



Intangible Capital

ISSN: 2014-3214

[ic.editor@intangiblecapital.org](mailto:ic.editor@intangiblecapital.org)

Universitat Politècnica de Catalunya  
España

Gallizo, José Luís; Moreno, Jordi; Sánchez, Laura  
Quines empreses han aguantat millor la crisi, les empreses familiars o les no familiars?  
Intangible Capital, vol. 10, núm. 4, 2014, pp. 766-797  
Universitat Politècnica de Catalunya  
Barcelona, España

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=54932720005>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica  
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

## Quines empreses han aguantat millor la crisi, les empreses familiars o les no familiars?

José Luís Gallizo, Jordi Moreno, Laura Sánchez

*Universitat de Lleida (Spain)*

[gallizo@aegern.udl.es](mailto:gallizo@aegern.udl.es), [jmoreno@aegern.udl.cat](mailto:jmoreno@aegern.udl.cat), [lsanchez@aegern.udl.cat](mailto:lsanchez@aegern.udl.cat)

---

### Resum

**Objecte:** En aquest estudi es porta a terme un anàlisi comparatiu sobre l'evolució de l'estructura econòmica i financera que presenten les empreses familiars i no familiars de Catalunya en un context d'intensa crisi econòmica. La seva finalitat és poder donar resposta a dos qüestions principals: identificar les característiques diferencials de l'EF respecte a l'EnF i comprovar si aquestes característiques diferencials han permès a les EF aguantar millor la crisi econòmica.

**Disseny/metodologia:** S'ha analitzat una mostra de 750 grans i mitjanes empreses de Catalunya (550 familiars i 200 no familiars) durant el període 2008-2012. Les dades s'han obtingut a través de la base de dades SABI, i per a la classificació de les empreses en familiars i no familiars s'ha dut a terme una comprovació individual de cadascuna d'elles per evitar habituals errors de classificació. Posteriorment les empreses s'han classificat en funció de la seva dimensió per dotar d'una major robustesa els resultats. També s'ha procurat que la distribució d'empreses per sectors fos similar en les diferents categories per evitar que un efecte sectorial pogués tergiversar els resultats de l'estudi.

**Aportacions i resultats:** L'estudi ha permès constatar les hipòtesis establertes sobre el finançament de les empreses familiars i concloure que aquestes presenten una estructura financera diferent a les Empreses no familiars. Les empreses familiars als seus balanços, presenten un major nivell d'autofinançament gràcies a la seva menor distribució de dividends. A més a més, les EF presenten millors resultats en quant a nivells de cobertura i liquiditat, ja que es troben més capitalitzades i presenten uns

nivells d'endeutament inferior que les Empreses no familiars. Aquestes característiques patrimonials i financeres han contribuït a que les empreses familiars aguantin millor els anys de crisi, produint-se durant aquests anys, una menor proporció d'empreses familiars que han presentat pèrdues.

**Limitacions:** En aquest estudi s'han classificat com empreses familiars aquelles on a més a més de la propietat, algun membre de la familiar també participava de la gestió de la mateixa. No obstant, estudis previs defensen que no totes les empreses familiars comparteixen les mateixes característiques, i que per tant, altres factors s'haurien de tenir en compte. Per això, en futurs desenvolupaments del treball es podrien considerar altres característiques per subclassificar la mostra, com per exemple, la participació d'un membre de la família com a CEO o l'edat de l'empresa. Per altra banda, en aquest estudi únicament s'han analitzat grans i mitjanes empreses, serà interessant veure si existeix una coincidència de resultats en les petites empreses.

**Valor afegit:** Diversos treballs han analitzat les característiques diferencials de les empreses familiars, mentre que altres treballs han analitzat els efectes de la crisi en el teixit empresarial. No obstant, aquest treball conjuga els dos enfocaments, i analitza si aquests trets característics de l'empresa familiar han permès que estiguessin millor preparades que les empreses no familiars a l'hora d'afrontar l'actual crisi econòmica, un aspecte poc abordat fins ara en la literatura recent.

**Paraules clau:** Empresa familiar, Estructura financera, Crisi econòmica

**Codis JEL:** G32

---

**Title:** Which companies have better weathered the crisis, family firms or non family firms?

### **Abstract**

**Purpose:** In this study we have analyzed the evolution of the economic and financial structure of family and non-family Catalan firms in a context of a deep economic crisis. The aim of this study is to answer two main questions: identify which characteristics differentiate family firms from non-family firms, and test if these characteristics have allowed them to better weather the economics crisis.

**Design/methodology:** We have analyzed 750 large and medium-sized enterprises from Catalonia (550 family firms and 200 non-family firms) during the period 2008-

2012. The data have been taken from the SABI dataset. A one-to-one checking has been taken to classify the firms as family or non-family firms to avoid common classification mistakes. Subsequently, we have classified the firms according to the dimension to provide more robust results. To avoid a sectorial effect on the results, all categories considered are homogeneous in terms of sector.

**Findings:** The results have supported our hypothesis about the family firm's financing and lead us to conclude that family firms have a different financial structure from non family firms. Specifically, family firms have a higher level of self-financing due to their reduced distribution of dividends. Moreover, family firms show better levels of coverage and liquidity because of its higher capitalization and lower debt in comparison to family firms. These economic and financial characteristics have helped family firms to better weather the crisis, with a lower proportion of loss-making enterprises.

**Research limitations/implications:** In this study we have considered as a family firms those enterprises in which at least one member of the owner family participates in the management. However, some studies affirm that not all the family firms have the same characteristics and suggest that other factors have to be considered in the classification. For this reason, other characteristics should be considered in future developments of this study, for example, the presence or absence of a family member as a CEO, or the age of the company. Furthermore, in this study we have only included large and medium-sized enterprises, so would be interesting analyze whether the results are consistent for a small-firms sample.

**Originality/value:** Some studies have analyzed which characteristics differentiate family firms from non family firms, while other studies have analyzed the effects of the economic crisis on businesses. However, this study combines both approaches and analyzes if these characteristic features have allowed family firms to be better prepared to overcome the economic crisis, a so far understudied issue in the literature.

**Keywords:** Family firm, Financial structure, Economic crisis

**Jel Codes:** G32

---

## 1. Introducció

Durant els darrers anys la crisi econòmica i financera ha sacsejat amb molta força tant l'economia mundial com l'economia espanyola i catalana, sorprenent per la seva intensitat i per la durada de la mateixa. En aquest context, hi ha una pregunta que sorgeix de manera recurrent quan es pretén analitzar les conseqüències de les crisis econòmiques sobre el teixit empresarial d'un territori:

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

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

Aquesta qüestió, resulta especialment rellevant si tenim en compte que les empreses familiars han esdevingut en l'actualitat, i des de ja fa uns anys, en un motor important de les economies desenvolupades, sent a més el tipus d'empresa més nombrós arreu del món (Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997; Upton & Petty, 2000; Chua, Chrisman & Steier, 2003). Les dades recents apunten a que en l'actualitat, a Europa, al voltant del 70-80% de totes les empreses són empreses familiars, i que aquestes proporcionen al voltant del 40-50% de l'ocupació (Mandl, 2008).

L'estudi que a continuació es presenta està centrat en el territori català, el qual no suposa una excepció al predomini de l'empresa familiar, sinó més aviat tot el contrari, ja que més del 65% de les empreses catalanes es poden considerar empreses familiars, les quals concentren gairebé el 60% de l'ocupació total (Guinjoan, Murillo & Pons, 2004).

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

Amb la finalitat de donar resposta a la pregunta anteriorment plantejada, en aquest treball s'estableixen dos objectius principals. En primer lloc, identificar les característiques diferencials de l'EF respecte a l'EnF en un context de crisi econòmica. I en segon lloc, comprovar si aquestes característiques diferencials, han permès a les EF aguantar millor la crisi econòmica.

Conèixer els resultats de l'anàlisi realitzada pot interessar a les entitats financeres i a les EF. A les primeres, al aporta'ls-hi més informació sobre el grup d'empreses on es situa el seu client als processos de concessió de crèdit, i a les segones, permetent que puguin disposar de noves evidències i arguments que recolzi una eventual sol·licitud de préstec.

La resta del treball s'organitza de la següent manera: En la secció 2 es comenten algunes de les característiques diferencials de l'EF observades a través de la literatura. En la secció 3 es descriu la mostra utilitzada en l'estudi així com el procediment per obtenir-la. En la secció 4 es presenten i analitzen els resultats obtinguts al llarg de l'estudi. Finalment, en la secció 5 es presenten a mode de resum les principals conclusions assolides així com també algunes futures línies d'investigació.

