

Distribución de valor añadido en la empresa familiar: expresión de su riqueza socioemocional

José Luis Gallizo Larraz

Director de la Cátedra de Empresa Familiar de la Universidad de Lleida.

* Correo de contacto: gallizo@aefern.udl.cat

Recibido 6 noviembre 2014; aceptado 15 noviembre 2014

Resumen

El objetivo del trabajo es probar si las restricciones que establece la empresa familiar para preservar su riqueza socioemocional (SEW) provocan tensiones internas en la distribución del valor añadido y si estas perjudican sus resultados. La hipótesis general es que los estilos de gestión propios de la empresa familiar, llevan consigo prácticas diferentes de asignación de rentas respecto a las empresas no familiares. Esos diferentes estilos restringen en las empresas familiares el objetivo de maximizar el beneficio a cambio de obtener una ganancia emocional. Nuestro estudio se basa en un análisis realizado sobre las series de reparto de valor añadido, puesto que a partir de ellas se puede observar las políticas de conservación del capital y de retribución seguido por las empresas. Los resultados del análisis factorial expresan que ser empresa familiar ejerce un efecto positivo en el factor tensión empresarial, y que tanto la rentabilidad como el precio de las acciones están inversamente relacionados con los factores de tensión, por lo que se puede deducir que la decisión de preservar la riqueza socioemocional en las empresas familiares pone en riesgo su rentabilidad y la cotización de sus acciones.

Clasificación JEL: G32, G35, M10.

Palabras Clave: Empresa familiar, Distribución valor añadido, Riqueza socioemocional.

1. Introducción.

Hay una pregunta habitual cuando se estudia el comportamiento de las empresas familiares, esta es, saber si la presencia de la familia y su implicación en el negocio influye en el éxito o fracaso en términos de resultados y en comparación con empresas no familiares.

En la búsqueda de una respuesta, se han publicado numerosos trabajos que han obtenido una amplia variedad de resultados. En todos los casos, de una forma u otra, se han

considerado dos condicionantes para su análisis: primero, que en la EF se pretende mantener el control del negocio en manos de un grupo de personas que ostentan lazos familiares, y segundo, que sus propietarios están decididos a garantizar la continuidad de la empresa para futuras generaciones.

Esa constante que tiene su origen en la voluntad de la familia propietaria, supone una restricción en su financiación que no padecen otras empresas. De tal modo que las EF ven limitada la inversión a una cifra que permite el control a los propietarios familiares sin excesiva exposición a riesgos de su patrimonio personal (Galve-Gorritz y Salas-Fumás, 2011).

Cabe por tanto pensar que, esa restricción debería amenazar su supervivencia a no ser que la EF tuviera alguna ventaja, por su condición de serlo, que actuara como factor de compensación (Galve-Gorritz y Salas-Fumás, 2011). Ciertamente esa ventaja existe y viene a través de vínculos personales y expectativas entre los agentes económicos de la empresa que sustentados en aspectos psicológicos, determinan un mejor funcionamiento de la EF (Schulze *et al.*, 2001).

Ese conjunto de elementos intangibles, llegan a la empresa familiar en forma de beneficios no económicos que contribuyen a crear su riqueza socioemocional (SEW) (Berrone *et al.*, 2012).

De manera muy sencilla podemos decir que la idea de riqueza socioemocional, SEW, sugiere que las firmas familiares están normalmente orientadas a preservar sus valores con medidas no financieras, y dotaciones afectivas de los propietarios familiares que pretenden la continuidad de la empresa y de su reputación. Se trataría de un cálculo de pérdidas y ganancias en SEW sobre la que pivotaría, las principales elecciones estratégicas y decisiones políticas que tomarían las empresas controladas por familias. (Berrote *et al.*, 2012).

Pero como en cualquier otra empresa, las familiares viven situaciones donde convergen diferentes intereses en conflicto, en los que la gerencia toma decisiones a veces sesgadas o injustas para sus stakeholders provocando reacciones en contra.

Recordemos que la teoría de stakeholders defiende que la empresa tiene múltiples objetivos y que deberían todos ellos encontrarse en la satisfacción de las necesidades de los diversos agentes (Freeman, 1999). Esta teoría requiere que la gerencia identifique sus propios objetivos financieros y los haga confluir con los deseos de las diversas partes que a menudo presentan conflictos de intereses en la empresa, como son, propietarios, empleados, bancos y la sociedad en general. De acuerdo a esta visión la empresa debería integrar a los principales stakeholders en sus planes estratégicos y en sus procesos de toma de decisiones (Jones 1995).

En el campo de la empresa familiar, algunos autores han investigado sobre la relación entre la gestión basada en la teoría de stakeholders (Zellweger y Nason, 2008) y la más tradicional basada en los objetivos de los propietarios (Mauri, 2006; Andrés, 2008). En cualquiera de los casos se reconocen presiones para influir en las decisiones de la gerencia. Hay trabajos que obtienen que las empresas familiares están relativamente aisladas de las presiones de los agentes externos e internos, debido a la fuerte posición que ostenta el propietario o director de la empresa (Nordqvist, 2005). Sin embargo,

investigaciones recientes indican que hay una fuerte necesidad de integrar y hacer partícipes de las decisiones a los diferentes agentes económicos que contribuyen a la creación de valor (Miller *et al.*, 2012). Esta será la mejor manera de proteger y reforzar la riqueza socioemocional en la empresa familiar buscando activamente el respaldo de los stakeholders (Cennamo *et al.*, 2012).

