

Distribució de valor afegit en l'empresa familiar: expressió de la seva riquesa socioemocional

José Luis Gallizo Larraz

Director de la Càtedra d'Empresa Familiar de la Universitat de Lleida.

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

Rebut 6 novembre 2014; acceptat 15 novembre 2014

Resum

L'objectiu del treball és provar si les restriccions que estableix l'empresa familiar per preservar la seva riquesa socioemocional (SEW) provoquen tensions internes en la distribució del valor afegit i si aquestes perjudiquen els seus resultats.

La hipòtesi general és que els estils de gestió propis de l'empresa familiar, porten amb si pràctiques diferents d'assignació de rendes respecte a les empreses no familiars. Aquests diferents estils restringeixen en les empreses familiars l'objectiu de maximitzar el benefici a canvi d'obtenir un guany emocional. El nostre estudi es basa en una anàlisi realitzada sobre les sèries de repartiment de valor afegit, ja que a partir d'elles es pot observar les polítiques de conservació del capital i de retribució seguit per les empreses.

Els resultats de l'anàlisi factorial expressen que ser empresa familiar exerceix un efecte positiu en el factor tensió empresarial, i que tant la rendibilitat com el preu de les accions estan inversament relacionats amb els factors de tensió, per la qual cosa es pot deduir que la decisió de preservar la riquesa socioemocional en les empreses familiars posa en risc la seva rendibilitat i la cotització de les seves accions.

Classificació JEL: G32, G35, M10.

Paraules Clau: Empresa familiar, Distribució valor afegit, Riquesa socioemocional.

1. Introducció.

Hi ha una pregunta habitual quan s'estudia el comportament de les empreses familiars, aquesta és, saber si la presència de la família i la seva implicació en el negoci influeix en l'èxit o fracàs en termes de resultats i en comparació amb empreses no familiars.

En la cerca d'una resposta, s'han publicat nombrosos treballs que han obtingut una àmplia varietat de resultats. En tots els casos, d'una forma o una altra, s'han considerat

dos condicionants per a la seva anàlisi: primer, que en l'EF es pretén mantenir el control del negoci en mans d'un grup de persones que ostenten llaços familiars, i segon, que els seus propietaris estan decidits a garantir la continuïtat de l'empresa per a futures generacions.

Aquesta constant que té el seu origen en la voluntat de la família propietària, suposa una restricció en el seu finançament que no pateixen altres empreses. De tal manera que les EF veuen limitada la inversió a una xifra que permet el control als propietaris familiars sense excessiva exposició a riscos del seu patrimoni personal (Galve-Gorritz i Sales-Fumás, 2011).

Per tant, es pot pensar que aquesta restricció hauria d'amenaçar la seva supervivència tret que l'EF tingués algun avantatge, per la seva condició de ser-ho, que actués com a factor de compensació (Galve-Gorritz i Sales-Fumás, 2011). Certament, aquest avantatge existeix i ve a través de vincles personals i expectatives entre els agents econòmics de l'empresa que sustentats en aspectes psicològics, determinen un millor funcionament de l'EF (Schulze *et al.*, 2001).

Aquest conjunt d'elements intangibles, arriben a l'empresa familiar en forma de beneficis no econòmics que contribueixen a crear la seva riquesa socioemocional (SEW) (Berrone *et al.*, 2012).

De manera molt senzilla podem dir que la idea de riquesa socioemocional, SEW, suggereix que les empreses familiars estan normalment orientades a preservar els seus valors amb mesures no financeres, i dotacions afectives dels propietaris familiars que pretenen la continuïtat de l'empresa i de la seva reputació. Es tractaria d'un càlcul de pèrdues i guanys en SEW sobre la qual pivotaria, les principals eleccions estratègiques i decisions polítiques que prendrien les empreses controlades per famílies. (Berrone *et al.*, 2012).

Però com en qualsevol altra empresa, les familiars viuen situacions on convergeixen diferents interessos en conflicte, en els quals la gerència pren decisions de vegades esbiaixades o injustes per als seus stakeholders provocant reaccions en contra.

Recordem que la teoria de stakeholders defensa que l'empresa té múltiples objectius i que tots ells haurien de trobar-se en la satisfacció de les necessitats dels diversos agents (Freeman, 1999). Aquesta teoria requereix que la gerència identifiqui els seus propis objectius financers i els faci confluïr amb els desitjos de les diverses parts que sovint presenten conflictes d'interessos en l'empresa, com són, propietaris, empleats, bancs i la societat en general. D'acord amb aquesta visió, l'empresa hauria d'integrar als principals stakeholders en els seus plans estratègics i en els seus processos de presa de decisions (Jones 1995).

En el camp de l'empresa familiar, alguns autors han investigat sobre la relació entre la gestió basada en la teoria de stakeholders (Zellweger i Nason, 2008) i la més tradicional basada en els objectius dels propietaris (Mauri, 2006; Andrés, 2008). En qualsevol dels casos es reconeixen pressions per influir en les decisions de la gerència. Hi ha estudis que obtenen que les empreses familiars estan relativament aïllades de les pressions dels agents externs i interns, a causa de la forta posició que ostenta el propietari o director de l'empresa (Nordqvist, 2005). No obstant això, recerques recents indiquen que hi ha una

forta necessitat d'integrar i fer partícips de les decisions als diferents agents econòmics que contribueixen a la creació de valor (Miller *et al.*, 2012). Aquesta serà la millor manera de protegir i reforçar la riquesa socioemocional en l'empresa familiar buscant activament el recolzament dels stakeholders (Cennamo *et al.*, 2012).

El control, la cultura o l'experiència familiar són valors amb els quals compta l'empresa familiar (Astrachan i Klein, 2002). Els aporta la família a l'empresa i poden ser font d'avantatge competitiu ajudant a la creació de valor en les seves relacions amb els agents econòmics, però poden ser un desavantatge quan la determinació per aconseguir els seus objectius familiars no pecuniaris regeix les accions gerencials malgrat si aquests suposen un perjudici per a la companyia. De fet, la família està disposada a prendre decisions sense lògica econòmica, és a dir, posant a l'empresa en situació de risc, si fos necessari, per preservar els seus valors (Gómez-Mejía *et al.*, 2007)).