## **2. Empresa familiar: trets característics**

Degut al important paper que juga l'empresa familiar en el funcionament de qualsevol economia desenvolupada, així com per la seva presència majoritària arreu del món (Gersick et al., 1997; Upton & Petty, 2000), han estat nombrosos els estudis empírics que han tractat d'identificar quins són els trets que caracteritzen a l'EF enfront a l'EnF (Suess (2014) presenta una extensa revisió de la literatura existent en l'àmbit de l'empresa familiar). Amb aquesta finalitat, han sigut diferents els aspectes de la realitat econòmico-financera d'aquestes empreses analitzats. Per exemple, estudis com el de McConaughy, Matthews i Fialko (2001) centrat en empreses dels Estats Units, observen que les empreses familiars obtenen majors beneficis que les empreses no familiars, que presenten unes taxes de creixement també més grans i uns menors nivells d'endeutament. Altres estudis com el de Anderson i Reeb (2003) van confirmar posteriorment les majors rendibilitats de l'empresa familiar nord-americana. En aquesta mateixa direcció, Duréndez i García (2005) afirmen que les empreses familiars aconsegueixen uns resultats, mesurats en termes de beneficis, rendibilitat o productivitat, superiors als que obtenen les empreses no familiars com a conseqüència de l'aplicació de la Teoria de l'Agència. Un argument que anteriorment ja es va recolzar en altres treballs com Harvey (1999) o McConaughy, Walker, Henderson i Mishra (1998). Més recentment, treballs com el Berent-Braun i Uhlaner (2012), també justifiquen un millor rendiment econòmic en les empreses familiars gràcies al major compromís dels membres que persegueixen un objectiu comú. No obstant, els resultats obtinguts en estudis empírics no sempre han seguit aquest mateix patró, existint altres estudis que detecten una relació contrària (Cromie, Dunn, Sproull & Chalmers, 2001; Cronqvist & Nilsson, 2003) i altres on no s'aprecia l'existència de diferències significatives entre EF i EnF pel que fa a rendibilitat (Galve & Salas, 2011, Ganderrio, 1999; Westhead & Cowling, 1998). Per la seva banda, Martin-Reyna i Duran-

Encalada (2012) afirmen que el millor o pitjor funcionament de les empreses familiars depèn del context de cada país.

En altres aspectes, no obstant, si sembla existir un major consens en la literatura, com per exemple, en relació a la menor dimensió de les empreses familiars (Reynolds, 1995; Cromie, Stephenson & Montieth, 1995; Westhead & Cowling, 1998; Duréndez & García, 2005, Galve & Salas, 2011). En altres factors de caràcter més qualitatiu, també s'observa una certa coincidència de resultats, com és a l'hora de senyalar el menor nivell de formació de la gerència en l'empresa familiar (Amat 2001; Cromie et al., 2001), un resultat que s'explicaria per la voluntat de que els membres de la família ocupin llocs de gestió encara que no disposin de capacitat suficient, el que pot perjudicar la seva eficiència (Duréndez & García, 2005).

Un altre factor àmpliament analitzat en la literatura és el referent a l'endeutament i polítiques de finançament d'aquestes empreses. Així, en la majoria de treballs s'observa l'existència d'uns menors nivells d'endeutament en l'empresa familiar, tant a llarg termini (Agrawal & Nagarajan, 1990) com a curt termini (McConaughy et al., 2001). En aquesta mateixa direcció, alguns treballs han observat com les empreses familiars prefereixen finançar-se a través de diners de la pròpia família (Hamilton & Fox, 1998; Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2000) o a través de beneficis no distribuïts (Hamilton & Fox, 1998; Barton & Matthews, 1989) enlloc d'utilitzar endeutament bancari o l'entrada de nous accionistes. Aquest comportament, com s'apunta en Romano et al. (2000) es justifica per la por de perdre el control de l'empresa davant la possibilitat de no poder fer front als deutes o per l'entrada dels nous accionistes, un comportament que segons Molly, Laveren i Jorissen (2012) s'accentuaria amb l'entrada de les noves generacions, el que limita les possibilitats de creixement d'aquestes empreses.

Degut a la rellevància de l'actual crisi econòmica i financera, alguns treballs recents han analitzat l'impacte que aquesta ha tingut sobre les EF en comparació a les EnF, tot interpretant els seus punts forts i punts febles en un entorn d'aquestes característiques. Per exemple, Wang i Zhou (2012) han examinat si les empreses familiars funcionaven millor que les no familiars durant la crisi financera global, analitzant una mostra d'empreses d'Estats Units, Regne Unit, Alemanya, França i Itàlia durant el període 2006-2010. Els seus resultats mostren com les empreses familiars no milloren significativament el comportament de les no familiars. No obstant, les empreses familiars amb presència del fundador (ja sigui com a CEO, membre de la Junta o com accionista significatiu) si presenten unes rendibilitats dels seus actius bastant superiors.

Anteriorment, estudis com el presentat per la Piraeus Traders Association (2009) ja afirmaven que l'empresa familiar podia tenir una major resistència davant els impactes de la crisi financera, degut a l'existència d'uns lligams familiars que poden contribuir a superar problemes

minimitzant les pèrdues. Igualment, Vlachakis, Chatzipoulidis i Belidis (2011) al analitzar el cas grec, afirmen que les empreses familiars han construït uns mecanismes que poden operar en períodes de crisi i que poden contribuir a satisfer les necessitats del negoci de manera més efectiva. Aquests mecanismes farien referència la percepció de la crisi econòmica com una “oportunitat” forçosa per reorganitzar el negoci, a la efectiva cooperació de dos sistemes independents com família i empresa, o l’adopció d’un pressupost prim i flexible, i és que en l’EF tots els membres comparteixen unes mateixes ansietats i problemes, estant tots ells disposats a treballar llargues jornades en condicions complicades, i habitualment de manera poc recompensada. Unes conclusions similars s’exposen també en Siakas, Naaranoja, Vlachakis i Siakas (2014).

En relació a l’economia Espanyola, Martín i Crespí (2012) analitzen l’impacte de la crisi sobre els principals components del finançament extern de les empreses espanyoles, observant que en les empreses familiars la proporció de deute bancari a llarg termini sobre el total de finançament és superior. Els autors justifiquen aquest resultat pel fet que les empreses familiars, per norma, tenen la voluntat de mantenir el seu control i propietat en mans d’un grup de persones que comparteixen lligams familiars amb l’objectiu de transmetreu a generacions futures, la qual cosa pot fer que en temps de crisi els finançadors percebin aquestes empreses com de menor risc, permeten que puguin (re)negociar un finançament de major qualitat, és a dir, a llarg termini. De la mateixa manera, Stein (2002) considera que la major percepció per part del prestamista del compromís de l’EF amb els objectius a llarg termini, provoca que la relació entre l’empresa i el finançador resulti més estreta i directa.

En la nostra opinió, i en línia amb el que s’ha observat en treballs previs, creiem que resulta bastant probable que les empreses familiars puguin estar més ben preparades per afrontar i superar la crisi, una circumstància que s’explicaria tant per les característiques pròpies del balanç d’aquestes empreses (principalment la seva menor dependència externa) com també per factors de caràcter més qualitatiu, com la major implicació dels propietaris i treballadors de l’empresa, la percepció d’aquesta per part del banc o la fidelització de la clientela durant generacions.

### **3. Mostra**

#### **3.1. Definició d’empresa familiar**

A l’hora de seleccionar la mostra una de les principals qüestions a les que s’enfronten aquests tipus d’estudis és l’establiment d’una definició per a l’empresa familiar. Prova d’aquesta circumstància són les més de 90 definicions identificades a Europa (Mandl, 2008). Segons la definició proposada en treballs com els de Pollak (1985) i Casson (1999), l’empresa familiar es

pot definir com aquella empresa que manté la propietat i el control de la companyia en mans d'un grup de persones que comparteixen vincles familiars entre si i que pretenen transmetre-la a futures generacions. No obstant, aquestes característiques no sempre permeten una fàcil distinció entre empreses familiars i no familiars en l'àmbit empíric. Això ha provocat que amb el pas del temps, s'hagin plantejat diferents alternatives, entre aquelles que engloben aspectes molt amplis, on únicament es tenen en compte aspectes relacionats amb la propietat i la gestió de l'empresa (Romano et al., 2000), i aquelles més restrictives, on també s'incorporen altres aspectes com el propòsit de transmetre l'empresa a la següent generació (Sharma, Chrisman & Chua, 1997).

En aquest estudi s'ha adoptat la definició aprovada pel Grup Europeu d'Empresa Familiar (GEEF) i pel The International Family Business Network. D'acord amb aquesta definició, una companyia te la consideració d'empresa familiar si:

- La majoria dels vots són propietat de la persona o persones de la família que va o varen fundar la companyia; o, són propietat de la persona que te o ha adquirit el capital social de l'empresa; o són propietat de les seves esposes, pares, fill(s) o hereus directes del fill(s).
- La majoria dels vots poden ser directa o indirecta.
- Almenys un representat de la família o parent participa en la gestió o govern de la companyia.
- En les companyies cotitzades se les aplica la definició d'empresa familiar si la persona que va fundar o adquirir la companyia (el seu capital social), o els seus familiars o descendents posseeixen el 25% dels drets de vot als que dona dret el capital social.

### **3.2. Disseny de la mostra i criteris de selecció**

Les dades corresponents als estats financers s'han obtingut a través de la base de dades SABI. Per tal de seleccionar la mostra s'han aplicat els següents criteris:

- Àmbit geogràfic de Catalunya.
- Actives en l'actualitat i amb dades disponibles per a tots els anys del període analitzat (2008-2012).
- 50 o més treballadors
- Forma Jurídica: Societats Anònimes i Societats Limitades

Donada l'elevada presència de petites i mitjanes empreses en el teixit empresarial espanyol, bastants estudis que han analitzat el comportament de l'empresa familiar s'han centrat en l'anàlisi de les PYMES (per exemple: Duréndez & García, 2005). No obstant, aquest estudi s'ha centrat en l'anàlisi de les grans i mitjanes empreses, un àmbit no tant estudiat, en el que la informació financera resulta més fàcil d'obtenir, i on les diferències entre EF i EnF hauria de resultar més fàcilment visible que en empreses de petita dimensió. L'estudi inclou les Societats Anònimes i Societats Limitades, que suposen al voltant del 99% d'empreses. No s'han considerat altres tipus d'empreses degut als objectius marcadament diferenciats que aquestes podien presentar (ex: Societats Cooperatives).

