

*José Andrés Dorta Velázquez y Jerónimo Pérez Alemán**

Formación de juicios en el análisis contable de la empresa familiar: Estudio de un caso real

1. INTRODUCCIÓN

Un análisis riguroso de la realidad económico-financiera de una empresa familiar requiere complementar la información que emana de sus estados contables con otra información cuantitativa o cualitativa procedente del macroentorno (económico, tecnológico, político, socio-cultural, demográfico, etc.) o de los grupos de interés con los que opera la empresa (administraciones públicas, clientes, proveedores, personal, socios, etc.). Si bien esta forma de proceder no difiere de la metodología a aplicar a otras entidades, el estudio del denominado “efecto familia” es una singularidad que precisa de una especial atención por parte del analista.

El estudio del denominado “efecto familia” es una singularidad que precisa de una especial atención por parte del analista

La información contenida en los estados contables subyace bajo la presunción de continuidad de la actividad empresarial, por lo que el analista financiero debe valorar si existen factores que condicionan este principio contable básico, pudiendo ocurrir que la información financiera manifieste una situación favorable —adecuada rentabilidad, eficiencia y solvencia— y, sin embargo, pueden existir elementos procedentes del ámbito familiar que conduzcan a un enjuiciamiento diferente (jubilación del insider —creador de valor—,

conflictos personales, escasa capacitación profesional de los sucesores, “podas del árbol” que impliquen escisiones de la actividad productiva, etc.).

Tal y como ponen de manifiesto Dorta y Pérez (2001), en los objetivos y fases metodológicas del análisis de la información financiera de una empresa familiar se han de considerar aspectos como los siguientes:

- a) Los estados contables pueden verse distorsionados por la realidad económico-financiera de dos marcos organizativos diferentes, empresa y familia, existiendo la dificultad de separar el patrimonio familiar del patrimonio empresarial. Es evidente que una información contable no auditada condiciona el análisis financiero, siendo necesario dirimir si tal información goza de suficientes garantías de fiabilidad para emitir juicios válidos y razonables. Pero además de esta importante limitación, es menester resaltar otras como: la identificación de los activos que se encuentran afectos a la actividad empresarial respecto a los activos extrafuncionales de titularidad familiar, los precios de transferencias derivados de operaciones financieras activas y pasivas, la posibilidad de acuerdos contractuales de contenido económico entre los miembros de la familia no reflejados en el sistema de información contable de la empresa, política de salarios establecida por defecto o exceso respecto a los precios de mercado, distribución de beneficios no ortodoxas, etc.

* Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

b) Los conflictos de intereses respecto a la formulación de un posible protocolo familiar provocan demandas diferentes con repercusión en los objetivos del análisis financiero, ya que los primeros reclaman un enjuiciamiento del equilibrio económico-financiero de la empresa en aras de facilitar los procesos de toma de decisiones, mientras otros muestran una mayor preocupación por la valoración de sus participaciones. La información contable sujeta a los principios de continuidad y precio de adquisición no satisface los intereses de estos últimos accionistas que tienen como deseo básico conocer el valor de sus participaciones. Por tanto, la valoración actual de las mismas es un objetivo a incorporar a los que tradicionalmente vienen señalándose como ejes del análisis financiero (rentabilidad y solvencia).

Teniendo presente tales precisiones, este trabajo tiene como propósito exponer cómo la emisión de juicios está condicionada por la formación teórica de los analistas, no sólo con relación a las técnicas empleadas en el análisis contable, sino también sobre las presunciones que se tengan sobre la entidad —en nuestro caso, la empresa familiar—.

A los efectos de lograr este objetivo nos fundamentamos, a modo exploratorio, en la experiencia adquirida en un caso real, estructurando nuestro trabajo de la siguiente manera: en primer lugar, detallamos las características básicas del caso; en segundo término, destacamos las consideraciones teóricas poseídas por los analistas con relación al comportamiento financiero de la empresa familiar y respecto al modelo utilizado para el análisis de la rentabilidad; a continuación, exponemos los razonamientos explícitos e implícitos de los analistas; y finalmente, sintetizamos las conclusiones más significativas.

