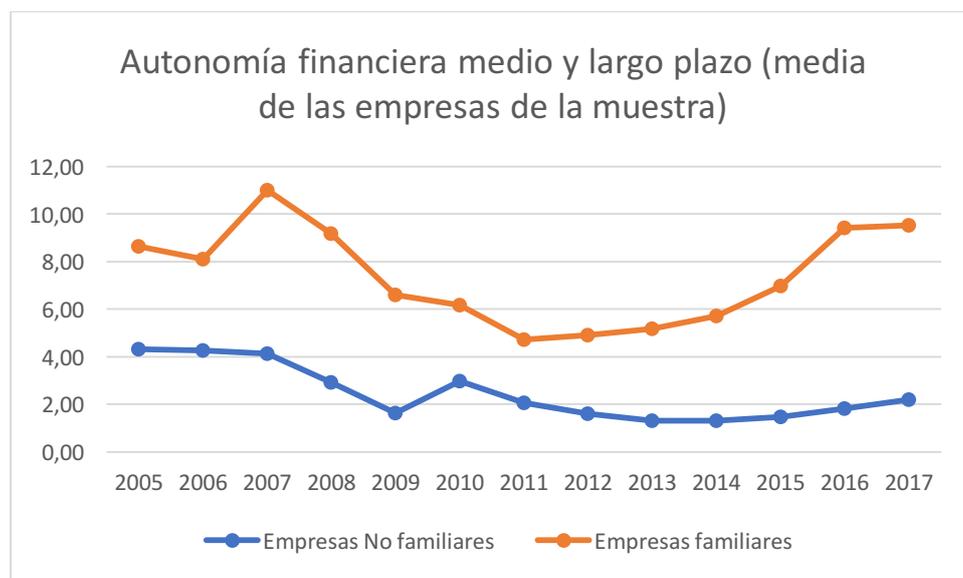
Tabla 12: Ratio de autonomía financiera de las empresas no familiares de la muestra en el período 2005-2017

<b>Autonomía financiera</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Repsol	2,36	1,99	2,19	5,84	1,58	1,82	2,11	0,52	0,75	1,06	1,06	2,84	1,57
Amadeus	0,12	0,05	-0,32	-0,44	-0,45	5,71	0,74	0,74	0,81	0,46	n.s.	0,77	0,54
Endesa	0,90	0,74	0,80	2,52	1,00	0,87	1,34	0,87	1,42	1,14	1,27	1,49	1,51
Seat	3,19	2,63	2,83	2,94	2,39	2,22	2,09	2,16	1,67	1,39	1,37	2,97	3,10
Petronor	24,78	24,68	23,02	4,00	1,54	1,02	0,79	0,69	0,68	0,58	1,13	1,64	2,92
Naturgy	2,02	2,70	2,07	1,37	0,52	0,54	0,64	0,65	0,81	0,81	0,91	0,92	0,84
Iberdrola	0,72	0,65	1,41	1,12	0,96	1,15	1,55	2,03	2,95	3,66	2,90	3,07	5,71
Telefónica	0,42	0,71	0,95	6,09	5,55	10,41	7,19	5,26	1,43	1,30	1,72	0,88	1,41
<b>Media</b>	<b>4,31</b>	<b>4,27</b>	<b>4,12</b>	<b>2,93</b>	<b>1,64</b>	<b>2,97</b>	<b>2,06</b>	<b>1,62</b>	<b>1,31</b>	<b>1,30</b>	<b>1,48</b>	<b>1,82</b>	<b>2,20</b>

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

La tendencia general que se puede observar a la hora de comparar ambos grupos de empresas es que los negocios familiares poseen mejores cifras de autonomía financiera a medio y largo plazo. Para completar este análisis, como se hizo en ratios anteriores, se ha realizado una media de los resultados de ambos grupos. En el siguiente gráfico se pueden observar los resultados obtenidos de dicho cálculo:

*Ilustración 8: Promedio del ratio de autonomía financiera a medio y largo plazo de las empresas de la muestra*



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la base de datos SABI.