De la mostra inicialment obtinguda, no obstant, també s'ha eliminat un ampli conjunt d'empreses. En primer lloc, les empreses dedicades al sector financer, quelcom habitual en treballs d'aquestes característiques, que eliminen aquest tipus d'empreses degut a les seves particularitats. En segon lloc, també s'han eliminat les empreses controlades pel sector públic, fons de pensions, fundacions i fons d'inversió. Per la raó que aquests propietaris acostumen a tenir uns objectius específics que impedirien portar a terme una comparació fiable del seu comportament. Finalment, també s'han eliminat aquelles empreses dedicades al sector primari degut al reduït nombre d'empreses disponibles, la qual cosa no permetia configurar una mostra prou representativa del sector.

L'aplicació dels criteris anteriors ens va proporcionar un total de 2.946 empreses, entre les quals s'hi trobaven tant EF com EnF. El principal problema alhora de realitzar un treball d'aquestes característiques és la dificultat per distingir entre els dos tipus d'empreses, ja que la base de dades SABÍ no proporciona una eina prou fidedigna per dur a terme aquesta classificació. I si bé és cert que la utilització d'aquesta base constitueix un recurs habitual en estudis d'aquestes característiques, la revisió dels mateixos posa de manifest dificultats operatives que no queden suficientment explicades (Ramírez, Diéguez & López, 2011). Per aquest motiu es va haver de fer una comprovació empresa per empresa, descartant aquelles de les que no havia suficient informació.

A diferència d'altres estudis on únicament es considera la distinció entre empreses familiars i no familiars (Anderson & Reeb, 2003; Nieto, Casasola, Fernández & Usero, 2009), en aquest també s'ha tingut en consideració la dimensió de les empreses, distingint entre empreses mitjanes (entre 50 i 249 treballadors) i empreses grans (a partir de 250 treballadors). Ja que tal i com es desprèn dels treballs de Miller, Minichilli i Corbetta (2013) o Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós i Lisboa, (2014), la dimensió representa un factor rellevant en el funcionament de les empreses. De la mateixa manera, també s'ha procurat una distribució per sectors el

més homogènia possible entre els diferents grups d'empreses, per tal d'evitar que aquest efecte sectorial distorsionés els resultats obtinguts en l'estudi.

Finalment l'estudi s'ha realitzat sobre una mostra total de 750 empreses, de les quals 550 son EF i 200 son EnF. La distribució d'empreses per dimensió i per sector d'activitat es poden observar en les Taules 1 i 2 respectivament.

|          |         | Sector    |             |                    |         |       |
|----------|---------|-----------|-------------|--------------------|---------|-------|
|          |         | Indústria | Construcció | Comerç i transport | Serveis | Total |
| Dimensió | Gran    | 32        | 5           | 26                 | 27      | 90    |
|          | Mitjana | 145       | 32          | 125                | 158     | 460   |

Taula 1. Distribució d'empreses familiars segons dimensió i sector d'activitat

|          |         | Sector    |             |                    |         |       |
|----------|---------|-----------|-------------|--------------------|---------|-------|
|          |         | Indústria | Construcció | Comerç i transport | Serveis | Total |
| Dimensió | Gran    | 27        | 3           | 21                 | 14      | 65    |
|          | Mitjana | 56        | 9           | 31                 | 39      | 135   |

Taula 2. Distribució d'empreses no familiars segons dimensió i sector d'activitat

## 4. Resultats obtinguts

### 4.1. Anàlisi de l'estructura financera

Amb l'objectiu d'obtenir evidència sobre les diferències i/o similituds que es poden presentar en l'estructura econòmica i financera de les EF i EnF, es procedeix a realitzar l'aplicació d'un conjunt de ràtios d'estructura.

#### 4.1.1. Ràtio de Garantia = Actiu total/Passiu Exigible

|                                    | Ràtio garantia |       |       |       |       |
|------------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2012           | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 2.221          | 2.142 | 2.122 | 2.116 | 2.040 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 2.745          | 2.586 | 2.517 | 2.483 | 2.305 |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 1.809          | 1.707 | 1.723 | 2.116 | 1.883 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 2.537          | 2.409 | 2.352 | 2.363 | 2.143 |

Taula 3. Ràtio de garantia segons tipus d'empresa i dimensió

A la Taula 3 es pot veure que, en tots els anys, el valor del rati de garantia, o de “distància a la fallida” dóna resultats elevats, situats entre 1,7 i 2,7. Aquesta ràtio relaciona la capacitat total que té l’empresa per liquidar els seus deutes amb el total d’actius dels que disposa. Per tant, com més elevat sigui el resultat, més garantia donarà als creditors de que cobraran els seus deutes.

Al comparar el resultat de la ràtio de les EF i les EnF (Figures 1 i 2), s’observa que per als dos tipus de dimensió les EF presenten valors superiors a les EnF. Per tant, es demostra que les EF estan més capitalitzades que les EnF o dit d’una altra manera, presenten menor dependència financera que les EnF.

A més a més si s’observa com ha evolucionat el resultat de la ràtio al llarg dels anys, es comprova que les EF han anat augmentant el seu nivell de capitalització any rere any.

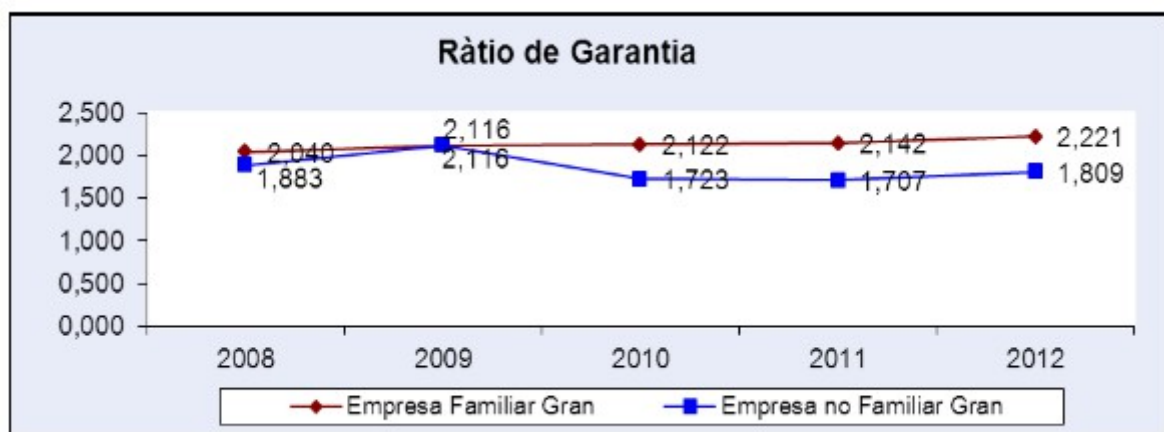


Figura 1. Ràtio de garantia. Empresa familiar gran vs. Empresa no familiar gran

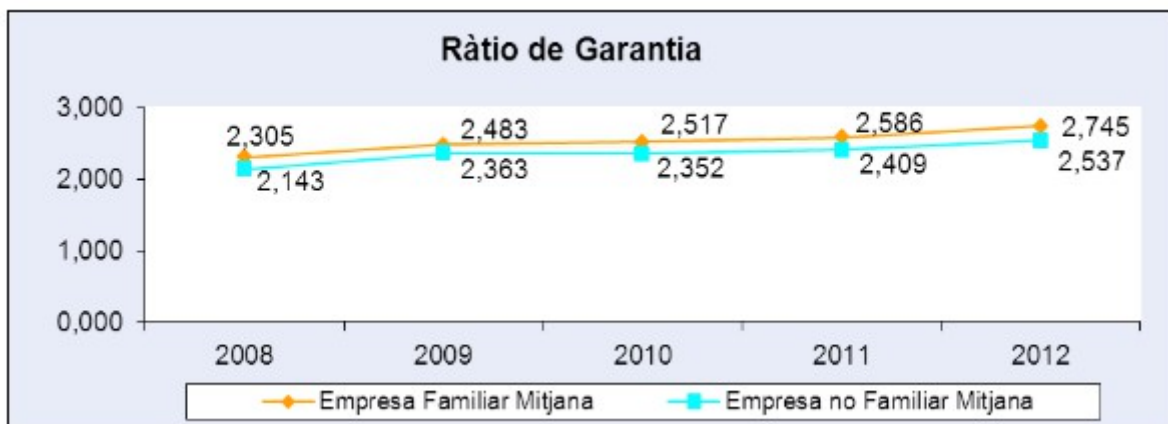


Figura 2. Ràtio de garantia. Empresa familiar mitjana vs. Empresa no familiar mitjana

#### 4.1.2. *Ràtio de Cobertura = (Patrimoni Net + Passiu no corrent)/Actiu no corrent*

|                                    | Ràtio cobertura |       |       |       |       |
|------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2012            | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 2.889           | 3.060 | 2.417 | 2.314 | 2.638 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 6.067           | 5.438 | 4.463 | 4.574 | 4.142 |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 1.370           | 1.835 | 1.709 | 1.595 | 1.887 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 5.840           | 6.030 | 6.977 | 6.001 | 5.264 |

Taula 4. Ràtio de cobertura segons tipus d'empresa i dimensió

La ràtio de cobertura ens indica com financen les empreses el seu actiu no corrent o immobilitzat. Es recomana que per gaudir d'una adequada estructura financera, els recursos permanents cobreixin totes les inversions no corrents i encara hi hagi recursos excedents, per finançar una part de l'actiu corrent (necessitat de capital de treball). En aquest cas, el valor d'aquesta ràtio ha de superar la unitat.

De la Taula 4 deduïm que les EF grans presenten una millor cobertura que les EnF. En canvi, si ens fixem en les EF mitjanes, s'obtenen resultats contraris. En aquest cas, són les EnF les que presenten millors nivells de cobertura exceptuant l'any 2012. En qualsevol cas destaca que tant les EF com les EnF mostren uns valors molt per sobre de la unitat. La qual cosa, ens indica que les empreses de la mostra, financen folgadamente els seus actius no corrents i a més cobreixen un marge del seu actiu corrent i per tant, gaudeixen d'un fons de maniobra positiu.