El control, la cultura o la experiencia familiar son valores con los que cuenta la empresa familiar (Astrachan y Klein, 2002). Los aporta la familia a la empresa y pueden ser fuente de ventaja competitiva ayudando a la creación de valor en sus relaciones con los agentes económicos, pero pueden ser una desventaja cuando la determinación en conseguir sus objetivos familiares no pecuniarios rige las acciones gerenciales a pesar de si estos suponen un perjuicio para la firma. De hecho, la familia está dispuesta a tomar decisiones sin lógica económica, es decir, poniendo a la empresa en situación de riesgo, si fuese necesario para preservar sus valores (Gómez-Mejía *et al.*, 2007).

Para comprender la influencia de esas relaciones en la creación de valor económico en la empresa familiar y las tensiones internas que se producen cuando la dirección de la empresa introduce modificaciones en el reparto de rentas, es necesario utilizar un informe ad hoc, dado que los informes disponibles, como la cuenta de resultados, es insuficiente ya que centra su interés en uno sólo de los partícipes, como son, los accionistas (Belkaoui, 1999).

En nuestro estudio aplicaremos el concepto contable de valor añadido utilizado por The Corporate Report (ASSC, 1975) en la preparación del Estado de Valor Añadido (VAS). Dicho concepto aporta en la actualidad un interesante enfoque social de generación y distribución de valor muy apreciado en el cálculo del desempeño en el desarrollo de la Responsabilidad Social Corporativa, CSR accountability (Perera y Zicar, 2012). Para un análisis de reparto de rentas, el estado de valor añadido es el mejor modo de poner en un solo documento y en la misma perspectiva los intereses de los diferentes agentes económicos involucrados en la marcha de la empresa. (Gallizo *et al.*, 2002).

Sobre la base del reparto de valor añadido, probaremos si el estilo de gestión dirigido a preservar la riqueza socioemocional (SEW) genera tensiones entre los partícipes del VA. Esas tensiones pueden ser tales, que pongan en peligro la continuidad de la empresa afectando a la rentabilidad y a los precios de las acciones de las empresas familiares.

El artículo se completa del siguiente modo: En el apartado 2 se analizan los riesgos de la EF y la respuesta de la gerencia desde el punto de vista financiero. En el apartado 3 se muestra el marco teórico de distribución de valor añadido. En el apartado 4 vemos en el EVA el modo en que la empresa familiar protege su riqueza socioemocional a través de la distribución de rentas entre sus partícipes. Todo ello para aplicarlo en el apartado 5, a un trabajo empírico, donde analizaremos las series de reparto de valor añadido y donde probaremos si las restricciones que establece la empresa familiar para preservar su riqueza socioemocional (SEW) provocan tensiones internas en la distribución del valor añadido y si estas perjudican sus resultados. El apartado 6 recoge el resumen y conclusiones del trabajo.

2. Riesgos limitados en la empresa familiar.

El carácter familiar de las empresas tiene razones emocionales y conseguir el objetivo de transferir el control de la empresa a las futuras generaciones, es un logro que forma parte de los beneficios no pecuniarios del empresario.

Para cumplir ese objetivo final, el empresario deberá trabajar con riesgos limitados. Las EF tienen menor apalancamiento y menor riesgo, lo que puede ser una desventaja si se pretende una estructura de capital óptima. También es verdad que este menor riesgo puede beneficiar a la EF, especialmente en tiempos de recesión económica.

Hay autores que han citado a este respecto, el grado de dedicación y compromiso de la familia hacia la empresa, los conocimientos para hacer negocios, así como la existencia de una cultura inimitable como características que crean una fuente de ventajas competitivas, así por ejemplo, Chua *et al.* (1999), Habberson *et al.* (2003) sostienen que hay interacciones entre familia y negocios que generan esas capacidades.

De aquí surge el potencial paradigma denominado riqueza socioemocional en el campo de la empresa familiar (SEW) (Naldi, *et al.*, 2013). Dicho paradigma emerge como una extensión de la teoría de la agencia, en la que lo fundamental es que en las empresas se toman decisiones dependiendo de quienes son los directores de las firmas y en el caso de ser directores familiares, el énfasis de su trabajo lo ponen en actuaciones dirigidas a preservar la SEW.

La pregunta que surge es ¿cómo una EF preserva la SEW? Habría que contar con variables psicológicas entre otras, pero, desde el punto de vista financiero, sin duda se conseguiría aplicando las siguientes medidas:

- Asignar una baja retribución al capital, es decir distribuyendo bajos dividendos a los socios. (Romano *et al.*, 2000).
- Destinar sus beneficios en mayor medida a autofinanciación (renovación y expansión de activos) Mishra y McConaghy (1999).
- Restringir su inversión a unos límites que le permitan tener el control sin demasiada exposición a riesgos de endeudamiento por su patrimonio personal. (Agrawal y Nagarajan, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996).
- Limitar la entrada de socios externos para evitar perder el control de decisión en la gestión. (Hamilton y Fox, 1998).

Pero la EF no se ajena a su entorno y tiene que gestionar sus relaciones con los agentes económicos, quienes, a su vez, pueden influir en los objetivos organizacionales y ser afectados por sus logros (Freeman, 1999). Para nuestro trabajo, consideramos los stakeholders involucrados en el Estado de Valor Añadido, que son: Empleados (sueldos, salarios y otras prestaciones), Aportantes de capital (intereses y dividendos) y el Gobierno (impuestos) además del saldo de valor añadido que quede para reinversión y futura expansión. (Van Staden, 2003).