2. CARACTERIZACIÓN DEL CASO

Inicialmente, el socio-gerente remitió una carta de encargo en la que se relacionaba una serie de ratios, algunas redundantes y otras imposibles de calcular con la información actualmente disponible por la empresa. En dicha carta se constataba una especial atención hacia al uso de algunas ratios convencionales, sin manifestar claramente cuál era la finalidad del estudio a emprender. En la primera reunión de trabajo, nuestro interés se centró en descubrir cuál era la finalidad del estudio, resaltando que las técnicas y herramientas de análisis iban a estar condicionadas por los objetivos deseados, así como por la calidad de la información disponible. En este sentido, el objetivo básico deseado por el socio-gerente se pudo concretar en la siguiente pregunta: *¿Qué factores están condicionando la rentabilidad financiera en cada ejercicio económico?*

Asimismo, la formación económico-financiera de los responsables de la empresa exigía un doble esfuerzo, pues el informe no sólo debía enjuiciar la situación de la empresa a partir de sus datos contables, sino estar en sintonía con los conocimientos de sus principales destinatarios, por lo que se precisaba aportar explicaciones que favoreciesen la formación de los mismos y que facilitaran la lectura del informe. No obstante, el socio-gerente solicitó que se le realizaran explicaciones adicionales que le permitiesen una comprensión más exhaustiva sobre algunas afirmaciones contenidas en el informe final.

Para el diagnóstico de la situación económico-financiera de la empresa se contaba exclusivamente con los datos aportados en el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (véase cuadros 1 y 2). A este respecto, es menester señalar que los estados contables han sido objeto de una auditoría voluntaria en 1998, si bien la realidad económico-financiera reflejada en los mismos engloba algunas particularidades resultantes de la gestión familiar (activos no afectos a la explotación, derechos de cobro frente a los socios sin vencimiento definido, préstamos a empresas del grupo familiar con coste financiero inferior al de mercado, etc.).

Por lo que se refiere a la empresa objeto de análisis, las primeras reuniones de progreso permitieron identificar los siguientes aspectos:

- a) De los seis propietarios, únicamente tres hijos y un cuñado del fundador ya fallecido (H1, H2, H3 y C1) tienen una implicación directa en el grupo empresarial, en el sentido de que desarrollan actividades directamente vinculadas con la dirección, gestión y control, no realizando tales actividades ni la madre o esposa del fundador (M) ni una hija (H4). Así mismo, existe un trabajador que realiza labores de tipo contable y administrativo que tiene un vínculo consanguíneo de segundo orden —primo de los hijos (P)—. Finalmente, existe en la familia un importante número de primos, algunos de los cuales han decidido encauzar su carrera laboral en otras empresas ajenas al grupo.
- b) La empresa que dio origen al grupo familiar fue creada por el padre/fundador, erigiéndose como director general y único propietario hasta su fallecimiento, momento en el que el cuadro de directivos/propietarios quedó configurado de la forma que el fundador previó en su testamento: los hermanos H1, H2, H3, H4, y los dos cuñados, C1 y C2. Tras el posterior fallecimiento del cuñado C2, el grupo de administradores queda integrado en la forma que reviste actualmente. Además de lo anterior, debemos señalar que en estos momentos el grupo está viviendo

Balance			
	AÑO 1999	AÑO 1998	AÑO 1997
B) INMOVILIZADO	116.364.889	193.418.430	210.469.218
I. Gastos de establecimiento	122.105	515.602	944.074
III. Inmovilizaciones materiales	99.720.784	187.195.918	203.818.234
1. Terrenos y construcciones	51.881.890	135.679.000	135.679.000
2. Instalaciones técnicas y maquinaria	56.623.319	71.974.560	71.974.560
3. Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	34.113.346	34.558.981	32.486.998
5. Otro inmovilizado	3.816.837	3.167.795	5.239.778
7. –Amortizaciones	–46.714.608	–58.184.418	–41.562.102
IV. Inmovilizaciones financieras	16.522.000	5.706.910	5.706.910
1. Participaciones en empresas del grupo	10.815.090		
7. Depósitos y fianzas constituidas a largo plazo	5.706.910	5.706.910	5.706.910
D) ACTIVO CIRCULANTE	525.659.159	320.471.272	249.863.326
III. Deudores	330.147.337	178.081.623	182.760.323
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	114.685.048	113.258.428	118.065.360
2. Empresas del grupo, deudores	14.356.379	5.741.346	
4. Deudores varios	205.320.086	66.156.457	71.804.536
5. Personal	155.000	129.935	40.000
6. Administraciones Públicas	3.009.335	173.968	138.579
7. –Provisiones	–7.378.511	–7.378.511	–7.288.152
IV. Inversiones financieras temporales	59.898.960	60.000.000	0
5. Cartera de valores a corto plazo	59.898.960	60.000.000	
VI. Tesorería	135.612.862	82.389.649	67.103.003
TOTAL ACTIVO	642.024.048	5.413.889.702	460.332.544
A) FONDOS PROPIOS	546.716.787	421.176.680	343.230.943
I. CAPITAL SUSCRITO	197.080.000	197.080.000	197.080.000
IV. OTRAS RESERVAS	224.096.680	146.150.943	124.079.385
1. Reserva legal	17.179.300	9.384.726	3.986.810
5. Otras reservas	206.917.380	136.766.217	120.092.575
V. RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	0	0	–31.907.599
2. (–) Resultados negativos de ejercicios anteriores			–31.907.599
VI. PERD.Y GANANCIAS (Beneficio(+) o Pérdida(–))	125.540.107	77.945.737	53.979.157
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO	14.852.114	15.779.669	15.452.582
IV. OTROS ACREEDORES	14.852.114	15.779.669	15.452.582
1. Deudas representadas por efectos a pagar	14.852.114	15.779.669	15.452.582
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO	80.190.147	76.933.353	101.648.972
III. DEUDAS CON EMP.GRUPO Y ASOC. A.C.P.	0	0	23.404.011
1. Deudas con empresas del grupo			23.404.011
IV. ACREEDORES COMERCIALES	71.175.560	62.474.239	70.686.029
1. Anticipos recibidos por pedidos	119.559		1.833.196
2. Deudas por compras o prestaciones de servicios	71.056.001	62.474.239	68.852.833
V. OTRAS DEUDAS NO COMERCIALES	9.014.587	14.459.114	7.558.932
1. Administraciones públicas	7.195.587	9.469.737	6.660.881
2. Deudas representadas por efectos a pagar		4.413.777	
3. Otras deudas			898.051
4. Remuneraciones pendientes de pago	1.819.000	575.600	
TOTAL PASIVO	642.024.048	513.889.702	460.332.544