En este gráfico se puede ver como las Empresas familiares, en el caso de la muestra, poseen una mayor autonomía financiera a medio y largo plazo. Este ratio divide el Patrimonio Neto por las Deudas totales. Así, podemos observar que en las empresas familiares poseen mayores recursos propios en comparación con sus deudas menos exigibles. Esto se debe en gran parte a la mayor presencia de reservas en empresas familiares por sus preferencias a la hora de financiarse (por orden: autofinanciación, emisión de deuda y ampliación de capital) Esto va acorde con lo expuesto en el marco teórico sobre la orientación más a largo plazo de estas empresas y el deseo del fundador o presidente de querer asegurar el funcionamiento del negocio en las siguientes sucesiones.

### 3.3 Análisis estadístico

En este apartado se realizará un análisis estadístico para estudiar dos aspectos relacionados con el desempeño de las empresas familiares frente a las no familiares: en primer lugar, la correlación entre los resultados obtenidos en los ratios financieros y, en segundo lugar, analizar las diferencias en el riesgo de invertir en una empresa. Con el análisis de correlación se analizará si los resultados de las empresas familiares y no familiares se mueven en la misma dirección o existen diferencias, para ver así su comportamiento antes, durante y después de la crisis económica. En segundo lugar, como se comentó anteriormente, la literatura académica asegura que los negocios familiares son una opción más estable para invertir en situaciones de incertidumbre (Miralles, del Mar y Lisboa, 2012), por su forma de gobierno y políticas financieras. A través de este análisis estadístico intentaremos confirmar las afirmaciones de dichos estudios.

#### **3.3.1 Análisis de correlación entre los resultados de empresas familiares y no familiares**

El coeficiente de correlación de Pearson mide o cuantifica la relación lineal existente entre dos variables a estudiar (Vila, Sedano, López y Juan). En este caso una variable será el resultado obtenido por el negocio familiar, y la segunda será la de la no familiar. El valor de este elemento estadístico oscila entre -1 y +1, siendo el primero una correlación perfecta negativa, y el segundo una correlación perfecta positiva. Los valores negativos indican que ambas variables se mueven en sentidos opuestos (cuando una crece la otra decrece y viceversa), y los positivos indican que ambas variables se mueven en la misma dirección.

Este coeficiente de correlación se utilizará para analizar si los resultados obtenidos en medio con los ratios financieros en el apartado 3.2 se mueven en la misma dirección entre empresas familiares y no familiares. A partir de cada ratio de ha realizado una media para ver el comportamiento general de las empresas de la muestra, la cual se usará para este análisis. Así se pretende analizar la respuesta y comportamiento de estas empresas en épocas de crisis, y como salieron de la misma. El objetivo es responder a las siguientes preguntas: ¿se mueven los resultados de las empresas familiares y no familiares en la misma dirección? ¿Cómo afrontan el pago de sus deudas estas empresas en momentos de

incertidumbre? y a ¿Siguen la misma tendencia en cuanto a perspectivas de medio y largo plazo?

El punto de partida de cara a este apartado es el análisis realizado anteriormente de los ratios financieros de las empresas familiares no familiares desde el año 2005 hasta el año 2017. Para el análisis, se han cogido los promedios de los ratios financieros de las empresas familiares, y utilizando la herramienta Excel se ha procedido a calcular el coeficiente de correlación de Pearson, a través de la fórmula COEF.DE.CORREL(). Para cada ratio financiero se han calculado tres coeficientes de correlación distintos:

- Correlación lineal en el período del estudio (2005-2017), para obtener así una visión global de la tendencia de resultados entre ambos grupos.
- Correlación lineal en el período 2005-2012, para estudiar los años anteriores a la crisis y la propia crisis económica, analizando así el comportamiento de estas empresas.
- Correlación lineal en el período 2013-2017, con el fin de analizar la salida de la crisis hasta nuestros días.

Analizar los resultados en estas 3 dimensiones permite ver con mayor detalle en qué períodos el comportamiento de empresas familiares y no familiares es similar y en cuáles no lo es.

En la siguiente tabla se muestran los resultados obtenidos del análisis, distribuyendo los mismos en los 3 períodos mencionados anteriormente:

*Tabla 13: Análisis de correlación de los ratios de las empresas familiares y no familiares de la muestra*

<b>Ratio</b>	<b>Correlación período total</b>	<b>2005-2012</b>	<b>2013-2017</b>
ROE	0,372	0,494	-0,014
ROA	0,476	0,755	-0,477
Liquidez	0,123	0,767	-0,665
Test ácido	0,458	0,817	-0,694
Garantía	-0,222	0,085	-0,035
Autonomía financiera	0,597	0,767	0,933