Sobre esta base, pretendemos conciliar la teoría de stakeholders con la conservación de la riqueza socioemocional de una empresa familiar. Cabe cuestionarse si por preservar la SEW, la EF reparte el valor económico generado de una forma diferente a como lo

hacen las ENF. Intentaremos responder a esta pregunta a través del concepto de valor añadido que delimitamos en el siguiente apartado.

3. Distribución del valor añadido.

La estabilidad y crecimiento de la empresa dentro de la sociedad depende de la riqueza creada por ella, a través de los esfuerzos colectivos de todos los stakeholders-shareholders, aportantes de capital ajeno, capital propio, empleados y gobierno. Todos estos agentes forman parte de un todo interesado en la marcha del negocio a quienes se les ha de informar de las operaciones. (Reichmann y Lange, 1981).

Veamos el modo en que el valor añadido se distribuye entre los grupos principales de sus beneficiarios. Ofrecemos una representación algebraica de la relación entre la información de pérdidas y ganancias tradicional y la declaración de valor añadido.

A partir de la Cuenta de Resultados, se tiene:

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

donde,

S = ventas netas

B = compras de bienes y servicios

W = sueldos y salarios

I = intereses de préstamos

DP = amortización

T = impuestos

E = beneficios

DD = dividendos

R = beneficios retenidos

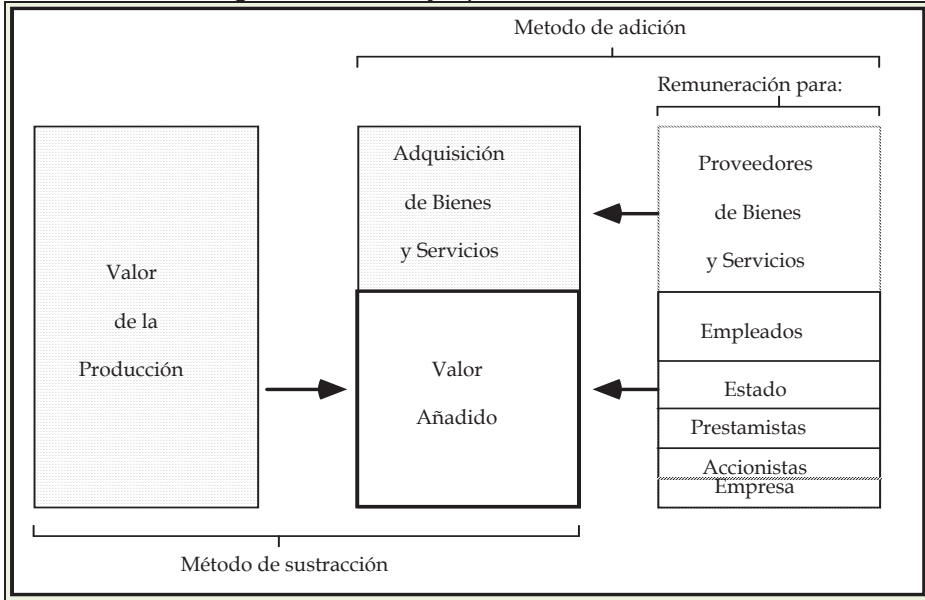
Sobre esta ecuación, obtenemos el valor añadido bruto (VA) que puede representarse como:

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

Donde se determina el valor añadido y su distribución entre los componentes que han contribuido a su formación (Gallizo *et al.*, 2002). Ver Figura 1.

Para comunicar una información como esta de reparto de rentas, tradicionalmente se han usado los datos de la cuenta de pérdidas y ganancias, que manejados convenientemente, podían satisfacer esta necesidad. En los últimos años, se observa cierto interés en la incorporación de un estado de valor añadido en el sistema de información financiera, capaz de aportar un desarrollo técnico más amplio a entidades interesadas en transmitir una nueva dimensión de la responsabilidad social de la empresa (RSE).

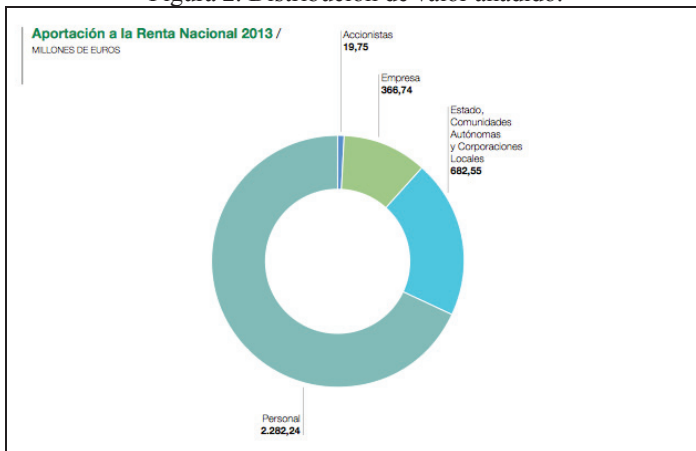
Figura 1. Obtención y reparto del valor añadido.



Esta tendencia ha llegado también a las empresas de capital familiar, en un intento de mejorar sus relaciones con los agentes económicos a través de modelos de información de RSE, que aportan estados contables de valor añadido.

No hay que perder de vista que cuando el EVA se incluye en el Informe Anual, sin existir obligación para ello, es porque responde a estrategias establecidas por la empresa familiar en la revelación de información voluntaria (Gómez-Mejía *et al.*, 2014). Una ilustración de este hecho puede verse en la Figura 2, donde se reproduce la distribución de valor añadido de El Corte Inglés extraído de su Informe Anual.

Figura 2. Distribución de valor añadido.



Informe Anual de El Corte Inglés, 2013.