Si s'observa la evolució de la ràtio, es veu com la cobertura ha anat millorant només pel cas de les EF, destacant les EF mitjanes que són les que mostren una millora més significativa. Al contrari del que succeeix amb les EnF que empitjoren la seva cobertura.

Aquest diferent comportament, es podria deure a la preferència de les EF per reinvertir els beneficis obtinguts en la pròpia empresa, el que contrasta amb les EnF més propenses a repartir beneficis als seus accionistes.

#### 4.1.3. Ràtio de Liquiditat o Fons de Maniobra = Actiu corrent/ Passiu corrent

|                                    | Ràtio liquiditat |       |       |       |       |
|------------------------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2012             | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 4.078            | 3.482 | 3.540 | 3.270 | 2.680 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 2.123            | 2.016 | 1.927 | 1.915 | 1.801 |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 0.960            | 0.986 | 1.028 | 1.016 | 1.142 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 0.644            | 0.728 | 0.762 | 0.816 | 0.845 |

Taula 5. Ràtio de liquiditat segons tipus d'empresa i dimensió

Aquesta ràtio indica la capacitat que té una empresa per liquidar els seus deutes a curt termini, comparant les inversions que s'han de transformar en líquid en un període inferior o igual a l'any, amb els deutes que s'han de liquidar en un any. Quan el valor d'aquesta ràtio es situa per sobre de 1, indica que el fons de maniobra és positiu i com més s'apropi a 2, més lluny estarà l'empresa del concurs de creditors.

A la Taula 5, es veu com els valors obtinguts en la ràtio de liquiditat presenten uns resultats més elevats en les EF, amb independència de la seva mida (Figures 3 i 4). Destacant sobretot els elevats resultats que s'obtenen en les EF mitjanes. Aquest resultat coincideix amb l'obtingut en treballs com els de Carney i Gedajlovic (2002) o McConaughy et al. (2001), on es posa de manifest el major capital corrent i liquiditat que presenten les empreses familiars.

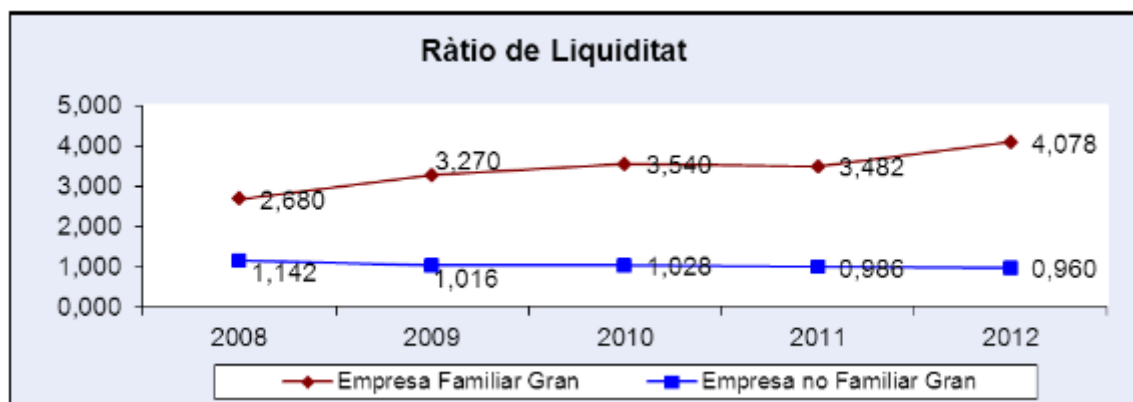


Figura 3. Ràtio de liquiditat. Empresa familiar gran vs. Empresa no familiar gran

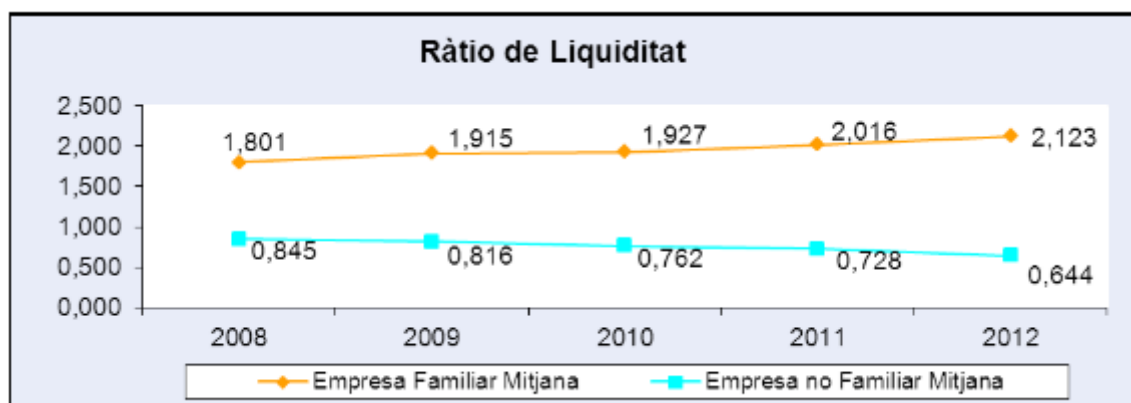


Figura 4. Ràtio de liquiditat. Empresa familiar mitjana vs. Empresa no familiar mitjana

Si ens fixem en la seva evolució, també s'aprecia que en el cas de les EF, la ràtio de liquiditat té una tendència creixent, mentre que el comportament de les EnF es manté més estable. Per tant, referent a la liquiditat, les EF de la mostra presenten major estabilitat gestionant el seu capital corrent i planificant millor les seves relacions amb deutors i creditors que les EnF.

Donades les diferències observades, entre EF i EnF s'ha volgut analitzar si aquests resultats estan influenciats per alguns sectors d'activitat en particular.

|                                                | Ràtio liquiditat |       |       |       |       |
|------------------------------------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                                | 2012             | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar. Indústria</b>             | 2.725            | 2.460 | 2.508 | 2.343 | 2.180 |
| <b>Empresa familiar. Construcció</b>           | 1.860            | 1.872 | 1.911 | 1.850 | 1.561 |
| <b>Empresa familiar. Comerç i transport</b>    | 1.934            | 1.804 | 1.724 | 1.789 | 1.688 |
| <b>Empresa familiar. Serveis</b>               | 1.944            | 1.827 | 1.694 | 1.675 | 1.547 |
| <b>Empresa no familiar. Indústria</b>          | 1.427            | 1.477 | 1.442 | 1.397 | 1.317 |
| <b>Empresa no familiar. Construcció</b>        | 1.230            | 1.200 | 1.249 | 1.255 | 1.189 |
| <b>Empresa no familiar. Comerç i transport</b> | 1.616            | 1.558 | 1.569 | 1.562 | 1.459 |
| <b>Empresa no familiar. Serveis</b>            | 1.371            | 1.322 | 1.321 | 1.434 | 1.392 |

Taula 6. Ràtio de liquiditat segons tipus d'empresa i sector

A la Taula 6 es veu com les EF del sector industrial són les que mostren un valor significativament més elevat, situant-se en 2,7 l'any 2012. En quant a les EnF és el sector del comerç i transport el que mostra millors resultats. Si bé, en tots els sectors d'activitat l'EF mostra millors resultats.

4.1.4. *Ràtio de Endeutament = Passiu exigible/Patrimoni Net*

|                                    | Ràtio endeutament |       |       |       |       |
|------------------------------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2012              | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 2.090             | 1.963 | 2.013 | 2.034 | 2.050 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 2.379             | 2.413 | 2.557 | 3.748 | 3.623 |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 3.851             | 4.824 | 3.079 | 3.570 | 4.128 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 6.046             | 5.097 | 5.438 | 5.284 | 6.042 |

Taula 7. Ràtio d'endeutament segons tipus d'empresa i dimensió

La ràtio d'endeutament relaciona la proporció de deutes respecte als recursos propis. Interessa que el valor d'aquesta ràtio sigui el més reduït possible, ja que d'aquesta manera, l'empresa gaudiria d'una major autonomia financera. A la Taula 7, es pot veure com els dos grups d'empreses, EF i EnF, presenten un elevat nivell d'endeutament, amb valors entorn a 2, o fins i tot molt superiors a 2.

En el cas de les EF, el valor de la ràtio és superior a 2 pràcticament en tots els anys analitzats, indicant un nivell de deutes excessiu. Únicament a l'any 2011, l'EF gran es situa per sota de dos (1,96). Per la seva banda, les EnF grans i mitjanes presenten un nivell d'endeutament excessiu, amb valors per sobre de 3 en tots els períodes i arribant fins a valors d'endeutament mitjà de 6,04 al 2012 per les EnF mitjanes i de 4,8 l'any 2011 per les EnF grans. Aquest menor endeutament per part de les EF suposa una resultat bastant habitual en la literatura (Hamilton & Fox, 1998; Romano et al., 2000).

Si a més a més, ens fixem en l'evolució del nivell d'endeutament que manifesten les EF i EnF, es veu com, amb independència de la seva dimensió, les EF han anat reduint, en general, els nivells mitjans d'endeutament, encara que d'una manera lenta (Taula 7).

Comparant l'endeutament global dels dos tipus d'empreses, podem observar com les EnF presenten un valor més elevat enfront a les EF. I per tant, un major risc. Podent deduir que, les EF depenen menys del finançament aliè i estan més capitalitzades que les EnF. Aquests resultats estan d'acord amb estudis que han demostrat que les EF presenten un menor rati d'endeutament. Aquesta política més prudent o conservadora, pot ser explicada per dos factors que caracteritzen a l'EF: el manteniment del control per part de la família, i la baixa diversificació de les inversions dels accionistes (Navarrete, 2012).