Fuente: Elaboración propia a partir de los ratios aportados por la base de datos SABI

A continuación, analizaremos los resultados obtenidos:

#### Análisis de la rentabilidad: ROE y ROA

En cuanto al ROE, como se puede observar en la tabla, durante el período de estudio (2005-2017), la correlación lineal entre el ROE de empresas familiares y no familiares es de 0,372. Esto indica una correlación positiva, es decir, ambos resultados se mueven en la misma dirección, aunque no es lo suficientemente fuerte para afirmar que siguen absolutamente la misma tendencia. Durante los años de comienzo de la crisis económica hasta 2012 esta correlación es incluso mayor, mientras que en la salida de la recesión económica la correlación es negativa y casi insignificante. Por tanto, se puede afirmar que durante los años de crisis económica los resultados tienen tendencia a moverse en la misma dirección, con una correlación muy próxima a 0,5, mientras que en el período de recuperación apenas existe relación lineal entre los resultados de ambos grupos.

En cuanto a la ROA, los resultados de este ratio nos muestran una correlación positiva próxima a 0,5. Esta relación lineal se ve incrementada durante los años de comienzo y transcurso de la crisis económica, con un coeficiente de 0,75, muy próximo a 1. Sin embargo, con la salida de la crisis las tendencias se vuelven opuestas, con una correlación negativa próxima a -0,5. Por tanto, en cuanto a la rentabilidad de activos los dos grupos de empresas siguen tendencias similares en los años de crisis, pero opuestas con la salida de la misma.

#### Análisis de liquidez: Ratio de liquidez y test ácido

La correlación lineal global del ratio de liquidez es de 0,12. Esto indica que la relación lineal es positiva pero muy débil. Sin embargo, cabe destacar que en los años de crisis ambos grupos de empresas siguen la misma tendencia en cuanto a niveles de liquidez, ya que la correlación es de 0,75, es decir existe una relación lineal positiva fuerte. Sin embargo, con la salida de la crisis, las cifras de liquidez en ambos grupos se mueven en sentido inverso, con un coeficiente de -0,66. Esto se debe a que, como se mostró en el primer apartado del estudio de campo, las empresas familiares mantuvieron niveles constantes de liquidez durante todos los años, mientras que las no familiares aumentaban sus niveles durante la crisis y luego lo disminuían. El ligero aumento de las empresas familiares en este cociente explica la correlación positiva del período 2005-2012,

mientras que en el período 2013-2017 la correlación es negativa debido a que los negocios no familiares disminuyeron sus cifras en este ratio, mientras los familiares siguieron con su tendencia constante.

Los resultados obtenidos del test ácido son similares en este aspecto, con la diferencia de que la correlación positiva de todo el período de estudio en su conjunto es más fuerte teniendo en cuenta los activos más líquidos, al eliminar las existencias para el cálculo de este cociente.

#### Análisis de la solvencia a largo plazo: ratio de garantía

El coeficiente de correlación para el período total del estudio es de -0,22. Esto indica una relación lineal negativa entre las dos variables, aunque no muy fuerte. No obstante, cabe destacar que en los años del comienzo de la crisis hasta 2012 siguen ligeramente una tendencia similar, con un coeficiente de 0,08. No obstante, desde el año 2013 a 2017 las empresas presentan tendencias diferentes.

Como se pudo observar en el gráfico en el apartado de análisis de los ratios financieros, las empresas familiares mantuvieron niveles constantes en este ratio, mientras que las no familiares realizaron un leve aumento en los peores años de la crisis y posteriormente siguieron una leve línea ascendente, de ahí que existan leves correlaciones negativas.

#### Análisis de la autonomía financiera a medio y largo plazo

En cuanto a este ratio, los resultados se salen de la línea de lo ocurrido con los indicadores de liquidez. Podemos observar una relación lineal muy fuerte en los 3 períodos de estudio, destacando especialmente que en el período 2013-2017 la cifra se encuentra cerca de la relación perfecta positiva. En líneas generales, a pesar de que las empresas familiares, tal y como se indicó anteriormente, posean mayores niveles de autonomía financiera a medio y largo plazo, este coeficiente indica que ambos resultados se mueven en la misma dirección. Es decir, si el cociente aumenta en un grupo de empresas, en el otro también, y viceversa.