De la Figura 2 se deduce el deseo de mostrar la importancia de la firma en el conjunto de la economía, queriendo dar a entender el relevante peso específico que representa su actividad en términos de renta nacional.

Adicionalmente, la empresa consigue transmitir, de un vistazo, su decisión, como empresa familiar que es, de retener beneficios para autofinanciación por encima del reparto de dividendos, y por otro lado, la voluntad de remunerar en mayor proporción al personal que a otros partícipes.

4. El EVA muestra como la empresa familiar cuida su riqueza socioemocional.

Los comportamientos y estrategias que se desarrollan en la empresa, su relación con el entorno o la estructura de la propiedad, define la cultura empresarial, un concepto de conocimiento organizativo de la empresa y de su forma de enfrentarse y responder al entorno (Schein, 1997).

En su relación con los agentes que contribuyen a la creación de valor económico, las EF tienen una cultura común que se concreta en un comportamiento diferente del seguido por las ENF. Según la teoría de la agencia de Fama *et al.* (1983) las EF soportan menos costes de agencia en términos de conflicto de intereses, entre las partes que intervienen en la empresa, que las no familiares, y por tanto, son más eficientes. Veamos las particularidades que se observan en el reparto de valor añadido para cada uno de los partícipes.

a. Empleados.

Hay evidencia de que las EF tienen fuerte compromiso con la calidad de vida y bienestar de sus empleados. De hecho, se ha comprobado que la presencia de propiedad familiar en una empresa, disminuye la probabilidad de que haya recortes de plantilla. (Stavrou y Swiercz, 1998). Los directivos de las EF en su relación con los empleados son más próximos en su trato personal, así que, la influencia de la familia en la empresa genera ventajas competitivas para la empresa familiar (Davis, 1983).

Por otro lado, las prácticas retributivas de las EF se fundamentan más en recompensas no monetarias y en la permanencia del empleado en la empresa, que en otorgar complementos económicos (Gómez-Mejía *et al.*, 2003). Hay resultados que indican que los propietarios familiares se preocupan más por su reputación de responsabilidad social que los de ENF y esa preocupación les lleva a evitar despidos numerosos (Block, 2010).

Por tanto, se espera que en época de crisis, cuando el valor añadido se contrae, las EF no reduzcan plantilla como una de las prioridades del ajuste de costes, sino que mantengan los puestos de trabajo y que soporten mayor gasto de personal sobre valor añadido que las ENF.

b. Accionistas.

Las estructuras financieras de las empresas familiares poseen unos rasgos distintivos que las caracterizan frente a las no familiares. Se observa una jerarquía propia en sus preferencias de financiación siendo más adversas al riesgo y manteniendo políticas de dividendos restrictivas (Romano *et al.*, 2000).

En épocas de crisis, los propietarios familiares reclaman menos dividendos para evitar recurrir a fuentes de financiación y así seguir con el control de la empresa.

c. Aportantes de capital ajeno, bancos.

En investigaciones previas, se ha comprobado que las EF están menos endeudadas que las ENF puesto que tienden a preferir la autofinanciación y la reinversión de beneficios (Corbetta, 1995). En particular, las EF poseen menos deuda a largo plazo y por tanto poseen menos carga financiera (McConaughy *et al.*, 2001). Por ese motivo soportarían la crisis con menores gastos financieros.

En este apartado, hay que añadir que las EF tienen menor coste de financiación de la deuda, puesto que tienen estructuras de incentivos que dan lugar a un menor número de conflictos de agencia entre la propiedad y los bancos (Anderson y Reeb, 2003). No obstante, se ha comprobado que la relación entre la intensidad bancaria y el coste de la deuda se mantiene sólo en el caso de que el gerente sea familiar. Cuando la empresa se profesionaliza, se pierde esa importancia como medio para influir en el coste de la financiación (Durendez, *et al.*, 2012).

En definitiva, es de esperar que las EF dediquen menores importes de valor añadido a remunerar al capital ajeno de lo que lo harán las ENF.

d. El Estado.

Las empresas contribuyen a través de los impuestos al sostenimiento de la comunidad en general, y esa es otra parte de valor añadido distribuido. De entrada no existe una ventaja fiscal por el hecho de ser una empresa familiar, sin embargo si que es común en los países europeos disponer de exenciones por reinversión que son favorables a las empresas familiares, debido a su tendencia a reinvertir beneficios en lugar de repartir dividendos. Otro tipo de incentivos, como deducciones adicionales en I+D, o incentivos para realizar gastos de formación profesional en el caso del empresario y familiares que trabajen en la empresa, o reducciones del tipo de gravamen por reducida dimensión, pueden ser algunos incentivos que beneficien en mayor medida a las EF, aunque no puede afirmarse que en ningún país de la UE existan incentivos selectivos para las empresas familiares. (Portillo *et al.*, 2012).

Por otro lado, las administraciones públicas locales apoyan con incentivos la presencia de EF por el enraizamiento que mantienen en su área geográfica de origen, alejándose de fenómenos de deslocalización (outsourcing) (Lewin y Peeters, 2006).

e. La propia empresa.

Las EF tienen una fuerte inclinación a la retención de beneficios, por eso presentan en sus balances un patrimonio neto más fuerte que sus contrapartes ENF. Anderson y Reeb (2003).

Ciertamente, las relaciones familiares refuerzan la cohesión y confianza entre los socios y entre los trabajadores; incrementan el nivel de compromiso para desarrollar el proyecto empresarial, puesto que el éxito de la empresa también intensifica la reputación de la familia que la ha creado [Lyman, (1991) y Brokaw (1992)]; y alargan el horizonte temporal en la toma de decisiones, puesto que se espera que las futuras generaciones continuarán con el compromiso de conseguir una mayor prosperidad para la empresa que han recibido de sus antecesores [Galve-Gorriz and Salas-Fumás, 2011).