Al realitzar el càlcul per sectors (Taula 8), poden destacar els següents resultats:

- En tots els sectors l'EF mostra una menor dependència financera. Essent l'empresa familiar del sector indústrià la menys endeutada, i la del sector serveis la més endeutada.
- En quant a l'EnF destaquen els elevadíssims nivells d'endeutament mostrats en tots els sectors, especialment en els sectors de la construcció i els serveis, on l'enorme descens experimentat en els volums de negoci com a conseqüència de la crisi, va provocar el impagament dels seus compromisos financers augmentant el seu passiu.
- Al llarg del període l'EF ha anat reduint el seus nivells d'endeutament en tots els sectors analitzats, cosa que no succeeix en el cas de les EnF.

|                                                | Ràtio endeutament |       |       |       |       |
|------------------------------------------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                                | 2012              | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar. Indústria</b>             | 1.512             | 1.541 | 1.718 | 3.216 | 2.732 |
| <b>Empresa familiar. Construcció</b>           | 2.608             | 2.668 | 3.110 | 3.292 | 3.638 |
| <b>Empresa familiar. Comerç i transport</b>    | 2.212             | 2.332 | 2.482 | 2.796 | 2.550 |
| <b>Empresa familiar. Serveis</b>               | 3.188             | 3.071 | 3.065 | 4.294 | 4.598 |
| <b>Empresa no familiar. Indústria</b>          | 3.875             | 2.570 | 4.131 | 2.455 | 3.564 |
| <b>Empresa no familiar. Construcció</b>        | 8.548             | 9.281 | 4.083 | 5.741 | 7.127 |
| <b>Empresa no familiar. Comerç i transport</b> | 6.073             | 4.448 | 3.963 | 5.789 | 6.875 |
| <b>Empresa no familiar. Serveis</b>            | 6.182             | 8.495 | 6.353 | 7.190 | 6.636 |

Taula 8. Ràtio d'endeutament segons tipus d'empresa i sector

Ara bé, aquest anàlisi de l'endeutament es pot matisar i complementar, observant si el finançament aliè que rep l'empresa, és un finançament amb cost o sense cost.

#### 4.1.5. Ràtio d'Endeutament amb cost = Recursos aliens amb cost/Patrimoni Net

|                                    | Ràtio endeutament amb cost |       |       |       |       |
|------------------------------------|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2012                       | 2011  | 2010  | 2009  | 2008  |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 1.114                      | 1.072 | 1.036 | 1.040 | 1.001 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 1.173                      | 1.232 | 1.229 | 1.779 | 1.766 |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 2.271                      | 2.614 | 1.703 | 2.059 | 2.580 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 2.553                      | 2.152 | 2.941 | 2.403 | 3.030 |

Taula 9. Ràtio d'endeutament amb cost segons tipus d'empresa i dimensió

És interessant veure els resultats que s'obtenen si calculem la ràtio d'endeutament financer o amb cost, ja que els resultats obtinguts respecte a la ràtio anterior, poden diferir de forma significativa. Aquesta ràtio, relaciona la proporció de deutes financers (o amb cost) amb els recursos propis. Per tant serà interessant conèixer quina és la proporció de deutes que realment suposen un cost de financer per l'empresa.

La Taula 9 mostra que les EF grans i mitjanes, presenten un valor d'endeutament amb cost inferior a les EnF grans i mitjanes. No obstant això, si analitzem les diferències entre l'endeutament global i l'endeutament amb cost que presenten les EF i les EnF, s'observa que les EnF gaudeixen de mitjana d'una proporció més gran de finançament gratuït o sense cost (recursos cíclics) que l'EF.

## 4.1.6. Qualitat del deute = Passiu Corrent/Passiu

|                                    | Qualitat del deute |        |        |        |        |
|------------------------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                    | 2012               | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 72.65%             | 71.83% | 72.38% | 73.24% | 76.50% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 75.26%             | 75.34% | 75.37% | 76.42% | 78.29% |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 72.11%             | 70.56% | 71.99% | 71.75% | 74.19% |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 79.18%             | 78.75% | 80.23% | 80.26% | 82.17% |

Taula 10. Qualitat del deute segons tipus d'empresa i dimensió

La ràtio de qualitat del deute indica quina proporció de deutes de l'empresa són exigibles a curt termini. Per tant, com menor sigui el resultat d'aquesta ràtio, major serà la qualitat de l'endeutament.

La Taula 10 no mostra diferències destacables entre els dos grups d'empreses, obtenint resultats molt similars en quant a la qualitat del deute, de les EF i EnF. Ara bé, si relacionem la proporció de deutes que són exigibles a curt termini amb el nivell de liquiditat que presenten unes i altres, si s'observen diferències. Com s'ha comprovat anteriorment, les EF gaudeixen d'una millor liquiditat respecte a les EnF (Figures 3 i 4). Per tant, encara que presenten un percentatge molt semblant de deutes que són exigibles a curt termini, l'actiu corrent del que disposen les EF és superior del que disposen les EnF. I per tant, es dedueix que, seran les EF les que estaran millor preparades per complir amb els compromisos de pagament a curt termini, amb garanties i en els terminis fixats.

Si s'observa l'evolució de la ràtio, es veu com el nivell mitjà d'endeutament a curt termini ha disminuït tant en les EF com en les EnF, amb independència de la seva dimensió. D'aquests resultats es podria deduir els esforços que estan fent les empreses per refinançar els seus deutes, ja sigui a través de l'ampliació dels terminis de crèdit o a través de la capitalització del deute. No es pot obviar que, en l'actualitat, la majoria d'empreses que demanden crèdit, ho fan amb l'objectiu de refinançar deutes, i no per realitzar noves inversions de caràcter productiu.

A la Taula 11 es mostren els resultats obtinguts per sectors, on destaca el sector de la construcció, com aquell sector que presenta pitjor qualitat d'endeutament, tant en EF com en EnF, amb valors que es situen en tots els períodes per damunt del 80%, el que indica la precària situació que estant patint aquestes empreses des de l'esclat de la bombolla immobiliària.

|                                                | Qualitat del deute |        |        |        |        |
|------------------------------------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                                | 2012               | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar. Indústria</b>             | 74.61%             | 74.47% | 75.00% | 74.38% | 77.71% |
| <b>Empresa familiar. Construcció</b>           | 81.58%             | 83.34% | 83.53% | 86.79% | 88.12% |
| <b>Empresa familiar. Comerç i transport</b>    | 78.30%             | 78.74% | 79.24% | 79.76% | 80.33% |
| <b>Empresa familiar. Serveis</b>               | 70.87%             | 70.11% | 69.47% | 72.02% | 74.34% |
| <b>Empresa no familiar. Indústria</b>          | 74.13%             | 72.65% | 73.81% | 73.68% | 74.63% |
| <b>Empresa no familiar. Construcció</b>        | 85.54%             | 88.07% | 87.62% | 88.60% | 87.73% |
| <b>Empresa no familiar. Comerç i transport</b> | 78.06%             | 76.76% | 80.50% | 82.07% | 82.20% |
| <b>Empresa no familiar. Serveis</b>            | 78.09%             | 78.11% | 78.24% | 76.48% | 82.90% |

Taula 11. Qualitat del deute segons tipus d'empresa i sector

#### 4.2. Efectes de l'endeutament sobre la rendibilitat

Incrementar la quantitat de deute que presenta una empresa té un efecte sobre la rendibilitat de la mateixa, la qual depèn del cost financer del deute. Un increment del deute repercutirà en un increment de la rendibilitat financera (ROE) sempre que el cost del deute sigui inferior a la rendibilitat del negoci. Aquest efecte palanquejament financer permetrà la substitució de finançament propi per aliè, fins al límit que permeti la garantia de la pròpia solvència de l'empresa (Gonzalo, Pérez & Serrano, 1998).

En aquesta línia s'ha volgut comprovar si l'efecte de l'endeutament i el seu cost, repercuteix de forma diferent en la rendibilitat obtinguda per les EF i EnF.

##### 4.2.1. Cost Endeutament ( $i$ ) = Despeses Financeres/Recursos aliens amb cost

|                                    | Cost endeutament |        |       |        |        |
|------------------------------------|------------------|--------|-------|--------|--------|
|                                    | 2012             | 2011   | 2010  | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 5.85%            | 5.70%  | 4.87% | 5.78%  | 14.88% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 12.72%           | 10.22% | 9.46% | 10.14% | 10.45% |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 10.28%           | 10.89% | 5.62% | 9.41%  | 8.30%  |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 13.20%           | 6.07%  | 7.59% | 9.89%  | 6.74%  |

Taula 12. Cost d'endeutament segons tipus d'empresa i dimensió

Si s'analitza el cost de finançament aliè per dimensió, s'observa com les EF grans es financen a un cost de capital aliè inferior al de les EnF grans, i que aquest finançament té un caràcter estable. Mentre que pel cas de les EF mitjanes, succeeix el contrari.

A la Taula 12 es comprova com l'any 2012, l'EF gran està suportant un cost de finançament aliè mitjà del 5,85%, mentre que l'EnF està suportant un cost del 10,28%, pràcticament 5 punts percentuals més que l'EF. Les diferències no són tant acusades en el cas de les empreses mitjanes, on les EF han suportat l'any 2012 un cost de capital aliè mitjà del 12,72% enfront al 13,20% que estaven pagant de mitjana les EnF.