Per comprendre la influència d'aquestes relacions en la creació de valor econòmic en l'empresa familiar i les tensions internes que es produeixen quan la direcció de l'empresa introdueix modificacions en el repartiment de rendes, és necessari utilitzar un informe ad hoc, atès que els informes disponibles, com el compte de resultats, és insuficient ja que centra el seu interès en un només dels partícips, com són, els accionistes (Belkaoui, 1999).

En el nostre estudi aplicarem el concepte comptable de valor afegit utilitzat per *The Corporate Report* (ASSC, 1975) en la preparació de l'Estat de Valor Afegit (VAS). Aquest concepte aporta en l'actualitat un interessant enfocament social de generació i distribució de valor molt apreciat en el càlcul de l'acompliment en el desenvolupament de la Responsabilitat Social Corporativa, CSR accountability (Perera i Zicar, 2012). Per a una anàlisi de repartiment de rendes, l'estat de valor afegit és la millor manera de posar en un sol document i en la mateixa perspectiva els interessos dels diferents agents econòmics involucrats en la marxa de l'empresa. (Gallizo *et al.*, 2002).

Sobre la base del repartiment de valor afegit, provarem si l'estil de gestió dirigit a preservar la riquesa socioemocional (SEW) genera tensions entre els partícips del VA. Aquestes tensions poden ser tals, que posin en perill la continuïtat de l'empresa afectant a la rendibilitat i als preus de les accions de les empreses familiars.

L'article es completa de la següent manera: A l'apartat 2 s'analitzen els riscos de l'EF i la resposta de la gerència des del punt de vista financer. A l'apartat 3 es mostra el marc teòric de distribució de valor afegit. A l'apartat 4 veiem en l'EVA la manera en què l'empresa familiar protegeix la seva riquesa socioemocional a través de la distribució de rendes entre els seus partícips. Tot això per aplicar-ho a l'apartat 5, a un treball empíric, on analitzarem les sèries de repartiment de valor afegit i on provarem si les restriccions que estableix l'empresa familiar per preservar la seva riquesa socioemocional (SEW) provoquen tensions internes en la distribució del valor afegit i si aquestes perjudiquen els seus resultats. L'apartat 6 recull el resum i conclusions del treball.

2. Riscos limitats en l'empresa familiar.

El caràcter familiar de les empreses té raons emocionals i aconseguir l'objectiu de transferir el control de l'empresa a les futures generacions, és un assoliment que forma part dels beneficis no pecuniaris de l'empresari.

Per complir aquest objectiu final, l'empresari haurà de treballar amb riscos limitats. Les EF tenen menor palanquejament y menor risc, la qual cosa pot ser un desavantatge si es pretén una estructura de capital òptima. També és veritat que aquest menor risc pot beneficiar a l'EF, especialment en temps de recessió econòmica.

Hi ha autors que han citat referent a això, el grau de dedicació i compromís de la família cap a l'empresa, els coneixements per fer negocis, així com l'existència d'una cultura inimitable com a característiques que creen una font d'avantatges competitius, així per exemple, Chua *et al.* (1999), Habberson *et al.* (2003) sostenen que hi ha interaccions entre família i negocis que generen aquestes capacitats.

D'aquí sorgeix el potencial paradigma denominat riquesa socioemocional en el camp de l'empresa familiar (SEW) (Naldi *et al.*, 2013). Aquest paradigma emergeix com una extensió de la teoria de l'agència, en la qual el fonamental és que en les empreses es prenen decisions depenent de qui són els directors de les empreses, i en el cas de ser directors familiars, l'èmfasi del seu treball ho posen en actuacions dirigides a preservar la SEW.

La pregunta que sorgeix és com una EF preserva la SEW? Caldria comptar amb variables psicològiques entre altres, però, des del punt de vista financer, sens dubte s'aconseguiria aplicant les següents mesures:

- Assignar una baixa retribució al capital, és a dir, distribuint baixos dividendes als socis. (Romano *et al.*, 2000)
- Destinar els seus beneficis en major mesura a autofinançament (renovació i expansió d'actius) Mishra i McConaghy (1999)
- Restringir la seva inversió a uns límits que li permetin tenir el control sense massa exposició a riscos d'endeutament pel seu patrimoni personal. (Agrawal and Nagarajan, 1990; Gall i Vilaseca, 1996)
- Limitar l'entrada de socis externs per evitar perdre el control de decisió en la gestió. (Hamilton i Fox, 1998)

Però l'EF no es aliena al seu entorn i ha de gestionar les seves relacions amb els agents econòmics, els qui, al seu torn, poden influir en els objectius organitzacionals i veure's afectats pels seus assoliments (Freeman, 1999). Per al nostre treball, considerem els stakeholders involucrats en l'Estat de Valor Afegit, que són: Empleats (sous, salaris i altres prestacions), Aportants de capital (interessos i dividendes) i el Govern (impostos) a més del saldo de valor afegit que quedi per a reinversió i futura expansió. (Van Staden, 2003).

Sobre aquesta base, pretenem conciliar la teoria de stakeholders amb la conservació de la riquesa socioemocional d'una empresa familiar. Cal qüestionar-se si per preservar la SEW, l'EF reparteix el valor econòmic generat d'una forma diferent a com ho fan les ENF. Intentarem respondre a aquesta pregunta a través del concepte de valor afegit que delimitem en el següent apartat.

3. Distribució de valor afegit.

L'estabilitat i creixement de l'empresa dins de la societat depèn de la riquesa creada per ella, a través dels esforços col·lectius de tots els stakeholders-shareholders, aportants de capital aliè, capital propi, empleats i govern. Tots aquests agents formen part d'un tot interessat en la marxa del negoci als qui s'ha d'informar de les operacions. (Reichmann i Lange, 1981)

Vegem la manera en què el valor afegit es distribueix entre els grups principals dels seus beneficiaris. Oferim una representació algebraica de la relació entre la informació de pèrdues i guanys tradicional i la declaració de valor afegit.