Sin embargo, en las EF se dan situaciones de tensión. Así en empresas cotizadas, la crisis provoca demandas de accionistas que desean seguir percibiendo sus dividendos y

trabajadores que se oponen a recortes en las nóminas o en las plantillas. El efecto de los conflictos, puede reflejarse en la cotización de las acciones. En las crisis económicas aumentan los problemas laborales, huelgas y paros. Se supone que en EF las situaciones de conflictos serán menores. La teoría financiera induce a creer en un mayor alineamiento de los intereses de los accionistas y de la gestión de empresas con pocos accionistas como son las EF y esta alineación, cuando existe, debería reducir los problemas de agencia y mejorar los resultados operativos y la rentabilidad en el mercado. (McConaughy *et al.*, 2001).

Junto a los anteriores conflictos externos, puede haber otros internos que generen tensiones en la empresa familiar. Surgen ante la toma de decisiones estratégicas de la empresa. Así, ante un proyecto de inversión, se debatirá internamente, la decisión de endeudarse para crecer, frente al deseo de no hacerlo y esperar a generar autofinanciación. Lo cual hace pensar en la existencia de una tensión interna surgida en el seno de la empresa que tendrán su expresión en el reparto del valor añadido y que pretendemos formalizar mediante un estudio empírico.

5. Estudio empírico.

El objetivo del estudio es probar si las restricciones que establece la empresa familiar para preservar su riqueza socioemocional (SEW) provocan tensiones internas en la distribución del valor añadido y si estas perjudican sus resultados. Es una línea de trabajo iniciada por Gómez-Mejía y colaboradores y ha sido desarrollada en sucesivas publicaciones. En uno de ellos, Cennamo *et al.* (2012), brindan una dirección de futura investigación, que consiste en encontrar una validación empírica de su contenido teórico.

En el presente trabajo queremos comprobar, desde una perspectiva empírica el contenido teórico del constructo SEW, que analizaremos desde la óptica de la empresa familiar como distribuidora de rentas.

Mediremos la tensión empresarial que se produce en el seno de las empresas observada desde el reparto de valor añadido, distinguiendo su carácter de EF y ENF, (2005-2012) Se podría creer que las EF contrarrestan la tensión que se genera en la distribución de rentas en el seno de la firma, con los efectos positivos de la SEW en las relaciones con sus agentes. Sin embargo, no han de olvidarse los conflictos propios de las EF, con conflictos entre quienes ocupan posiciones de responsabilidad en la dirección (CEO) y el resto de familiares-accionistas, que hagan que esa tensión suba.

5.1. Muestra.

Hemos tomado de la base SABI un total de 136 empresas familiares y no familiares cotizadas en la Bolsa de Madrid, con datos de 8 periodos de 2005-2012.

Son empresas cotizadas, entre otras razones porque hay estudios que afirman que las EF pueden tener más alto valor de mercado que las ENF (McConaughy *et al.*, 2001) permitiéndonos ver cómo influye la tensión empresarial en el precio de las acciones.

Se han eliminado del estudio las combinaciones año-empresa para los que los porcentajes de reparto de valor añadido superan en valor absoluto el 300% al considerar que dichos porcentajes se deben a casos anómalos. Un estudio de sensibilidad utilizando

porcentajes más bajos de selección no reveló diferencias sustanciales en los resultados obtenidos. Al final, el número total de empresas analizadas ha sido de 105 y el número total de observaciones ha sido de 706.

5.2. Análisis de evolución.

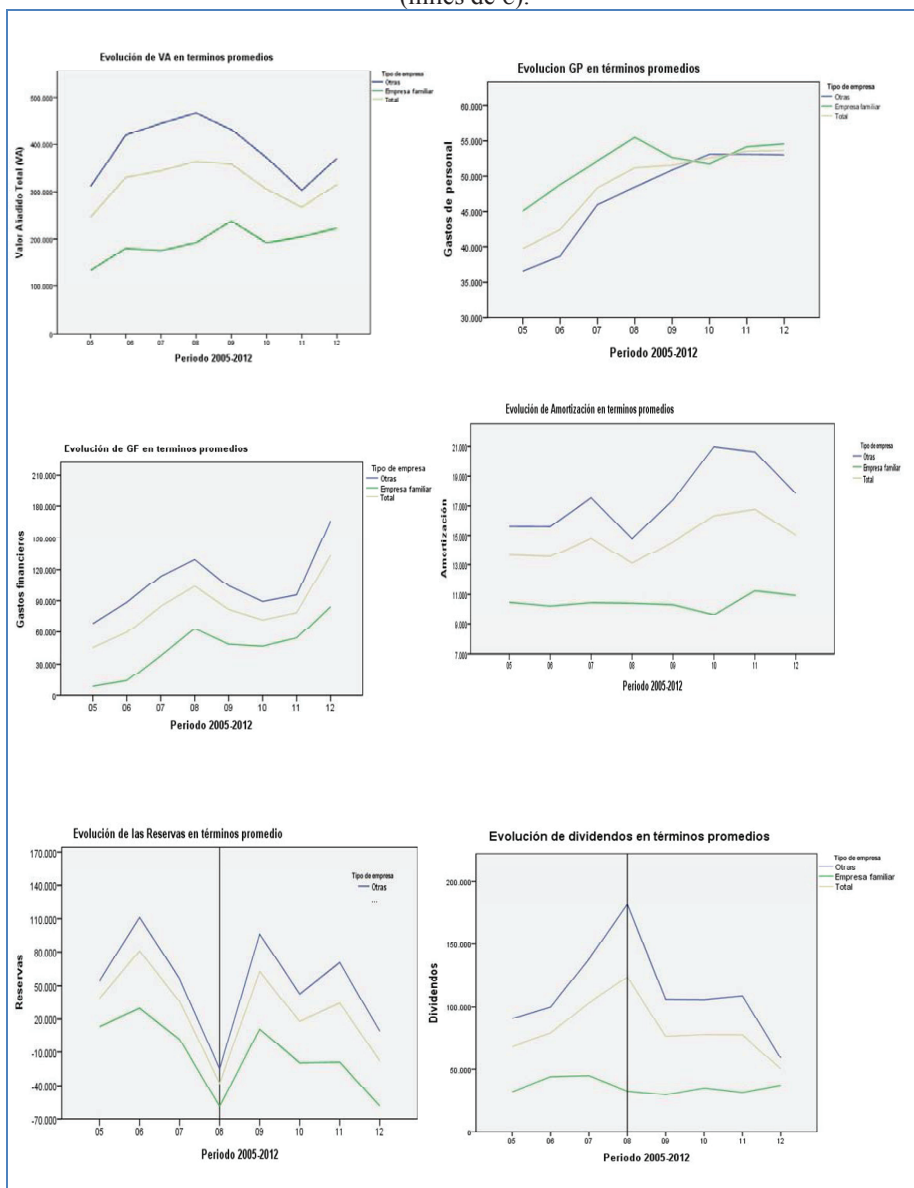
Se ha realizado un análisis de evolución en términos promedios de las principales variables de distribución de valor añadido según el tipo de la empresa y por sectores.