Por tanto, a partir de los resultados de este análisis se puede concluir que durante los años del comienzo de la crisis hasta 2012 las empresas familiares y no familiares seguían

tendencias similares en cuanto a rentabilidad y liquidez, pero dicha tendencia similar desaparece con la salida de la crisis. El negocio familiar es considerado como una opción más estable de inversión en períodos de incertidumbre, por su fuerte estructura financiera debido a su perspectiva de largo plazo. Al producirse una crisis, los negocios no familiares tratan de adaptarse al contexto económico de pérdida de productividad ajustando sus niveles de liquidez para hacer frente a sus deudas. En cuanto a los niveles de autonomía financiera a medio y largo plazo la tendencia es similar en ambos casos, con una fuerte relación lineal positiva, aunque en distinta medida entre un tipo de empresa y otra, mientras que en cuanto al ratio de garantía en general se observan tendencias diferentes.

### **3.3.2 Análisis del riesgo de las empresas familiares frente a las empresas no familiares**

En este apartado se realizará un análisis del riesgo de empresas familiares y no familiares. De la muestra seleccionada en el apartado 3.2, se elegirán 3 empresas de cada grupo que coticen en el IBEX 35. Las empresas seleccionadas son, por parte de las familiares, Inditex, Arcelor y Ferrovial, y, por parte de las no familiares, Endesa, Telefónica e Iberdrola. El criterio elegido ha sido escoger el mismo número de empresas de cada tipo de forma de gobierno que coticen en el Ibex 35 y sean líderes en sus respectivos sectores.

Usando la herramienta Excel, se realizará una regresión del retorno de cada empresa frente al Ibex 35. Los datos serán obtenidos de la base de datos Yahoo Finanzas, donde se obtendrá la información de cotizaciones mensuales desde enero de 2005 a diciembre de 2017 para analizar los siguientes coeficientes:

- Beta: medida del riesgo sistemático de la empresa. Un valor superior a 1 indica que el valor es más arriesgado que el mercado, indica una mayor volatilidad.
- Alpha: medida del rendimiento ajustado al riesgo de una empresa.
- R cuadrado ajustado: Indica el porcentaje de variación de la variable dependiente (retorno de la acción de la empresa) que se explica por la variable independiente (retorno generado por el IBEX 35 en su conjunto).

A partir de estos datos se calcularán los retornos generados para cada empresa con los que se realizará la regresión.

Los resultados obtenidos de las regresiones realizadas de cada una de las empresas y sus retornos frente al IBEX 35 se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 14: Resultados de la regresión lineal de empresas familiares y no familiares frente al índice IBEX 35

**RESULTADOS REGRESIÓN**

	<b>EMPRESAS FAMILIARES</b>		
	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>R cuadrado ajustado</u>
Inditex	-0,074	-1,222	0,00054
Arcelor	0,006	-0,046	-0,0061
Ferrovial	0,009	1,003	0,4194

	<b>EMPRESAS NO FAMILIARES</b>		
	<u>Alpha</u>	<u>Beta</u>	<u>R cuadrado ajustado</u>
Endesa	0,009	1,026	0,313
Telefónica	0,0012	0,906	0,582
Iberdrola	0,008	0,972	0,533

Fuente: elaboración propia

De los resultados mostrados en la tabla podemos extraer el siguiente análisis. En cuanto al coeficiente alfa, podemos ver como apenas existen diferencias en cuanto al rendimiento ajustado al riesgo de estas empresas. En cuanto al coeficiente beta, se puede ver como las empresas familiares presentan niveles menores de riesgo sistemático. Este riesgo es conocido también como no diversificable, y hace que los inversores busquen por empresas con niveles bajos de beta para acometer sus inversiones. En empresas familiares, Inditex presenta niveles de riesgo claramente menores que el mercado, al igual que Arcelor. No obstante, el resultado obtenido en Ferrovial muestra que sus valores son igual de arriesgados que el mercado en general (índice IBEX 35). Esto permite decir que las empresas familiares presentan escasa volatilidad en sus valores. En cuanto a las empresas no familiares, sus resultados indican que sus valores son igual de volátiles y

arriesgados que el mercado, ya que en los tres casos sus betas son próximas a 1, por lo que siguen la línea de Ferrovial.

Por último, el coeficiente R cuadrado ajustado nos muestra que en el caso de las empresas no familiares las variaciones en sus resultados están explicados por el índice IBEX 35. Por ejemplo, en el caso de Telefónica, el 58,2% de variación de sus retornos están explicados por la variación en los retornos globales del Ibex. Esto contrasta con Inditex, donde este porcentaje se reduce al 0,054%. No obstante, cabe destacar también que en este caso Ferrovial también muestra cifras similares a las empresas no familiares.