A partir del Compte de Resultats, es té:

$$S - B - W - I - DP - T = E = DD + R$$

on,

S = vendes netes

B = compres de béns i serveis

W = sous i salaris

I = interessos de préstecs

DP = amortització

T = impostos

I = beneficis

DD = dividendes

R = beneficis retinguts

Sobre aquesta equació, obtenim el valor afegit brut (VA) que pot representar-se com:

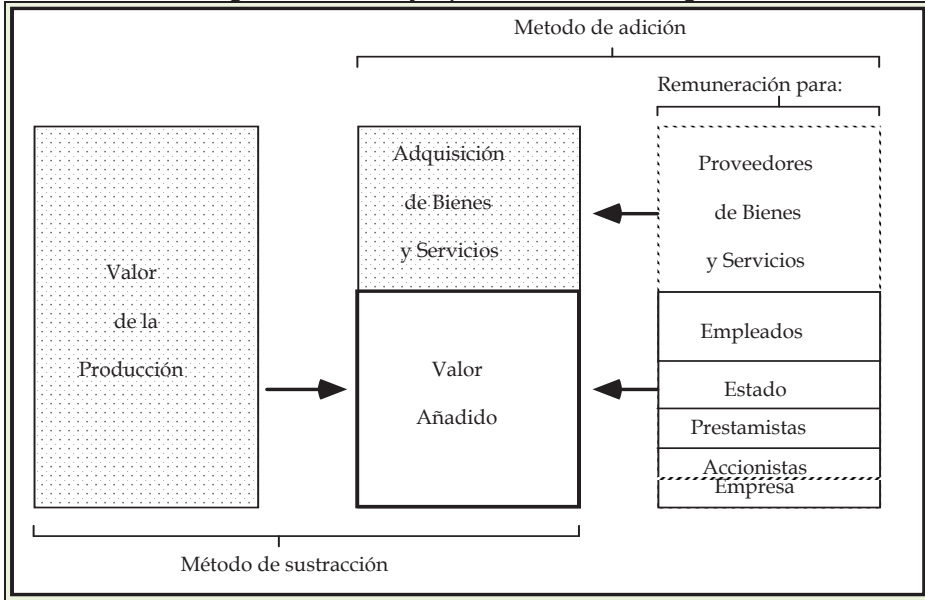
$$VA = S - B = W + I + DP + T + DD + R$$

On es determina el valor afegit i la seva distribució entre els components que han contribuït a la seva formació (Gallizo *et al.*, 2002). Veure Figura 1.

Per a comunicar una informació com aquesta de repartiment de rendes, tradicionalment s'han utilitzat les dades del compte de pèrdues i guanys, que manejats convenientment, podien satisfer aquesta necessitat. En els últims anys, s'observa cert interès en la incorporació d'un estat de valor afegit en el sistema d'informació financera, capaç d'aportar un desenvolupament tècnic més ampli a entitats interessades en transmetre una nova dimensió de la responsabilitat social de l'empresa (RSE).

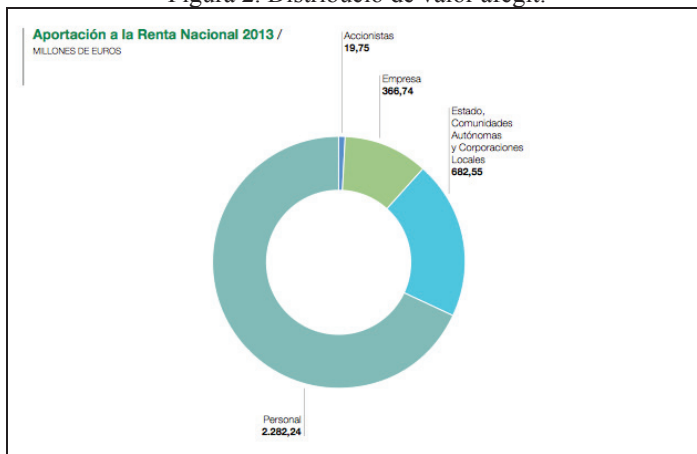
Aquesta tendència ha arribat també a les empreses de capital familiar, en un intent de millorar les seves relacions amb els agents econòmics a través de models d'informació de RSE, que aporten estats comptables de valor afegit.

Figura 1. Obtenció y repartiment del valor afegit.



No s'ha de perdre de vista que quan l'EVA s'inclou en l'Informe Anual, sense existir obligació per a fer-ho, és perquè respon a estratègies establertes per l'empresa familiar en la revelació d'informació voluntària (Gómez-Mejía *et al.*, 2014). Una il·lustració d'aquest fet pot veure's en la Figura 2, on es reproduceix la distribució de valor afegit de El Corte Inglés extret del seu Informe Anual.

Figura 2. Distribució de valor afegit.



De la Figura 2 es dedueix el desig de mostrar la importància de la companyia en el conjunt de l'economia, volent donar a entendre el rellevant pes específic que representa la seva activitat en termes de renda nacional.

Addicionalment, l'empresa aconsegueix transmetre, d'un cop d'ull, la seva decisió, com a empresa familiar que és, de retenir beneficis per a autofinançament per sobre del repartiment de dividendes, i d'altra banda, la voluntat de remunerar en major proporció al personal que a altres partícips.

4. L'EVA mostra com l'empresa familiar cuida la seva riquesa socioemocional.

Els comportaments i estratègies que es desenvolupen en l'empresa, la seva relació amb l'entorn o l'estructura de la propietat, defineix la cultura empresarial, un concepte de coneixement organitzatiu de l'empresa i de la seva forma d'enfrontar-se i respondre a l'entorn (Schein, 1997).

En la seva relació amb els agents que contribueixen a la creació de valor econòmic, les EF tenen una cultura comuna que es concreta en un comportament diferent del seguit per les ENF. Segons la teoria de l'agència de Fama *et al.* (1983) les EF suporten menys costos d'agència en termes de conflicte d'interessos, entre les parts que intervenen en l'empresa, que les no familiars, i per tant, són més eficients. Vegem les particularitats que s'observen en el repartiment de valor afegit per a cadascun dels partícips.

a. Treballadors.

Hi ha evidència que les EF tenen fort compromís amb la qualitat de vida i benestar dels seus empleats. De fet, s'ha comprovat que la presència de propietat familiar en una empresa, disminueix la probabilitat que hi hagi retallades de plantilla. (Stavrou i Swiercz, 1998). Els directius de les EF en la seva relació amb els empleats són més propers en el seu tracte personal, així que, la influència de la família en l'empresa genera avantatges competitiu per a l'empresa familiar (Davis, 1983).