Aquests resultats corroboren la suposició que les EF reben millor tracte en les entitats financeres en la fixació de condicions d'un préstec. Característiques com l'estabilitat del negoci que passa d'una generació a una altra, reinversió de beneficis, conservadorisme, garantia personal, etc, són trets que permeten oferir un suplement de solvència i de compliment de les obligacions financeres en les EF, que finalment es plasma en un menor cost del capital. Aquesta major responsabilitat i implicació dels seus directius i la cohesió familiar, que en èpoques de crisi és major, afavoreix que la família rebi suport.

Dit això però, al període 2011-2012 s'observa en general, un augment significatiu del cost d'endeutament (i) que han de suportar tant EF com EnF. Aquest augment del cost, pot justificar-se en l'entorn macroeconòmic que vivia l'economia mundial en general, i la espanyola en particular. Amb la crisi del deute que va esclatar en 2010 i una prima de risc a Espanya, que en 2011 va marcar màxims històrics (més de 450 punts bàsics), no és d'estranyar que el cost de finançament s'encarís per a totes les empreses, familiars i no familiars.

L'any 2012 tampoc va ser millor en aquest sentit, si no tot el contrari. El rescat sol·licitat pel Govern Espanyol del sector financer, la nacionalització de Bankia i la prima de risc escalant fins als 548 punts bàsics, no milloren les condicions de finançament de les empreses ni tampoc el seu accés al mercat creditici, que viu un dels pitjors moments en dècades.

|                                                | Cost endeutament |        |        |        |        |
|------------------------------------------------|------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                                | 2012             | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar. Indústria</b>             | 5.93%            | 5.43%  | 4.71%  | 5.72%  | 10.21% |
| <b>Empresa familiar. Construcció</b>           | 20.22%           | 25.05% | 17.30% | 23.52% | 28.85% |
| <b>Empresa familiar. Comerç i transport</b>    | 9.62%            | 9.67%  | 12.79% | 13.30% | 11.89% |
| <b>Empresa familiar. Serveis</b>               | 17.84%           | 10.75% | 7.63%  | 7.24%  | 8.28%  |
| <b>Empresa no familiar. Indústria</b>          | 11.66%           | 5.53%  | 7.42%  | 8.75%  | 5.52%  |
| <b>Empresa no familiar. Construcció</b>        | 7.86%            | 5.12%  | 5.05%  | 6.25%  | 6.93%  |
| <b>Empresa no familiar. Comerç i transport</b> | 21.46%           | 14.92% | 5.15%  | 16.04% | 9.35%  |
| <b>Empresa no familiar. Serveis</b>            | 5.30%            | 6.16%  | 7.96%  | 6.44%  | 8.82%  |

Taula 13. Cost d'endeutament segons tipus d'empresa i sector

Si s'analitza el cost d'endeutament per tipus d'empresa i sector (Taula 13) s'observa com en el sector de la construcció i serveis són les EF les que suporten un major cost, situant-se en 2012 en un 20,22% i un 17,84% respectivament enfront al 7,86% i 5,30% que paguen les EnF. Mentre que als sectors de la indústria i del comerç i transport són les EnF les que suporten un major cost mitjà de finançament aliè, situant-se en 2012 en un 11,66% i un 21,46% respectivament, enfront al 5,93% i 9,62% que paguen les EF.

Així mateix, amb la finalitat de conèixer quin efecte té l'endeutament sobre la rendibilitat financera de l'empresa, s'ha calculat en primer lloc, la rendibilitat econòmica (ROA) i en segon lloc, l'efecte palanquejament.

#### 4.2.2. $ROA = \text{Benefici Explotació} / \text{Total actiu}$

|                                    | ROA    |       |       |        |        |
|------------------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|
|                                    | 2012   | 2011  | 2010  | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 7.34%  | 9.12% | 9.40% | 10.39% | 10.11% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 4.35%  | 5.28% | 6.32% | 5.49%  | 6.91%  |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 2.64%  | 4.06% | 5.30% | 4.41%  | 3.49%  |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | -0.70% | 0.57% | 1.43% | -0.56% | 1.25%  |

Taula 14. Rendibilitat econòmica segons tipus d'empresa i dimensió

La Taula 14 mostra com les EF obtenen una rendibilitat econòmica (ROA) superior a les EnF, amb independència de la seva dimensió. L'any 2012 l'EF gran obté una rendibilitat econòmica mitja del 7,34% mentre que pel mateix període, l'EnF gran només obté un 2,64%. En la Figura 5 es pot observar gràficament l'evolució de la rendibilitat per a cada tipus d'empresa.

Si ens fixem en l'EF mitjana, l'any 2012 obté una rendibilitat econòmica mitja del 4,35%, mentre que l'EnF mitjana obté una rendibilitat econòmica negativa -0,70%, una diferència en favor de l'EF que s'ha manifestat al llarg de tot el període.

Aquesta major rendibilitat per part de les EF coincideix amb els resultats obtinguts en estudis previs, que han corroborat tant el millor comportament de l'EF espanyola (Duréndez & García, 2005), com la major rendibilitat econòmica de la gran EF respecte a la gran EnF (Sraer & Thesmar, 2007).

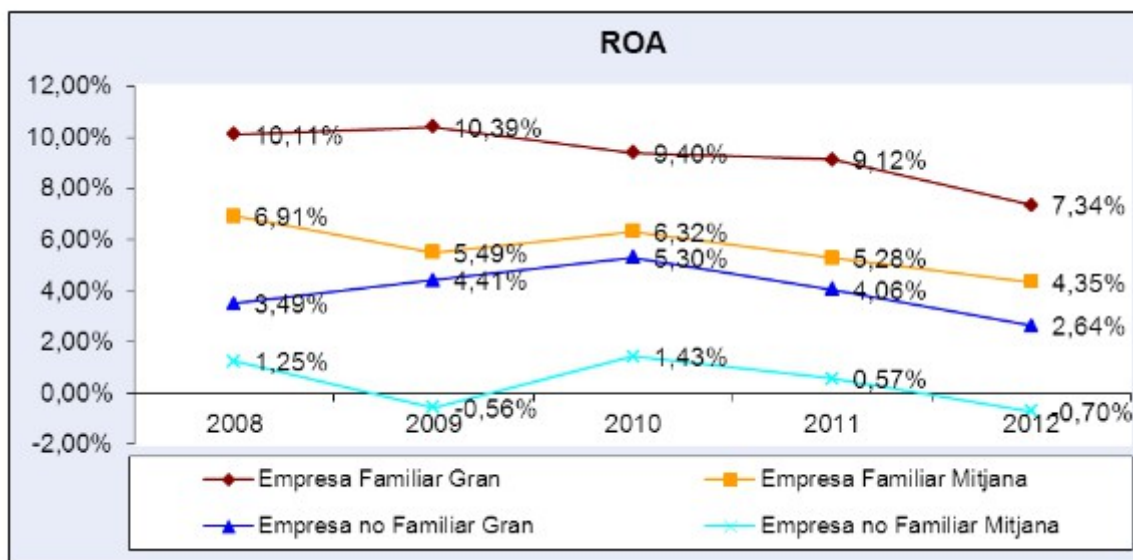


Figura 5. Rendibilitat econòmica (ROA) segons tipus d'empresa i dimensió

Si atenem a l'evolució, s'observa que tant les EF com les EnF han anat perdent rendibilitat econòmica al llarg dels períodes analitzats. Segurament perquè el Benefici d'Explotació també ho ha fet.

#### 4.2.3. Efecte Palanquejament = ROA – Cost d'endeutament (i)

|                                    | Palanquejament |        |        |         |        |
|------------------------------------|----------------|--------|--------|---------|--------|
|                                    | 2012           | 2011   | 2010   | 2009    | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 1.48%          | 3.42%  | 4.52%  | 4.61%   | -4.77% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | -8.37%         | -4.94% | -3.14% | -4.64%  | -3.54% |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | -7.64%         | -6.83% | -0.32% | -5.00%  | -4.80% |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | -13.90%        | -5.50% | -6.17% | -10.46% | -5.50% |

Taula 15. Palanquejament segons tipus d'empresa i dimensió

Les EF tenen un grau de palanquejament financer inferior a les EnF, ja que l'endeutament financer també ho és. En les EF l'empresari diposita en l'empresa la major part dels beneficis, a causa de que no té compromisos de repartiment de dividends. Aquest resultat estaria en la línia de Mishra i McConaughy (1999), on ja es constata la tendència de les EF a reduir el seu palanquejament.

A la Taula 15 es veu com únicament l'EF gran presenta un efecte palanquejament mitjà positiu, el que indica que la rendibilitat econòmica (ROA) que obté de les seves inversions és superior al cost de capital aliè (i) que ha de suportar, exceptuant l'any 2008 on també és negatiu. Les EnF obtenen de mitjana un efecte palanquejament negatiu en tots els períodes analitzats i superior al de la EF. Això pot explicar-se perquè les EF obtenen de mitja una rendibilitat econòmica superior a les EnF i a més a més suporten un cost de finançament aliè menor.

Per tant dels resultats obtinguts, es pot deduir que únicament les EF grans són les que a través d'aquest palanquejament positiu, es beneficien de l'endeutament financer, ja que aquest fa de "palanca" i aconsegueix augmentar la rendibilitat financera (ROE).

En canvi, per la resta d'empreses, l'endeutament financer no només no les ajuda a millorar la rendibilitat financera, si no que les perjudica, reduint-la a causa del palanquejament negatiu.