Podemos afirmar que las 3 empresas familiares de la muestra poseen un menor riesgo sistemático que las no familiares, por lo que pueden ser consideradas como una opción más estable de inversión y, por otro lado, que en el caso de las empresas familiares sus rentabilidades generadas están mejor explicadas por las rentabilidades del Ibex 35 que en el caso de los negocios no familiares.

#### **4. CONCLUSIONES**

La empresa familiar es la estructura de gobierno mayoritaria en nuestro país, de ahí su importancia en materia de empleo y aportación al PIB. Según los datos publicados por el Instituto de Empresa Familiar, en torno al 90% de las empresas de España son familiares. Por tanto, realizar un análisis del desempeño de la empresa familiar en los últimos años supone extraer conclusiones acerca de cómo la mayoría de empresas de nuestro país han afrontado la última crisis económica y la posterior recuperación.

El objetivo de este trabajo de fin de grado era el análisis de los factores de éxito de la empresa familiar desde una perspectiva financiera. Metodológicamente se realizó en primer lugar una presentación teórica del concepto de empresa familiar y sus puntos diferenciales frente a los negocios no familiares. El análisis se ha centrado en cómo las empresas han respondido a la crisis económica que comenzó en 2007, viendo en qué puntos de su política financiera han realizado variaciones significativas. Dado que analizar las empresas familiares por sí solas no permitía extraer conclusiones claras, el análisis se ha realizado comparando empresas familiares y no familiares.

El análisis del desempeño de las empresas familiares frente a las no familiares desde el año 2005 hasta 2017 ha permitido obtener diversas conclusiones acerca de las diferencias existentes en su funcionamiento.

Desde un punto de vista teórico, fruto de la investigación realizada en este trabajo se puede resaltar como diferentes académicos destacan la importancia de la orientación a largo plazo de las empresas familiares, considerada como la base de gran parte de sus políticas y decisiones. Asimismo, también destacan otros aspectos como el ser consideradas como una opción más estable de inversión en momentos de incertidumbre y su afán de expansión internacional a pesar de ser negocios familiares.

Desde un punto de vista cuantitativo, de acuerdo con nuestro estudio, vemos como las empresas familiares a través de su estructura financiera muestran una mejor preparación para responder a períodos de crisis económica, ya que los resultados muestran que no realizan variaciones significativas en la composición de sus balances para hacer frente a sus deudas. En el marco teórico se hacía mucho hincapié en la orientación a largo plazo del negocio, de cómo los propietarios de los negocios familiares, además del buen funcionamiento en el día a día de las empresas, muestran una gran preocupación por el

hecho de que la empresa quede en una buena situación cuando el descendiente se haga cargo de la misma. Esto hace que los negocios con estructura familiar apenas tengan que variar la manera de afrontar el pago de sus deudas, tanto a corto como largo plazo, mostrando niveles de liquidez constantes todos los años, sin grandes variaciones. Esto contrasta con las no familiares, donde al comenzar la crisis económica tuvieron que aumentar la cantidad de activos para hacer frente al pago de sus deudas.

En segundo lugar, vemos como las empresas familiares muestran una mejor respuesta a los períodos de crisis en cuanto a rentabilidad. Esto es una consecuencia derivada de su mejor preparación para contextos de recesión, que hace que el efecto de la misma sea menor en empresas que poseen propietarios familiares. La preferencia de los negocios familiares por la autofinanciación para financiar sus proyectos y operaciones hace que la autonomía financiera de estas sea mayor, ya que recurren en menor medida a las ampliaciones de capital y a préstamos que las empresas no familiares. Además, en el caso de empresas cotizadas, las familiares presentan un menor riesgo sistemático.

Por tanto, para concluir se puede afirmar que la perspectiva a largo plazo del negocio familiar hace que éste obtenga resultados mejores en períodos de crisis económica. Todas las operaciones del negocio buscan la continuidad en el largo plazo. Vemos que las empresas familiares poseen una estructura financiera constante durante todos los años del periodo de estudio. Esto confirma lo avanzado en el marco teórico, ya que los datos muestran que la empresa familiar es una opción más estable de inversión en el largo plazo. A pesar de que al invertir en un negocio no familiar la rentabilidad generada puede ser mayor en el corto plazo, a largo plazo las empresas familiares muestran una mayor solidez financiera que les permite adaptarse mejor a períodos de dificultades económicas.