Este análisis demuestra de forma inequívoca que para el periodo 2005-2012 existe un punto de inflexión en el comportamiento de las variables de los resultados empresariales. En la Figura 3 se pueden observar los gráficos de esta evolución según tipo de empresa (familiar o no) antes y después del año 2008 coincidiendo con la crisis financiera global y los ajustes en el sector de la construcción. La pauta general para el periodo entre 2005 y 2007 es el incremento de VA, y a partir del 2008 se observa un comportamiento irregular de las variables. La evolución del VA demuestra una disminución lenta pero continua en el sector industrial siendo este comportamiento más irregular en el sector de servicios y se caracteriza por bajadas y subidas pronunciadas sin que obedezca a una pauta clara en el sector de la construcción.

A partir del 2008 sin distinción entre tipo de empresa también se produce una caída brusca en las variables en las que se distribuye el VA demostrando empeoramiento de gastos de personal y financieros. En este año las reservas de las empresas están en niveles muy bajos dificultando enormemente su autofinanciación. Sin embargo hay un incremento en el reparto de dividendos, siendo este reparto mucho más moderado y estable para las empresas familiares. Seguir pagando dividendos cuando no se genera suficiente VA supone no solo utilizar las reservas de la empresa, sino tomar decisiones de reparto del VA a favor de dividendos en detrimento de creación de reservas, con el consiguiente incremento de endeudamiento que se revela en un incremento importante de los gastos financieros (capital ajeno) en los años posteriores al 2008.

Se observa una tímida recuperación de los costes laborales a partir del 2010 para la empresa de tipo familiar y un incremento importante en los gastos financieros sin que haya una diferencia entre empresa familiar o no en este último (Ver figura 3).

Figura 3. Evolución del Valor Añadido y sus componentes en términos promedio (miles de €).



5.3. Análisis factorial.

Para obtener las combinaciones lineales que expliquen la mayor parte de la variación total de las series de porcentajes de distribución de valor añadido, aplicamos un análisis factorial utilizando el método de componentes principales y una rotación oblimin. Mediante el criterio Kaiser extraemos dos factores que hemos denominado tensión empresarial y tensión financiera.

Hay dos factores que explican el 70,25% de la variación total. El primero, al que hemos denominado Tensión Empresarial (TE) recoge el comportamiento opuesto del porcentaje de Gastos de Personal frente al porcentaje dedicado a Dividendos. El segundo factor, denominado Tensión Financiera (TF) opone el porcentaje de Gastos financieros frente al porcentaje dedicado a Reservas, cuyo comportamiento es claramente opuesto.

La correlación entre los dos factores (0,184) es significativamente positiva mostrando la existencia de una tendencia a que una empresa que tenga tensión empresarial suele tener asociada una mayor tensión financiera y viceversa.

Tabla 1. Matriz de correlaciones de componentes.

Componente	1	2
1	1,000	,184
2	,184	1,000

Tabla 2. Matriz de coeficientes para el cálculo de las puntuaciones en las componentes.

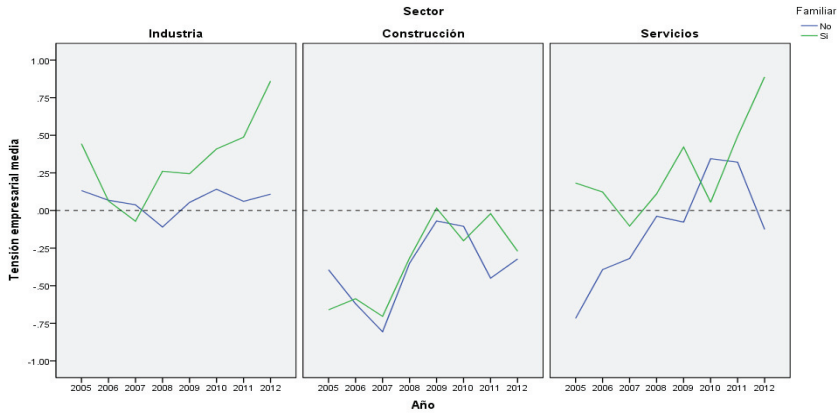
	Componente	
	1	2
100*Gastos_Personal/Valor Añadido	,491	,027
100*Gastos_Financieros/Valor Añadido	-,104	-,565
100*Amortizacion/Valor Añadido	,416	,034
100*Gastos_Reservas/Valor Añadido	-,123	,494
100*Dividendos/Valor Añadido	-,368	,041

El factor Tensión Empresarial encontrado opone la remuneración de los accionistas que desean seguir percibiendo sus dividendos, frente a las nóminas de los trabajadores que no admiten recortes en los sueldos o en las plantillas.