Cuadro 1

Pérdidas y Ganancias			
DEBE	1999	1998	1997
A) GASTOS	336.550.463	331.268.316	298.104.889
2. Aprovisionamientos:	178.624.410	180.975.521	10.617.134
a) Consumo de mercaderías	–1.573.863	1.866.518	6.977.199
b) Consumo de materias primas y otras m. Consumibles	176.237.667	175.093.818	3.639.935
c) Otros gastos externos	3.960.606	4.015.185	0
3. Gastos de personal	46.115.906	38.378.021	31.324.385
a) Sueldos, salarios y asimilados	37.229.472	31.954.894	27.155.993
b) Cargas sociales	8.886.434	6.423.127	4.168.392
4. Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	16.667.133	17.050.788	16.635.840
5. Variación de las provisiones de tráfico		90.359	
a) Variación de provisiones de existencias		90.359	
6. Otros gastos de explotación	95.021.381	87.862.900	238.177.146
a) Servicios exteriores	91.747.208	84.721.230	227.734.067
b) Tributos	3.274.173	3.141.670	10.443.079
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN	48.486.304	70.576.982	52.956.389
7. Gastos financieros y otros gastos asimilados	2.740	41.950	51.809
a) Por deudas con empresas del grupo		33.165	
c) Por deuda con terceros y gastos asimilados	2.740	8.785	51.809
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	1.247.180	1.460.402	1.459.840
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	75.806.623	9.049.802	809.742
13. Gastos extraordinarios	108.448	26.540	51.761
14. Gastos y pérdidas de otros ejercicios	10.445	3.700.788	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS	75.806.623	9.049.802	809.742
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	12.540.107	81.087.186	55.225.971
15. Impuesto sobre Sociedades		3.141.449	1.246.814
16. Otros impuestos			
VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	125.540.107	77.945.737	53.979.157
HABER	1999	1998	1997
B) INGRESOS	462.090.570	409.214.053	352.084.046
1. Importe neto de la cifra de negocios	368.379.725	384.588.491	343.189.649
a) Ventas	360.868.262	378.355.461	336.138.774
b) Prestaciones de servicios	7.638.863	7.392.667	7.050.875
c) Devoluciones y rappels sobre ventas	–127.400	–1.159.637	
4. Otros ingresos de explotación	16.535.409	10.346.080	6.521.245
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	16.535.409	10.346.080	6.521.245
6. Ingresos de otros valores negociables y de créditos ...	15.729	102.890	
a) De empresas del grupo	15729	102890	
7. Otros intereses e ingresos asimilados	1.234.191	1.399.462	1.511.649
c) Otros intereses			1.511.649
d) Beneficios en inversiones financieras	1.234.191	1.399.462	
9. Beneficios en enajenación de inmov. inmat., mat., y cartera de control	75.603.222		
12. Ingresos extraordinarios	127.485	63.589	
13. Ingresos y beneficios de otros ejercicios	194.809	12.713.541	861.503

Cuadro 2

una etapa crítica, en la que se está planteando la incorporación de nuevos familiares, potenciales propietarios futuros, en la gestión del grupo familiar, decidiéndose sobre los candidatos idóneos y los puestos que deberán ocupar.