D'altra banda, les pràctiques retributives de les EF es fonamenten més en recompenses no monetàries i en la permanència de l'empleat en l'empresa, que en atorgar complements econòmics (Gómez-Mejia *et al.*, 2003). Hi ha resultats que indiquen que els propietaris familiars es preocupen més per la seva reputació de responsabilitat social que els de ENF i aquesta preocupació els porta a evitar acomiadaments nombrosos (Block, 2010).

Per tant, s'espera que en època de crisi, quan el valor afegit es contreu, les EF no redueixin plantilla com una de les prioritats de l'ajust de costos, sinó que mantinguin els llocs de treball i que suportin major despesa de personal sobre valor afegit que les ENF.

b. Accionistes.

Les estructures financeres de les empreses familiars posseeixen uns trets distintius que les caracteritzen enfront de les no familiars. S'observa una jerarquia pròpia en les seves preferències de finançament sent més adverses al risc i mantenint polítiques de dividendes restrictives (Romano *et al.*, 2000).

En èpoques de crisis, els propietaris familiars reclamen menys dividendes per evitar recórrer a fonts de finançament i així seguir amb el control de l'empresa.

c. Aportants de capital aliè, bancs.

En recerques prèvies, s'ha comprovat que les EF estan menys endeudades que les ENF posat que tendeixen a preferir l'autofinançament i la reinversió de beneficis (Corbetta, 1995). En particular, les EF posseeixen menys deute a llarg termini i per tant posseeixen

menys càrrega financera (McConaughy *et al.*, 2001). Per aquest motiu suportarien la crisi amb menors despeses financeres.

En aquest apartat, cal afegir que les EF tenen menor cost de finançament del deute, ja que tenen estructures d'incentius que donen lloc a un menor nombre de conflictes d'agència entre la propietat i els bancs (Anderson i Reeb, 2003). No obstant això, s'ha comprovat que la relació entre la intensitat bancària i el cost del deute es manté només en el cas que el gerent sigui familiar. Quan l'empresa es professionalitza, es perd aquesta importància com a mitjà per influir en el cost del finançament (Durendez *et al.*, 2012).

En definitiva, és d'esperar que les EF dediquin menors imports de valor afegit a remunerar al capital aliè del que ho faran les ENF.

d. L'Estat.

Les empreses contribueixen a través dels impostos al sosteniment de la comunitat en general, i aquesta és una altra part de valor afegit distribuït. D'entrada no existeix un avantatge fiscal pel fet de ser una empresa familiar, no obstant això, sí que és comú als països europeus disposar d'exempcions per reinversió que són favorables a les empreses familiars, a causa de la seva tendència a reinvertir beneficis en lloc de repartir dividendes. Un altre tipus d'incentius, com deduccions addicionals en R+D, o incentius per realitzar despeses de formació professional en el cas de l'empresari i familiars que treballin en l'empresa, o reduccions del tipus de gravamen per reduïda dimensió, poden ser alguns incentius que beneficiïn en major mesura a les EF, encara que no pot afirmar-se que a cap país de la UE existeixin incentius selectius per a les empreses familiars. (Portillo *et al.*, 2012).

D'altra banda, les administracions públiques locals recolzen amb incentius la presència d'EF per l'arrelament que mantenen a la seva àrea geogràfica d'origen, allunyant-se de fenòmens de deslocalització (outsourcing) (Lewin i Peeters, 2006).

e. La pròpia empresa.

Les EF tenen una forta inclinació a la retenció de beneficis, per això presenten en els seus balanços un patrimoni net més fort que les seves contraparts ENF. Anderson i Reeb (2003).

Certament, les relacions familiars reforcen la cohesió i confiança entre els socis i entre els treballadors; incrementen el nivell de compromís per desenvolupar el projecte empresarial, ja que l'èxit de l'empresa també intensifica la reputació de la família que l'ha creat [Lyman (1991) i Brokaw (1992)]; i allarguen l'horitzó temporal en la presa de decisions, ja que s'espera que les futures generacions continuaran amb el compromís d'aconseguir una major prosperitat per a l'empresa que han rebut dels seus antecessors [Galve-Gorri i Sales-Fumás, 2011).

No obstant això, en les EF es donen situacions de tensió. Així en empreses cotitzades, la crisi provoca demandes d'accionistes que desitgen seguir percebent els seus dividendes i treballadors que s'oposen a retallades en les nòmines o en les plantilles. L'efecte dels conflictes, pot reflectir-se en la cotització de les accions. En les crisis econòmiques augmenten els problemes laborals, vagues i aturs. Es suposa que en EF les situacions de conflictes seran menors. La teoria financera indueix a creure en un major alineament

dels interessos dels accionistes i de la gestió d'empreses amb pocs accionistes com són les EF i aquesta alineació, quan existeix, hauria de reduir els problemes d'agència i millorar els resultats operatius i la rendibilitat al mercat. (McConaughy *et al.*, 2001).

Juntament amb els anteriors conflictes externs, pot haver-hi altres interns que generin tensions en l'empresa familiar. Sorgeixen davant la presa de decisions estratègiques de l'empresa. Així, davant un projecte d'inversió, es debatrà internament, la decisió d'endeutar-se per créixer, enfront del desig de no fer-ho i esperar a generar autofinançament. La qual cosa fa pensar en l'existència d'una tensió interna sorgida en el si de l'empresa que tindrà la seva expressió en el repartiment del valor afegit i que pretenem formalitzar mitjançant un estudi empíric.

5. Estudi empíric.

L'objectiu de l'estudi és provar si les restriccions que estableix l'empresa familiar per preservar la seva riquesa socioemocional (SEW) provoquen tensions internes en la distribució del valor afegit i si aquestes perjudiquen els seus resultats. És una línia de treball iniciada per Gómez-Mejía i col·laboradors i ha estat desenvolupada en successives publicacions. En un d'ells, Cennamo *et al.* (2012), brinden una direcció de recerca futura, que consisteix en trobar una validació empírica del seu contingut teòric.

En el present treball volem comprovar, des d'una perspectiva empírica el contingut teòric del constructo SEW, que analitzarem des de l'òptica de l'empresa familiar com a distribuïdora de rendes.

Mesurarem la tensió empresarial que es produeix en el si de les empreses observada des del repartiment de valor afegit, distingint el seu caràcter d'EF i ENF, (2005-2012)

Es podria creure que les EF contraresten la tensió que es genera en la distribució de rendes en el si de l'empresa, amb els efectes positius de la SEW en les relacions amb els seus agents. No obstant això, no s'han d'oblidar els conflictes propis de les EF, amb conflictes entre els qui ocupen posicions de responsabilitat en la direcció (CEO) i la resta de familiars-accionistes, que facin que aquesta tensió pugui.