Se observa que es en las Empresas Familiares donde los socios pierden mayor participación en dividendos a favor de mantener los gastos de personal.

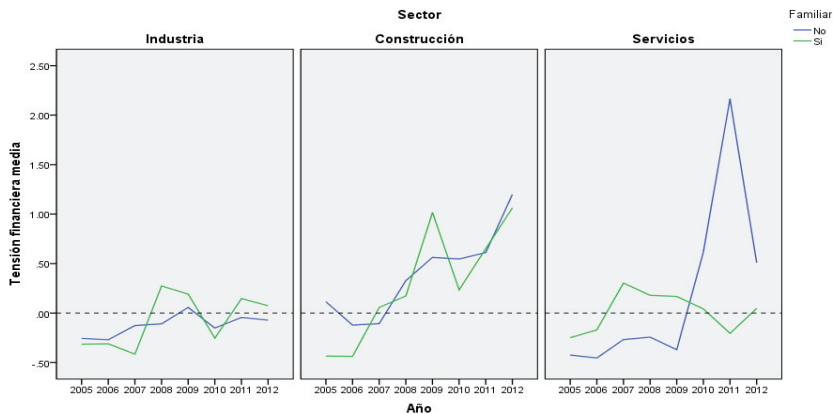
Obtenemos los mayores niveles de tensión en las empresas del sector industria y del sector servicios y, dentro de éstas, en las empresas familiares por la mayor separación de los porcentajes de gastos de personal con respecto a los porcentajes de dividendos (Figura 4).

Figura 4. Factor Tensión Empresarial por sectores.



Se extrae un segundo factor, que indica tensión financiera ante la decisión de endeudarse para crecer y soportar gastos financieros, frente al deseo de retener beneficios. Observamos, al igual que Masulis (1988) que los CEO familiares prefieren menos endeudamiento que los accionistas con el fin de reducir el riesgo de su inversión no-diversificada en la compañía (Figura 5).

Figura 5. Factor Tensión Financiera por sectores.



Los mayores niveles de tensión financiera corresponden a las empresas del sector de la construcción, sobre todo a partir del año 2008. No se aprecian diferencias sistemáticas entre las empresas familiares y no familiares, y llama la atención el alto nivel de tensión en las empresas no familiares del sector servicios a partir del año 2010 por el alto grado de crecimiento de sus gastos financieros y su bajo nivel de reservas.

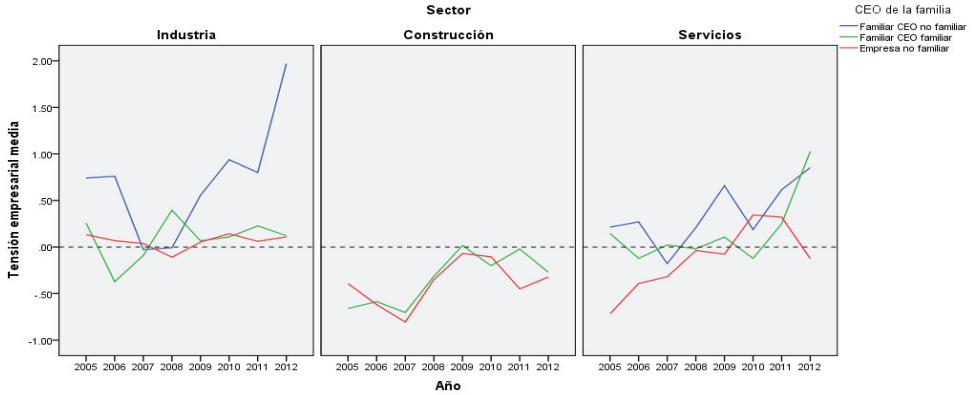
TENSIÓN FINANCIERA TENIENDO EN CUENTA EL TIPO DE CEO

Se aprecia que en sector industria los mayores niveles de tensión financiera corresponden a las empresas familiares con CEO no familiar, seguido por las empresas no familiares, siendo las empresas familiares con CEO familiar las que menores niveles de tensión financiera soportan. Por contra en las empresas del sector servicios, las empresas familiares con CEO no familiar son las que menores niveles de tensión tienen distinguiéndose dos periodos claramente diferenciados: de 2005 a 2009 los mayores

niveles de tensión financiera corresponden a las empresas familiares con CEO familiar, mientras que en el periodo 2010 a 2012 son las empresas no familiares las que mayores niveles de tensión soportan.

Se aprecia que los mayores niveles de tensión empresarial corresponden a las empresas familiares cuyo CEO no es de la familia, sobre todo en el sector industria a partir del año 2009 debido a un crecimiento elevado del porcentaje de gastos de personal. Por sectores se mantienen los patrones comentados anteriormente (Figura 6).

Figura 6. Factor Tensión Empresarial con CEO familiar.