- c) En cuanto a la dimensión de la familia, se encuentra en su segunda generación, con lo que ya se ha producido un primer “traspaso de la batuta”. El padre/fundador creó la primera empresa del grupo en la década de los cuarenta, período durante el cual nace su primer hijo (H1). En la década de los cincuenta nacen el resto de los hijos (H2, H3 y H4), produciéndose, a finales de los sesenta y comienzos de los setenta, la entrada paulatina en lo que en esos momentos era ya un pequeño grupo de empresas. Posteriormente, a finales de los setenta, se incorporan al grupo dos cuñados, lo que provocó importantes conflictos internos que aún hoy permanecen, influyendo de forma decisiva en numerosos comportamientos y decisiones relacionadas con la gestión de las empresas. Antes de comenzar la década de los ochenta, fallece el padre fundador, produciéndose el “traspaso de la batuta” hacia los hijos y cuñados, quedando el cuadro de mando configurado, tras el fallecimiento del cuñado C2 diez años después, de la forma que aún perdura en la actualidad.
- d) La empresa pertenece a un grupo de empresas, en el que se integran entidades con responsabilidad limitada conjuntamente con entidades con responsabilidad ilimitada, por lo que a la problemática inherente a las empresas familiares se une la complejidad de los procesos de concentración.
- e) Finalmente, respecto a la reputación de la empresa, nos encontramos con una organización ampliamente conocida en el mercado regional en el que opera, debido al considerable número de años que lleva en el sector, en el que aún hoy sigue siendo el principal partícipe. El crecimiento continuo de los últimos años le ha permitido generar un prestigio y una imagen de empresa consolidada que hasta hace pocos años le permitió negociar con sus proveedores la oferta de productos en exclusiva. Asimismo, las entidades financieras, conocedoras de su posición financiera, no dudan en ofrecer al grupo préstamos y créditos con intereses preferenciales.

3. PRESUNCIONES TEÓRICAS DEL ANALISTA

Somos conscientes de que el análisis a realizar depende de las consideraciones teóricas que subyacen en el analista, por

lo que los razonamientos que se explicitan en el informe final son, en cierta medida, una consecuencia a priori de tales consideraciones. Por esta razón, en este epígrafe exponemos cuáles son, precisamente, las presunciones que se tienen sobre la empresa familiar, así como de la metodología a utilizar para el análisis de la rentabilidad.

3.1. Concepto y comportamiento financiero de la empresa familiar

De acuerdo con Cabrera y García (1999:20), la empresa familiar puede ser concebida como *“aquella empresa cuya propiedad está en manos de los miembros de una familia que tienen la intención de que las relaciones intraorganizativas de propiedad y control estén basadas en lazos familiares y en donde se ha producido, se está produciendo o se prevé que se va a producir en el futuro una transferencia de la empresa a un miembro de la siguiente generación de esa familia”*.

De esta definición se desprende que son tres las dimensiones que individual y/o conjuntamente delimitan el concepto de empresa familiar que, sintéticamente, responden al siguiente contenido:

- a) Propiedad/dirección de los miembros de una familia. La empresa familiar es concebida como aquella empresa que se encuentra controlada y/o dirigida mayoritariamente por personas de una única familia o un grupo reducido de familias. Se valora a la empresa familiar desde una perspectiva estructural, haciendo referencia sólo a la propiedad/dirección como dimensión definitoria.
- b) Implicación familiar. De acuerdo a esta dimensión, la empresa familiar conforma un todo indisoluble en el que interaccionan dos marcos organizativos diferentes, la empresa y la familia. A la dimensión estructural que hace referencia a la propiedad/dirección se suma una dimensión intencional, en virtud de la cual los miembros de la empresa familiar desean que se mantenga y/o incrementen la implicación familiar en las relaciones intraorganizativas de propiedad y control directivo.
- c) Transferencia generacional. Algunos autores observan que en las empresas familiares existe un deseo de transferir la entidad a la siguiente generación, como un mecanismo de perpetuar la tradición familiar y la herencia empresarial.