5.1. Mostra.

Hem obtingut de la base SABI un total de 136 empreses familiars i no familiars cotitzades en la Borsa de Madrid, amb dades de 8 períodes de 2005-2012.

Són empreses cotitzades, entre altres raons, perquè hi ha estudis que afirmen que les EF poden tenir més alt valor de mercat que les ENF (McConaughy *et al.*, 2001) permetent-nos veure com influeix la tensió empresarial en el preu de les accions.

S'han eliminat de l'estudi les combinacions any-empresa pels quals els percentatges de repartiment de valor afegit superen en valor absolut el 300%, en considerar que aquests percentatges es deuen a casos anòmals. Un estudi de sensibilitat utilitzant percentatges més baixos de selecció no va revelar diferències substancials en els resultats obtinguts. Al final, el nombre total d'empreses analitzades ha estat de 105 i el nombre total d'observacions ha estat de 706.

5.2. Anàlisi d'evolució.

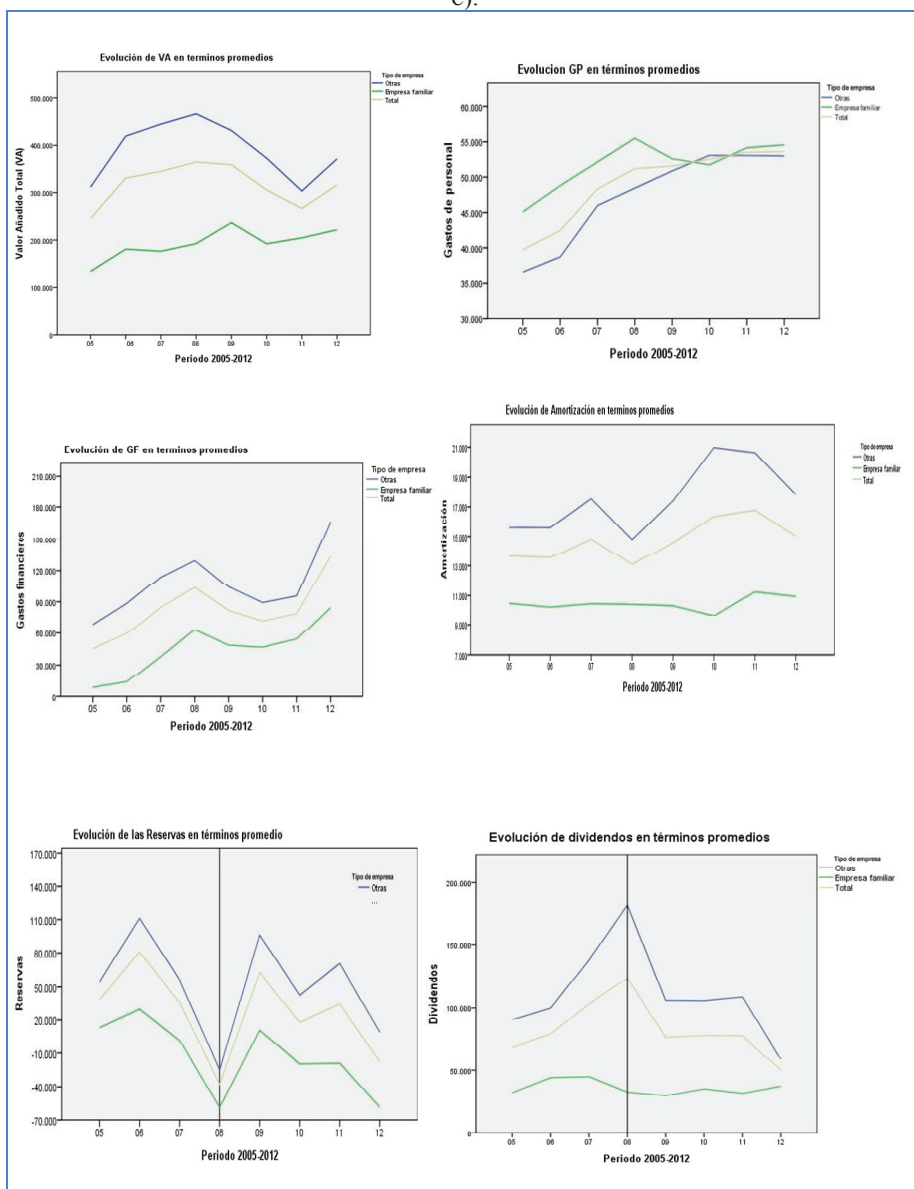
S'ha realitzat una anàlisi d'evolució en termes mitjans de les principals variables de distribució de valor afegit segons el tipus d'empresa i per sectors.

Aquesta anàlisi demostra de forma inequívoca que per al període 2005-2012 existeix un punt d'inflexió en el comportament de les variables dels resultats empresarials. En la Figura 1 es poden observar els gràfics d'aquesta evolució segons tipus d'empresa (familiar o no) abans i després de l'any 2008 coincidint amb la crisi financera global i els ajustos en el sector de la construcció. La pauta general per al període entre 2005 i 2007 és el increment de VA, i a partir del 2008 s'observa un comportament irregular de les variables. L'evolució del VA demostra una disminució lenta però contínua en el sector industrial, sent aquest comportament més irregular en el sector dels serveis, i es caracteritza per baixades i pujades pronunciades sense que obeeixi a una pauta clara en el sector de construcció.

A partir del 2008, sense distinció entre tipus d'empresa, també es produeix una caiguda brusca en les variables en les quals es distribueix el VA, demostrant empitjorament de despeses de personal i financers. En aquest any les reserves de les empreses estan en nivells molt baixos dificultant enormement el seu autofinançament. No obstant això, hi ha un increment en el repartiment de dividendes, sent aquest repartiment molt més moderat i estable per a les empreses familiars. Seguir pagant dividendes quan no es genera suficient VA suposa no solament utilitzar les reserves de l'empresa, sinó prendre decisions de repartiment del VA en favor de dividendes i en detriment de creació de reserves, amb el consegüent increment d'endeutament que es revela en un increment important de les despeses financeres (capital aliè) en els anys posteriors al 2008.