No obstante, las circunstancias propias de un trabajo de fin de grado en lo que se refiere a tiempo y recursos, hacen que el mismo presente una serie de limitaciones. En primer lugar, la muestra está formada por 16 empresas, 8 familiares y 8 no familiares. En segundo lugar, el período de estudio abarca de 2005 a 2017. Un análisis más completo contaría con un número más amplio de empresas y un período de estudio ampliamente mayor. Así se podría analizar si en episodios de crisis económica vividos en el pasado el desempeño y las diferencias entre empresas familiares y no familiares fueron iguales. De cara a líneas

de investigación futuras, resultaría de interés ver cómo evoluciona el desempeño de estas empresas y poder ver un mayor número de estudios de la empresa familiar en sí.

Desde un punto de vista personal, este trabajo de fin de grado me ha aportado una gran cantidad de nuevos conocimientos sobre lo que es la empresa familiar y su importancia para nuestro país. Muchas veces se asocia la empresa familiar con un negocio tradicional, con poco alcance y pocos empleados. No obstante, como se puede ver en este trabajo, no sólo la mayoría de empresas en España son familiares, si no que muchas de ellas son empresas multinacionales, con un gran número de empleados y con afán internacional. Aspectos como la globalización y la apertura de mercados y de oportunidades nuevas de negocio en otros países hacen que las empresas busquen una diversificación geográfica de cara a tener presencia en diferentes mercados.

## 5. REFERENCIAS

- Araya, A. (Agosto de 2012). El proceso de sucesión en la empresa familiar y su impacto en la organización. *Tec Empresarial*, 6(2), 29-39.
- Blanco, V., de Quevedo, E., & Delgado, J. (Enero-marzo de 2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Revista española de financiación y contabilidad*, XXXVIII(141), 57-73.
- Chiner, A. (Cuarto trimestre de 2011). La necesidad de un buen gobierno de la familia en empresas familiares. *Universia Business Review*.
- Efe. (20 de Diciembre de 2012). FCC suprime el dividendo a cuenta de 2012 por la situación económica. *Expansión*.
- Gallizo, J. (2017). *Ratios de solvencia y rentabilidad en empresas familiares y PYMES*. Cátedra de Empresa Familiar de la Universidad de Lleida.
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (Enero-marzo de 2011). Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: evidencian empírica en España. *Revista española de financiación y contabilidad*, XL(149), 35-64.
- Herrera, J., Sánchez, G., & Larran, M. (Abril-junio de 2012). Una propuesta metodológica para el análisis de la eficiencia de las pequeñas y medianas empresas familiares. *Revista española de financiación y contabilidad*, XLI(154), 291-307.
- Instituto de Empresa Familiar. (2015). *Empresa familiar en España*.
- Instituto de Empresa Familiar. (2018). *Factores de competitividad y análisis financiero de la empresa familiar*.
- Miralles, J., Lisboa, I., & Miralles, M. (Julio-septiembre de 2012). Empresa familiar y bolsa: análisis de rentabilidad y estrategias de inversión. *Revista española de financiación y contabilidad*, XLI(155), 393-416.
- Puig, N., & Fernández, P. (Julio-Agosto de 2009). La internacionalización de la gran empresa familiar española: una perspectiva histórica. *ICE*.
- Quintana, J. (Segundo trimestre de 2005). La innovación en las empresas familiares. *CLM Economía*(7), 103-130.

- Quintana, J. (Noviembre- Diciembre de 2007). La intrnacionalización de la empresa familiar española. *ICE*, 839, 113-120.
- Tapiés, J. (2011). Empresa familiar: un enfoque multidisciplinar. *Universia Business Review*.
- Vázquez, N., & Gallizo, J. (2013). *Análisis de la financiación de la empresa familiar frente a la no familiar*. Cátedra de empresa familiar de la Universidad de Lleida.
- Vila, A., Sedano, M., Juan, A., & Lopez, A. (s.f.). *Correlación lineal y análisis de regresión*. UOC.
- Zuñiga, J., & Sacristan, M. (Segundo trimestre de 2009). Los directivos externos y la sucesión en la empresa familiar: un caso de estudio. *Universia Business Review*.