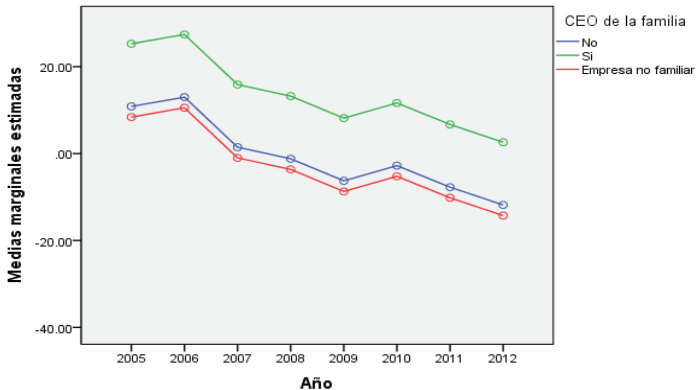


REGRESIÓN PRECIOS SOBRE VARIABLES CON TENSION EMPRESARIAL Y FINANCIERA

Se observa que las empresas con CEO que es de la familia tienden a ser más valoradas por el mercado mientras que las empresas del sector servicios tienden a ser valoradas peor una vez controlamos por el resto de las variables y el tiempo.

Figura 7. Influencia del CEO familiar en preservar la riqueza.

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



Las covariables que aparecen en el modelo se evalúan en los siguiente valores: $\ln(\text{Total Activo}) = 13.3938$, $\text{ROA} = .086406$, $\text{Precios fin de año} = 19.0475$, $100 \cdot \text{Deuda_Coste} / \text{Total Activo} = 35.6205$, $\text{Antigüedad} = 44.36$

Los signos de la regresión son los esperados siendo las empresas con bajos niveles de tensión financiera, mayor tamaño (el cual va ligado a un menor nivel de tensión empresarial), menores ratios de deuda y mayores ratios de rentabilidad las que tienden a ser mejor valoradas por el mercado. Por años los precios fueron más altos en los años 2005 a 2007 para luego bajar a partir del año 2008.

6. Conclusiones.

Bajo la presunción de que preservar la riqueza socioemocional de la empresa familiar es un objetivo para las EF, hemos querido comprobar su efecto en los resultados. Para ello, hemos analizado los porcentajes de reparto de valor añadido en las EF y ENF, y comprobado si las decisiones basadas en SEW, mejoran o ponen en peligro los resultados, lo cual requiere delimitar los factores que condicionan el impacto de esas decisiones.

Mediante el método de componentes principales hemos obtenido 2 factores que hemos denominado: Tensión empresarial y Tensión financiera, así mismo hemos analizado el efecto de las covariables sobre los factores encontrados.

Los resultados más relevantes se podrían resumir en que ser Empresa Familiar ejerce un efecto positivo en el factor Tensión Empresarial (TE), lo que supone que si aumentan los gastos de personal disminuyen los dividendos distribuidos y viceversa. Sobre este factor obtenemos que los menores niveles de tensión empresarial se encuentran en las ENF. La empresa familiar demuestra un fuerte compromiso con sus empleados con un empleo más estable, incluso en los años de crisis.

Por otro lado, los mayores niveles de Tensión Financiera corresponden a las empresas del sector de la construcción sobre todo a partir del año 2008.

En el factor Tensión Financiera, no se aprecian diferencias significativas sistemáticas entre las empresas familiares y no familiares, y llama la atención el alto nivel de este factor en las empresas no familiares del sector servicios a partir del año 2010 por el alto grado de crecimiento de sus gastos financieros.

Hemos comprobado que en EF industriales cuando el CEO no es de la familia, la tensión financiera es más alta que en aquellas que tienen un CEO miembro de la familia.

Respecto al interés de los resultados en cuanto a los 2 factores obtenidos y su influencia en la rentabilidad (ROA) y los precios de las acciones, podemos concluir que, al incorporar las covariables en el modelo, obtenemos que tanto la rentabilidad, como el precio de las acciones, están inversamente relacionadas con los factores de tensión.

La conclusión anterior supone que la condición de ser empresa familiar ejerce un efecto positivo en el factor tensión empresarial, por lo que la decisión de preservar la SEW en época de crisis, ‘pone en riesgo’ la rentabilidad y la cotización de las acciones de la empresa.

Bibliografía:

- Anderson, R. y 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. y 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. y 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. y 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. y 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. y 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., y 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. y 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. y 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. y Vilaseca, A. (1996). "Finance in Family Business". *Family Business Review*, 9(4), pp.387-401.
- Galve-Górriz, C. y 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. y 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., y 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. y 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. y McMillan, I.C. (2003). “A unified systems perspective of family firm performance”. *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp.451-465.
 - Hamilton, R. y 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. y 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. y 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. y 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. y McConaghy, 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. y 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). ”Familianness in Top Management Teams: A Commentary”, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 29(3), pp.285-292.
 - Perera, L. y 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. y García, J.J. (2012). “Planificación fiscal de la empresa familiar: un análisis desde la perspectiva del *familianness*. *El éxito de la empresa familiar*”. Civitas, Thomson Reuters. Cap. 5, pp.151-181.
 - Reichmann, T. y 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. y 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 y Leadership*”, San Francisco, CA, Jossey- Bass.
 - Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H.; Dino, R.H. y Buchholz, RA. (2001). “Agency relationship in family firms: Theory and evidence”. *Organization Science*, 12(2), pp.99-116.

- Stavrou, E. y 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. y Nason, R.S. (2008). "A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance". *Family Business Review*, 21(3), pp.203-216.