S'observa una tímida recuperació dels costos laborals a partir del 2010 per a l'empresa de tipus familiar, i un increment important en les despeses financeres sense que hi hagi una diferència entre empresa familiar o no en aquest últim (veure Figura 3).

Figura 3. Evolució del Valor Afegit i els seus components en termes mitjans (milers de €).



5.3. Anàlisi factorial.

Per obtenir les combinacions lineals que expliquin la major part de la variació total de les sèries de percentatges de distribució de valor afegit, apliquem una anàlisi factorial utilitzant el mètode de components principals i una rotació oblimin. Mitjançant el criteri Kaiser extraïem dos factors que hem denominat tensió empresarial i tensió financera.

Hi ha dos factors que expliquen el 70,25% de la variació total. El primer, al que hem denominat Tensió Empresarial (ET), recull el comportament oposat del percentatge de Despeses de Personal enfront del percentatge dedicat a Dividends. El segon factor, denominat Tensió Financera (TF), oposa el percentatge de Despeses financeres enfront del percentatge dedicat a Reserves, el comportament de les quals és clarament oposat.

La correlació entre els dos factors (0,184) és significativament positiva mostrant l'existència d'una tendència al fet que una empresa que tingui tensió empresarial sol tenir associada una major tensió financera i viceversa.

Taula 1. Matriu de correlacions de components.

Component	1	2
1	1,000	,184
2	,184	1,000

Taula 2. Matriu de coeficients per al càlcul de les puntuacions en les components.

	Component	
	1	2
100*Despeses_Personal/Valor Afegit	,491	,027
100*Despeses_Financeres/Valor Afegit	-,104	-,565
100*Amortització/Valor Afegit	,416	,034
100*Despeses_Reserves/Valor Afegit	-,123	,494
100*Dividends/Valor Afegit	-,368	,041

El factor Tensió Empresarial identificat oposa la remuneració dels accionistes que desitgen seguir percebent els seus dividends, enfront de les nòmines dels treballadors que no admeten retallades en els sous o en les plantilles.

S'observa que és en les Empreses Familiars on els socis perden major participació en dividends en favor del manteniment de les despeses de personal.

Obtenim els majors nivells de tensió en les empreses del sector indústria i del sector serveis i, dins d'aquestes, en les empreses familiars per la major separació dels percentatges de despeses de personal pel que fa als percentatges de dividends (Figura 4).

S'extreu un segon factor, que indica tensió financera davant la decisió d'endeutar-se per créixer i suportar despeses financeres, enfront del desig de retenir beneficis. Observem, igual que Masulis (1988) que els CEO familiars prefereixen menys endeutament que els accionistes amb la finalitat de reduir el risc de la seva inversió no-diversificada en la companyia (Figura 5).

Figura 4. Factor Tensió Empresarial per sectors.

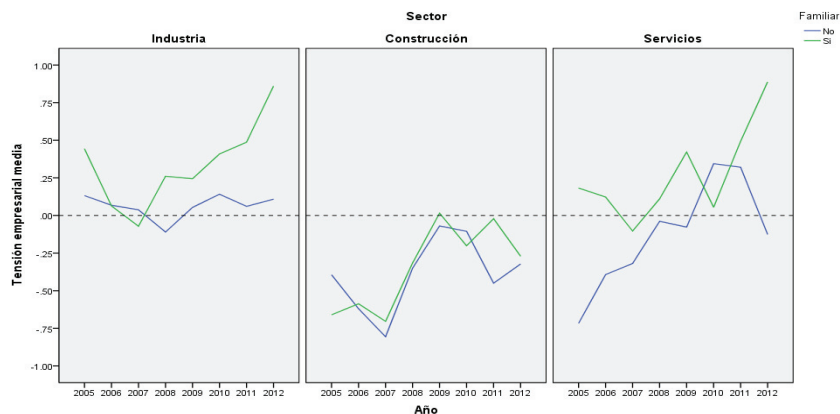
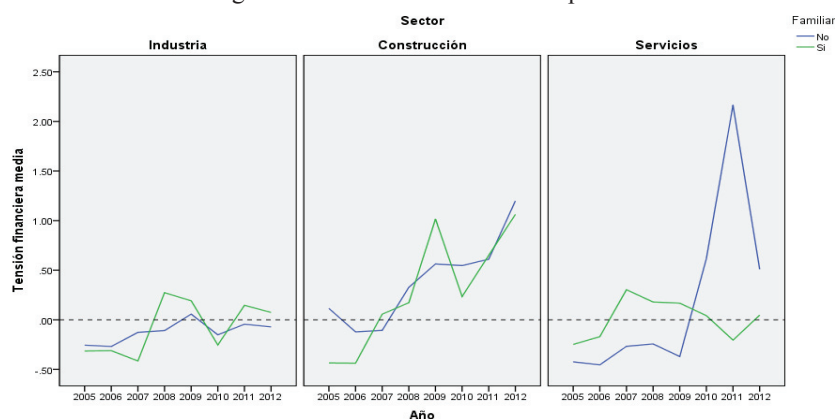


Figura 5. Factor Tensió Financera por sectors.



Els majors nivells de tensió financera corresponen a les empreses del sector de la construcció, sobretot a partir de l'any 2008. No s'aprecien diferències sistemàtiques entre les empreses familiars i no familiars, i crida l'atenció l'alt nivell de tensió en les empreses no familiars del sector serveis a partir de l'any 2010 per l'alt grau de creixement de les seves despeses financeres i el seu baix nivell de reserves.