#### 4.3. Efectes de la crisi sobre les empreses familiars i no familiars

Segons l'estudi realitzat per l'Institut de l'Empresa Familiar (IEF), la reinversió de beneficis és el principal mitjà de finançament en les EF. Una política provocada per l'aversion a l'endeutament que demostren molts empresaris familiars que tenen por de perdre el control de l'empresa en el futur. A més, aquestes empreses, es caracteritzen per polítiques de

repartiment de dividends restrictives i per la reticència a la incorporació de socis externs al grup familiar al capital. Aquesta falta de distribució de beneficis, no és neutral quant a les seves conseqüències, si no que de vegades es manifesta com una font de conflictes entre els accionistes actius que dirigeixen l'empresa, que poguessin estar ben remunerats i els accionistes passius que exigeixen dividends, i que si no els obtenen voldran vendre les seves accions.

Amb l'objectiu de comprovar aquestes afirmacions hem analitzat quina ha estat la pauta de les empreses de la mostra durant el període pel que fa a la distribució de dividends. En la Taula 16 podem observar els dividends totals que han repartit les empreses de la mostra al llarg del període (no s'han tingut en compte les empreses amb pèrdues que hagin pogut repartir dividends amb càrrec a reserves, ni les que no proporcionaven informació sobre les seves reserves).

#### 4.3.1. *Dividends = Benefici Net – Increment de reserves*

|                                    | Dividends en milers € |              |              |              |              |
|------------------------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                    | 2011                  | 2010         | 2009         | 2008         | Total        |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 478,773.79            | 596,423.52   | 613,987.85   | 532,861.17   | 2,222,046.33 |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 150,284.92            | 149,364.50   | 208,147.19   | 109,000.44   | 616,797.05   |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 1,885,433.44          | 2,780,461.76 | 1,402,864.82 | 2,286,566.15 | 8,355,326.17 |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 1,301,294.45          | 642,770.59   | 593,160.31   | 574,622.74   | 3,111,848.08 |

Taula 16. Distribució total de dividends segons tipus d'empresa i dimensió

Tal i com es pot observar, les EnF en conjunt, tot i ser menys nombroses, han repartit al llarg del període 2008-2011 un total de 11.467.174,25 milers d'euros, una quantitat quatre vegades superior a la mostrada per les EF, que en conjunt han repartit 2.838.843,37 milers d'euros (Figura 6). A simple vista, aquest resultat ja dona una primera idea del diferent comportament que unes i altres empreses poden haver seguit a l'hora d'aplicar el resultat, confirmant les hipòtesis prèvies referents a la preferència de l'EF per l'autofinançament.

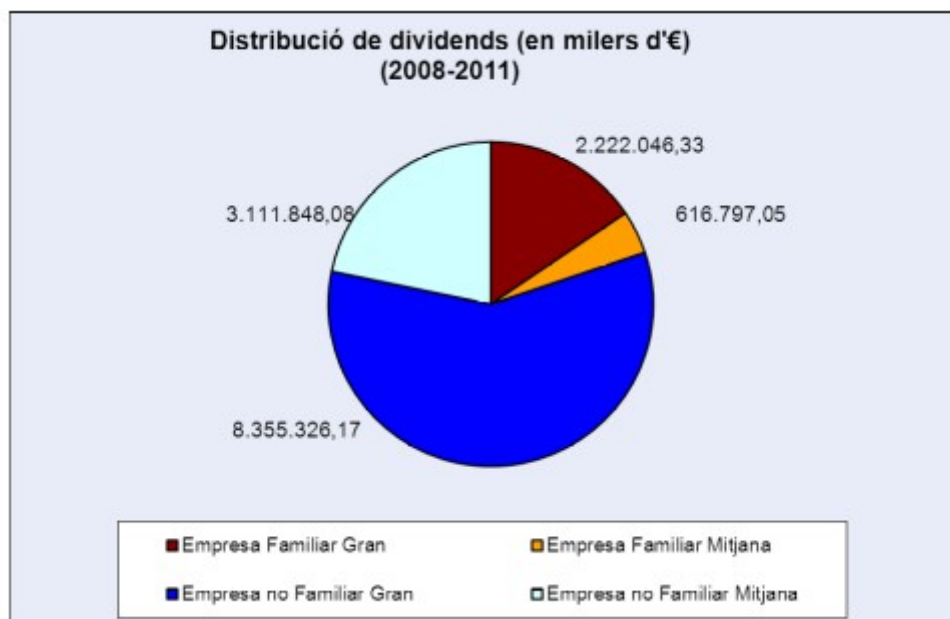


Figura 6. Dividends distribuïts en el període 2008-2011 segons tipus d'empresa i dimensió

Per tal de confirmar les percepcions extretes en el punt anterior, també s'ha calculat el pay-out (Taula 17), és a dir, el percentatge de beneficis que es destina al repartiment de dividends. I en aquesta ocasió, també s'han fet visibles importants diferències entre els dos grups analitzats, essent les EF les que distribueixen menys beneficis, optant per aplicar polítiques de distribució més restrictives i generant així un major nivell d'autofinançament.

#### 4.3.2. $\text{Pay-out} = \text{Dividends} / \text{Benefici net}$

|                                    | Pay-out |        |        |        |
|------------------------------------|---------|--------|--------|--------|
|                                    | 2011    | 2010   | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 57.26%  | 56.84% | 43.31% | 41.53% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 45.82%  | 43.32% | 45.43% | 40.64% |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 75.58%  | 74.06% | 57.43% | 68.34% |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 57.16%  | 58.85% | 63.36% | 47.32% |

Taula 17. % de beneficis distribuïts segons tipus d'empresa i dimensió

Com es pot comprovar, les EnF han destinat una major proporció del seu benefici a la distribució de dividends. Així, s'observa com al llarg del període la gran EnF ha destinat entre el 57 i el 75% dels seus beneficis a aquesta finalitat, uns nivells significativament superiors als observats en les grans empreses familiars (entre el 41 i el 58% dels beneficis s'han destinat a

dividends). Aquesta tendència també s'ha observat de manera clara entre les mitjanes empreses, on les EF han destinat a dividends entre un 40 i un 46% dels seus beneficis, una proporció sempre inferior a la mostrada per part de les EnF (entre un 47 i un 64%).

Aquests resultats, per tant, permeten confirmar la preferència de l'EF per "l'autofinançament per enriquiment", és a dir, per l'autofinançament intern, a través de la constitució de reserves. Certament, aquests resultats confirmen que l'EF presenta una jerarquia pròpia respecte a les seves preferències de finançament, mostrant una política de repartiment dividends més restrictiva, que es fonamenta en la retenció de beneficis a favor d'una major autonomia financera. Aquesta evidència coincideix amb altres treballs, com el recent de Monreal i Sánchez (2012).

Un cop identificades les diferències existents entre EF i EnF, tant pel que fa a la seva estructura patrimonial i financera com pel que fa a les preferències de gestió, s'ha volgut comprovar si aquestes poden haver contribuït a que els dos tipus d'empresa hagin experimentat de manera diferent els efectes de la crisi. Per aquest motiu, en la Taula 18 es mostra el percentatge d'empreses que han incorregut en pèrdues en cadascun dels exercicis econòmics analitzats.

|                                    | % Empreses amb pèrdues |        |        |        |        |
|------------------------------------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                    | 2012                   | 2011   | 2010   | 2009   | 2008   |
| <b>Empresa familiar gran</b>       | 25.56%                 | 15.56% | 13.33% | 17.78% | 11.11% |
| <b>Empresa familiar mitjana</b>    | 19.13%                 | 15.43% | 13.48% | 17.83% | 15.87% |
| <b>Empresa no familiar gran</b>    | 27.69%                 | 27.69% | 23.08% | 18.46% | 16.92% |
| <b>Empresa no familiar mitjana</b> | 33.33%                 | 26.67% | 22.96% | 28.89% | 30.37% |

Taula 18. Percentatge d'empreses amb pèrdues segons tipus d'empresa i dimensió

Tal i com es pot observar, els efectes de la crisi no s'han fet notar amb la mateixa intensitat en els comptes de resultats dels diferents tipus d'empresa. Concretament, s'observa com en tots els anys de la mostra el percentatge d'EF que han incorregut en pèrdues sempre ha estat inferior. Destacaria per una banda el comportament de les empreses familiars mitjanes, que sempre han mantingut un percentatge d'empreses amb beneficis per damunt del 80%. Resultats molt similars els obtinguts per les grans EF, si bé en el 2012 una de cada quatre d'aquestes empreses va enregistrar pèrdues. Pel que fa a les EnF, observem com al 2012 una de cada tres empreses mitjanes va presentar pèrdues, un percentatge superior al observat els anys anterior (entre el 23 i el 30% d'empreses amb pèrdues). Pel que fa a les grans EnF, destacar que si bé al començament del període "únicament" un 17% d'elles van experimentar pèrdues, aquesta xifra s'ha anat incrementant any rere any fins arribar al 27,69% actual.

Dels resultats obtinguts, també destaca que en els darrers dos anys la quantitat d'empreses amb pèrdues s'ha anat incrementant en tots els tipus d'empresa sense excepció, assolint d'aquesta manera el major nivell d'empreses amb pèrdues en totes les categories en l'últim any. La qual cosa posa de manifest els problemes que les empreses continuaven experimentant en 2012 com a conseqüència de la crisi.

En definitiva, els resultats observats ens fan pensar que les EF estan suportant millor els efectes de la crisi, un resultat que pot tenir la seva explicació en les característiques diferencials observades al llarg de l'estudi, on destacaria principalment la menor dependència financera de les EF. Si bé, també s'han de tenir en compte factors més qualitius, com la major implicació dels membres de l'empresa o l'existència d'una clientela fidel.

## **5. Conclusions**

Aquest estudi presenta un anàlisi comparatiu sobre l'evolució de l'estructura econòmica i financera que presenten les empreses familiars (EF) i les empreses no familiars (EnF) des de l'any 2008 fins l'any 2012, utilitzant una mostra de 750 empreses de Catalunya.