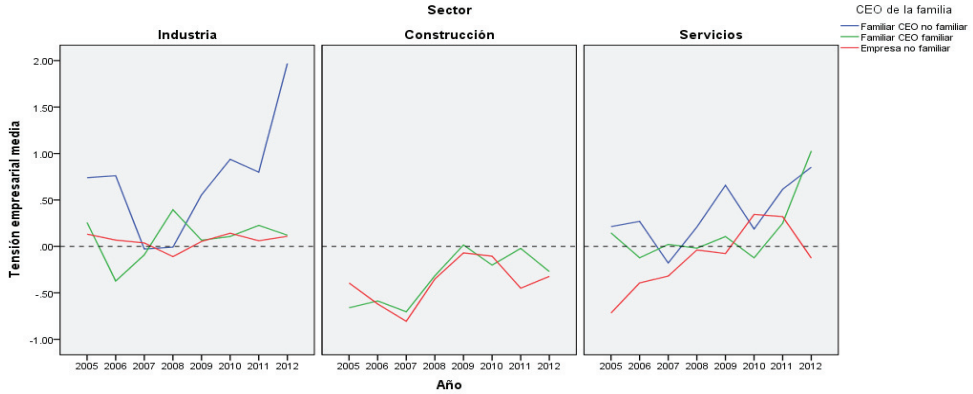
TENSIÓ FINANCERA TENINT EN COMPTE EL TIPUS DE CEO

S'aprecia que en el sector indústria els majors nivells de tensió financera corresponen a les empreses familiars amb CEO no familiar, seguit per les empreses no familiars, sent les empreses familiars amb CEO familiar les que menors nivells de tensió financera suporten. Per contra en les empreses del sector serveis, les empreses familiars amb CEO no familiar són les que menors nivells de tensió tenen distingint-se dos períodes clarament diferenciats: de 2005 a 2009 els majors nivells de tensió financera corresponen a les empreses familiars amb CEO familiar, mentre que en el període 2010 a 2012 són les empreses no familiars les que majors nivells de tensió suporten.

S'aprecia que els majors nivells de tensió empresarial corresponen a les empreses familiars on el seu CEO no és de la família, sobretot en el sector indústria a partir de

l'any 2009 a causa d'un creixement elevat del percentatge de despeses de personal. Per sectors es mantenen els patrons comentats anteriorment (Figura 6).

Figura 6. Factor Tensió Empresarial amb CEO familiar.

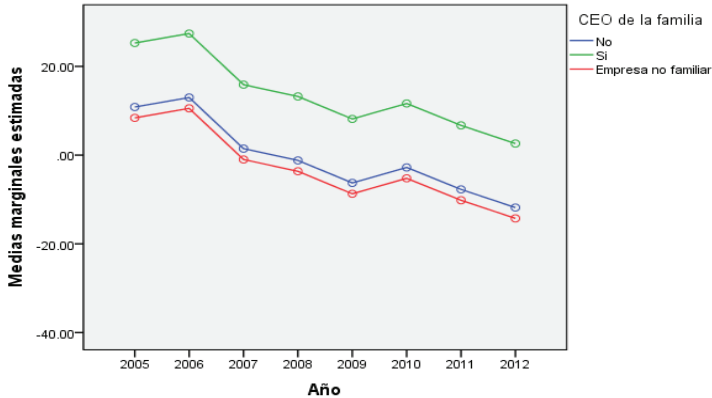


REGRESSIÓ PREUS SOBRE VARIABLES AMB TENSÍO EMPRESARIAL I FINANCERA

S'observa que les empreses amb CEO que és de la família tendeixen a ser més valorades pel mercat, mentre que les empreses del sector serveis tendeixen a ser valorades pitjor una vegada controlem per la resta de les variables i el temps.

Figura 7. Influència del CEO familiar en preservar la riquesa.

Medias marginales estimadas de $100 \cdot \text{Gastos_Reservas/Valor Añadido}$ en Sector = Servicios



Las covariables que aparecen en el modelo se evalúan en los siguiente valores: $\text{Ln}(\text{Total Activo}) = 13.3938$, $\text{ROA} = .066406$, $\text{Precios fin de año} = 19.0475$, $100 \cdot \text{Deuda_Coste/TotalActivo} = 35.6205$, $\text{Antigüedad} = 44.36$

Els signes de la regressió són els esperats, sent les empreses amb baixos nivells de tensió financera, major grandària (la qual va lligada a un menor nivell de tensió empresarial), menors ràtios de deute i majors ràtios de rendibilitat les que tendeixen a ser millor valorades pel mercat. Per anys els preus van ser més alts entre 2005 i 2007 per després baixar a partir de l'any 2008.

6. Conclusions.

Sota la presumpció que preservar la riquesa socioemocional de l'empresa familiar és un objectiu per les EF, hem volgut comprovar el seu efecte en els resultats.

Amb aquesta finalitat, hem analitzat els percentatges de repartiment de valor afegit en les EF i ENF, i comprovat si les decisions basades en SEW, milloren o posen en perill els resultats, la qual cosa requereix delimitar els factors que condicionen el impacte d'aquestes decisions.

Mitjançant el mètode de components principals hem obtingut 2 factors que hem denominat: Tensió empresarial i Tensió financera, així mateix hem analitzat l'efecte de les covariables sobre els factors oposats.

Els resultats més rellevants es podrien resumir en què ser Empresa Familiar exerceix un efecte positiu en el factor Tensió Empresarial (ET), la qual cosa suposa que si augmenten les despeses de personal disminueixen els dividends distribuïts i viceversa. Sobre aquest factor obtenim que els menors nivells de tensió empresarial estan en les ENF. L'empresa familiar demostra un fort compromís amb els seus empleats amb una ocupació més estable, fins i tot en els anys de crisi.

D'altra banda, els majors nivells de Tensió Financera corresponen a les empreses del sector de la construcció sobretot a partir de l'any 2008.

En el factor Tensió Financera, no s'aprecien diferències significatives sistemàtiques entre les empreses familiars i no familiars, i crida l'atenció l'alt nivell d'aquest factor en les empreses no familiars del sector serveis a partir de l'any 2010 per l'alt grau de creixement de les seves despeses financeres.

Hem comprovat que en EF industrials quan el CEO no és de la família, la tensió financera és més alta que en aquelles que tenen un CEO membre de la família.

Respecte al interès dels resultats en quant als 2 factors obtinguts i la seva influència en la rendibilitat (ROA) i els preus de les accions, podem concloure que, en incorporar les covariables en el model, obtenim que tant la rendibilitat, com el preu de les accions, estan inversament relacionades amb els factors de tensió.

La conclusió anterior suposa que la condició de ser empresa familiar exerceix un efecte positiu en el factor tensió empresarial, per la qual cosa la decisió de preservar la SEW en època de crisi, 'posa en risc' la rendibilitat i la cotització de les accions de l'empresa.

Bibliografia:

- Anderson, R. i Reeb, D.V. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt". *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp.263-285.
- Andres, C. (2008). "Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership". *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp.431-445.
- Agrawal, A. i Nagarajan, N.J. (1990). "Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case of All-equity Firms." *The Journal of Finance*, 45(4), pp.1325-1331.

- Astrachan, J.H. i Klein S. B. (2002) "The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem". *Family Business Review*, 15(1), pp.45-58.
- ASSC (1975). "*The Corporate Report*". London. Accounting Standards Steering Committee.
- Belkaoui, A. (1999) "Net Value Added and Earnings Determination," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13, pp.393-399.
- Berrone, C.; Cruz, C. i Gomez-Mejia (2012). "Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research". *Family Business Review*, 25(3), pp.258-279.
- Block, J. (2010). "Family management, family ownership, and downsizing: Evidence from S&P 500 firms". *Family Business Review*, 23(2), pp.109-130.
- Brokaw, L. (1992). "Why family businesses are best". *Inc.*, 14(3), pp.72-81.
- Cennamo, C.; Berrone, P.; Cruz, C. i Gomez-Mejia, L. (2012). "Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders". *Entrepreneurship Theory and Practice*, nov., pp.1042-2587.
- Corbetta, G. (1995). "Patterns of development of family business in Italy". *Family Business Review*, 8(4), pp.255-265.
- Chua, J.H.; Chrisman, J. i Sharma, P. (1999). "Defining the family business by behavior". *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), pp.19-39.
- Davis, P. (1983). "Realizing the potential of family business". *Organizational Dynamics*, 12, pp.47-56.
- Durendez, A.; Hernandez, G.; Madrid, A., i Ramón, M.C. (2012). "Relaciones bancarias y coste de la deuda en la pequeña y mediana empresa familiar". *El éxito de la empresa familiar*, cap. 4; pp.121-150 Civitas-Thomson Reuters.
- Fama, E.F. i Jensen, M.C. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Freeman, R.E. (1999). "Divergent stakeholder theory". *Academy of Management Review*, 24(2), pp.233-236.
- Gallizo, J.L.; Gargallo, P. i Salvador, M. (2002). "Sharing Wealth: Evidence from Financial Ratios in Spain". *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(3), pp.214-234.
- Gallo, M.A. i Vilaseca, A. (1996). "Finance in Family Business". *Family Business Review*, 9(4), pp.387-401.
- Galve-Górriz, C. i Salas-Fumás, V. (2011). "Family ownership and firm performance: the net effect of productive efficiency and growth constraints". *Innovar*, 21(40), pp.155-170.
- Gómez-Mejia; L.; Larraza, M. i Makri;M. (2003). "The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations". *Academy of Management Journal*, 46(2), pp.226-237.
- Gomez-Mejia, L.R.; Haynes, K.; Núñez-Nickel, M.; Jacobson, K., i Moyano-Fuentes, J. (2007). "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills". *Administrative Science Quarterly*, 52(1), pp.106-137.
- Gomez-Mejia, L.; Cruz, C. i Imperatore, C. (2014). "Financial Reporting and the Protection of Socioemotional Wealth in Family-Controlled Firms". *European Accounting Review*, 23(3), pp.387-402.

- Habberson, T.G.; Williamms, M. i McMillan, I.C. (2003). "A unified systems perspective of family firm performance". *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp.451-465.
- Hamilton, R. i Fox, M. (1998). "The financing preferences of small firm owners". *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 4(3), pp.239-248.
- Jones, T.M. (1995). "Instrumental Stakeholders Theory: A Synthesis of Ethics and Economics". *Academy of Management Review*, 22(2), pp.404-437.
- Lewin, A.Y. i Peeters, C. (2006). "The top-line allure of offshoring". *Harvard Business Review*, 84(3), pp.22-24.
- Lyman, A. R. (1991). "Customer service: does family ownership make a difference?". *Family Business Review*, 4(3), pp.303-324.
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations". *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp.321-341
- McConaughy, D.L.; Matthews,C.H. i Fialko, A.S. (2001). "Founding Family Controlled Firms: Efficiency, Risk and Value", *Journal of Small Business Management*, 39(1), pp.31-49.
- Miller, D.; Le Breton-Miller, I. i Lester, R.H. (2012). "Family firm governance, strategic conformity and performance: Institutional versus strategic perspectives". *Organization Science*, 24(1), pp.189-209.
- Mishra C.S. i McConaughy, D.L. (1999). "Founding Family Control and Capital Structure: the Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt". *Entrepreneurship. Theory and Practice*, 23(4), pp.53-64.
- Naldi,L.; Cennamo, C.; Corbetta; G. i Gomez-Mejia, L. (2013). "Preserving Socioemotional Wealth in Family Firms: Asset or Liability? The Moderating Role of Business Context". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), pp.1341-1360.
- Nordqvist, M. (2005). "Familiness in Top Management Teams: A Commentary", *Entrepreneurship Theory & Practice*, 29(3), pp.285-292.
- Perera, L. i Zicari, A. (2012). "Value-added reporting as a tool for sustainability: a Latin American experience". *Corporate Governance*, 12(4), pp.485-498.
- Portillo, M.J.; Sánchez, G. i García, J.J. (2012). "Planificació fiscal de la empresa familiar: un anàlisi desde la perspectiva del *familiness*. *El èxito de la empresa familiar*". Civitas, Thomson Reuters. Cap. 5, pp.151-181.
- Reichmann, T. i Lange, C. (1981). "The Value Added Statement as Part of Corporate Social Reporting". *Management International Review*, 21(4), pp.17-22.
- Romano, C. A.; Tanewski, G. A. i Smyrnios, K. X. (2000). "Capital structure decision making: A model for family business". *Journal of Business Venturing*, 16(3), pp.285-310
- Schein, E. (1997). "*Organizational Culture i Leadership*", San Francisco, CA, Jossey- Bass.
- Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H.; Dino, R.H. i Buchholz, RA. (2001). "Agency relationship in family firms: Theory and evidence". *Organization Science*, 12(2), pp.99-116.
- Stavrou, E. i Swiercz, P. (1998). "Securing the future of the family enterprise: A model of offspring intentions to join the business". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(2), pp.19-39.
- Van Staden, C.J. (2003). "The relevance of theories of political economy to the understanding of financial reporting in South Africa: the case of value added statements". *Accounting Forum*, 27(2), pp.224-245.

- Zellweger, T.M. i Nason, R.S. (2008). “A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance”. *Family Business Review*, 21(3), pp.203-216.