La seva finalitat és poder donar resposta a dos qüestions principals: identificar les característiques diferencials de l'EF respecte a l'EnF i comprovar si aquestes característiques diferencials han permès a les EF aguantar millor la crisi econòmica.

L'estudi posa de manifest una sèrie de trets diferencials força interessants, que distingeixen a les EF i EnF, entre els quals i a mode síntesi es poden destacar:

- Les EF presenten una menor dependència financera que les EnF.
- Les grans EF presenten millor cobertura que les EnF. Però s'obtenen resultats contraris en el cas de les EF mitjanes.
- Les EF presenten uns nivells de liquiditat més elevats que les EnF, amb independència de la seva mida.
- En quant a l'endeutament, els dos grups d'empreses presenten uns nivells d'endeutament elevats, amb valors entorn a 2 i fins i tot molt superiors.
- Les EnF presenten un valor més elevat d'endeutament que les EF.
- En quant a l'endeutament financer o amb cost, les EnF gaudeixen d'una proporció més gran de finançament gratuït.

- Les EF grans es financen a un cost de capital aliè inferior al de les EnF grans.
- Les EF obtenen una rendibilitat econòmica més elevada que les EnF.
- Únicament les grans EF presenten palanquejament positiu.
- Les EnF han repartit al llarg del període i en termes absoluts, 4 vegades més dividendes que les EF.
- Preferència de les EF per “autofinançament per enriquiment” a través de la constitució de reserves.
- En tots els anys de la mostra, el percentatge d’EF que han incorregut en pèrdues sempre ha estat inferior.

En definitiva, dels resultats observats, amb les limitacions derivades de la mostra utilitzada, es dedueix que les EF estan aguantant millor els efectes de la crisi durant el període analitzat (2008-2012) caracteritzat per la disminució de l’activitat econòmica i la restricció de les empreses al crèdit. El que situa a aquest tipus d’empreses en millors condicions que la resta, alhora d’afrontar una incipient etapa de recuperació. Si bé, també s’han de tenir en compte factors més qualitatius, com la major implicació dels membres de l’empresa o l’existència d’una clientela fidel.

## Referències

- AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N.J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *The Journal of Finance*, September, 4: 1325-1331.
- AMAT, J.M. (2001). *La continuidad de la empresa familiar* (3ª Edición). Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- ANDERSON, R.C.; REEB, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58: 1301-1328.  
<http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- BARTON, S.L.; MATTHEWS, C.H. (1989). Small firm financing: Implications from a strategic management perspective. *Journal of Small Business Management*, January: 1-7.
- BERENT-BRAUNN, M.M.; UHLANER, L.M. (2012). Socioemotional wealth in family firms. Theoretical dimensions, assessment approaches and agenda for future research. *Family Business Review*, 19(1): 65-72.
- CARNEY, M.; GEDAJLOVIC, E. (2002). The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies*, 39(1): 123-146. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-6486.00285>
- CASSON, M. (1999). The economics of family firms. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1): 10-23. <http://dx.doi.org/10.1080/03585522.1999.10419802>
- CHUA, J.H.; CHRISMAN, J.J.; STEIER, L.P. (2003). Extending the theoretical horizon of family business research. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, summer, 27(4): 331-338.
- CROMIE, S.; STEPHENSON, B.; MONTIETH, D. (1995). The management of family firms: An empirical investigation. *International Small Business Journal*, 13: 11-34.  
<http://dx.doi.org/10.1177/0266242695134001>
- CROMIE, S.; DUNN, B.; SPROULL, A.; CHALMERS, D. (2001). Small firms with a family focus in the Scottish Highlands and Islands. *The Irish Journal of Management*, 22(2): 45-66.
- CRONQVIST, H.; NILSSON, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4): 695-719. <http://dx.doi.org/10.2307/4126740>
- DURÉNDEZ, G.; GARCÍA, D. (2005). Diferències econòmico-financeres entre les empreses familiars i les no familiars. *Revista de Comptabilitat i Direcció*, 2: 243-267.
- GALVE, C.; SALAS, V. (2011). ¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamiento, y resultados en las empresas españolas cotizadas?. *Revista de Economía Aplicada*, 57(XIX): 5-34.

- GANDERRIO, B. (1999). *Financial performance of family and non-family businesses*. Paper University of Central Arkansas, Smalls Business Advancement national Center United States.
- GERSTICK, K.E.; DAVIS, J.A.; HAMPTON, M.; LANSBERG, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business Scholl Press.
- GONZALO, J.A.; PÉREZ, J.; SERRANO, R. (1998). *Contabilidad Superior*. Análisis Económico-Financiero y Patrimonial, Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España, Madrid.
- GUINJOAN, M.; MURILLO, C.; PONS, J. (2004). *L'empresa familiar a Catalunya. Quantificació i característiques*. Generalitat de Catalunya, CIDEM.
- HAMILTON, R.T.; FOX, M.A. (1998). The financing preferences of smalls firm owners. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-55.
- HARVEY, S.J. (1999). Owners as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-55. <http://dx.doi.org/10.1080/13571519984304>
- MANDL, I. (2008). *Overview of family business relevant Issues*. Final Report. European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General. Vienna.
- MARTÍN, A.; CRESPI, R. (2012). *La financiación externa de las empresas familiares españolas y el impacto de la crisis: análisis comparado*. Estudios de la Càtedra Banca March de l'empresa familiar. Accés en línia:  
[http://www.um.es/cef/joomla/index.php?option=com\\_remository&Itemid=201&func=fileinfo&id=1](http://www.um.es/cef/joomla/index.php?option=com_remository&Itemid=201&func=fileinfo&id=1)
- MARTIN-REYNA, J.; DURAN-ENCALADA, J. (2012). The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3: 106-117. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.001>
- McCONAUGHY, D.L.; WALKER, M.C.; HENDERSON, G.; MISHRA, C. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7(1): 1-19. [http://dx.doi.org/10.1016/S1058-3300\(99\)80142-6](http://dx.doi.org/10.1016/S1058-3300(99)80142-6)
- McCONAUGHY, D.L.; MATTHEWS, C.H.; FIALKO, A.S. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1): 31-49. <http://dx.doi.org/10.1111/0447-2778.00004>
- MILLER, D.; MINICHILLI, A.; CORBETTA, G. (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal*, 34(5): 553-571. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.2024>
- MIRALLES-MARCELO, J.L.; MIRALLES-QUIRÓS, M.M.; LISBOA, I. (2014). *The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain*. (forthcoming).

- MISHRA, C.; MCCONAUGHY, D.L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4): 53-64.
- MOLLY, V.; LAVEREN, E.; JORISSEN, A. (2012). Intergenerational differences in family firms: Impact on capital structure and Growth Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4): 703-725. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00429.x>
- NAVARRETE, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. Tesis doctoral. Universidad de La Rioja, 2012.
- NIETO, M.; CASASOLA, M.; FERNÁNDEZ, Z.; USERO, B. (2009). Impacto de la implicación familiar y de otros accionistas de referencia en la creación de valor. *Revista de Estudios Empresariales*, 2: 5-20.
- PIRAEUS TRADERS ASSOCIATION (2009). *Family businesses have greater resistance toward the impacts of the financial crises*. 19/03/2009.
- POLLAK, R.A. (1985). A transaction cost approach to families and households. *Journal of Economic Literature*, 23: 581-608.
- RAMÍREZ, A.A.; DIÉGUEZ, J.; LÓPEZ, P. (2011). Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: Utilización de la base de datos SABI para su clasificación. *Revista de Empresa Familiar*, 1(1): 53-67.
- REYNOLDS, P.D. (1995). *Family firms in the start up process: Preliminary explorations*. Paper-Annual Meeting of the International Family Business program Association, Nashville, Tennessee, July.
- ROMANO, C.A.; TANEWSKI, G.A.; SMYRNIOS, K.X. (2000). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16: 285-310. [http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)
- SHARMA, P.; CHRISMAN, J.J.; CHUA, J.H. (1997). Strategic Management of the family Business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1): 1-35.
- SIAKAS, K.; NAARANOJA, M.; VLACHAKIS, S.; SIAKAS, E. (2014). Family businesses in the new economy: How to survive and develop in times of financial crisis. *Procedia Economics and Finance*, 9: 331-341. [http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00034-3](http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00034-3)
- SRAER, D.; THESMAR, D. (2007). Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4): 709-751. <http://dx.doi.org/10.1162/JEEA.2007.5.4.709>
- STEIN, J. (2002). Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms. *Journal of Finance*, 57: 1891-1921. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00483>

- SUESS, J. (2014). Family governance – Literature review and the development of a conceptual model. (forthcoming).
- UPTON, N.; PETTY, W. (2000). Venture capital investment and US family business. *Venture capital*, 2(1): 27-39. <http://dx.doi.org/10.1080/136910600295792>
- VLACHAKIS, S.; CHATZIPOULIDIS, A.; BELIDIS, A. (2001). Research on the operation conditions for Greek family businesses during financial crisis. *International Journal of Practical Issues in Management & Economics*, 4(1): 136-147.
- WANG; Y.; ZHOU, H. (2012). *Are family firms better performers during the financial crisis?* SSRN Working papers series. (July 2012). Disponible a SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2201863> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2201863>. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2201863>
- WESTHEAD, P.; COWLING, M. (1998). Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 3(1): 30-52. <http://dx.doi.org/10.1108/13552559710170892>

Intangible Capital, 2014 ([www.intangiblecapital.org](http://www.intangiblecapital.org))



El artículo está con Reconocimiento-NoComercial 3.0 de Creative Commons. Puede copiarlo, distribuirlo y comunicarlo públicamente siempre que cite a su autor y a Intangible Capital. No lo utilice para fines comerciales. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/es/>