La repercusión de las anteriores dimensiones sobre el comportamiento financiero de la empresa familiar puede sinteti-

zarse en las proposiciones que a continuación se detallan (Dorta y Pérez, 2001);

(a) La implicación de la familia en la gestión de la empresa puede dar lugar a una serie de características (compromiso, valores compartidos, cultura, confianza, reputación, etc.) que pueden constituir importantes recursos intangibles que le permitan el éxito a largo plazo

Toda organización es susceptible de generar a lo largo del tiempo un conjunto de recursos intangibles (relaciones preferenciales con clientes y proveedores, valores compartidos por los miembros de la empresa, etc.) caracterizados por no estar sustentados en ningún elemento físico. Actualmente tales recursos intangibles no son reconocidos por el sistema de información contable en virtud de los principios contables vigentes, bien por no manifestarse a través de una transacción onerosa, bien por las dificultades de demostrar su controlabilidad por parte de la empresa o ser identificados y evaluados con fiabilidad.

Si nos centramos en las empresas familiares, algunos autores establecen que el grado de compromiso y dedicación de la familia hacia la empresa, los conocimientos tácitos y particulares de hacer negocios, etc. pueden constituir recursos intangibles de gran valor estratégico por su carácter de imitabilidad y sustituibilidad imperfecta (Peteraf, 1993). Tales recursos intangibles e indivisibles se perpetúan a través del crecimiento de la empresa (reversión de los beneficios) apoyado por estructuras de propiedad estables y orientadas al largo plazo (Leach, 1993). En este sentido, Gallo (1995) resalta que estos recursos son reconocidos por el mercado al percibir a las empresas familiares con larga trayectoria como sólidas y fiables, favoreciendo la actividad empresarial de las mismas.

(b) La sucesión puede condicionar el crecimiento y la evolución de la empresa familiar

Esta segunda proposición sostiene que los fundadores de las empresas desean transmitir sus empresas a sus hijos en aras de proporcionarles libertad, autonomía y control sobre su desarrollo personal (Ward, 1987), por lo que las transferencias de poder, propiedad y control se producen por imperativo biológico y no por las fuerzas del mercado (Churchill y Hatten, 1987). En este sentido, las empresas familiares tienden a fomentar políticas de endeudamiento poco agresivas (Cabrera y Santana, 2000) ya que las decisiones están fuertemente influidas por las necesidades de autonomía de sus propietarios/directivos (Kets De Vries, 1996) y por ello tradicionalmente se apoyan en la autofinanciación que, si bien aporta mayor autonomía financiera, también repercute en su

capacidad de crecimiento. Esta política financiera se sustenta en dos elementos consustanciales a la idiosincrasia de la empresa familiar: el miedo a seguir arriesgando y el miedo a crecer (Gallo, 1995). Por tanto, es posible que se limiten las posibilidades de crecimiento de la empresa, condicionando las posibilidades de llevar a cabo una sucesión exitosa.

(c) Las particularidades de la empresa familiar pueden repercutir en los índices de resultados.

Algunos autores señalan que las empresas familiares confunden las relaciones económicas básicas (Gallo y Pont, 1989), pues la familia y la empresa tienen culturas propias con valores y objetivos que pueden contradecirse (Beckhard y Dyer, 1983). En este sentido, se advierte que las decisiones empresariales pueden verse perturbadas por influencias familiares no sustentadas en modelos de corte racional (Calder, 1961) o existe una menor disposición a contratar expertos en dirección (Kleinsorge, 1994), lo que induce a obtener peores índices de resultados. No obstante, existen trabajos que sugieren que la coincidencia de propietarios y directivos en una misma entidad elimina los costes de agencia derivados de situaciones de información asimétrica —selección adversa y riesgo moral—, así como la reputación familiar constituye un elemento para la supervivencia y prosperidad que reduce los costes de transacción y, consecuentemente, las empresas familiares pueden obtener mejores índices de resultados (Aronoff y Ward, 1995).

En síntesis, las particularidades de la empresa familiar no son observadas como elementos neutros sino que, por el contrario, pueden potenciar o reducir la capacidad que tienen estas unidades de producción para generar valor. De acuerdo con Cabrera y Santana (2000), la calidad de las relaciones familiares y de la cultura de la familia empresarial, constituye un indicador del mayor o menor riesgo en la gestión familiar de la empresa. De esta forma, tal indicador, al que denominan “efecto familiar”, informa sobre los conflictos que puedan comprometer la viabilidad y correcto funcionamiento de la empresa, sin que existan, por otra parte, mecanismos de gobierno que puedan paliar estos inconvenientes (asambleas familiares, protocolos, planes de sucesión, etc.).

3.2. Modelo para el análisis de la rentabilidad

Los modelos de diagnóstico integrado aplicados al análisis de la rentabilidad empresarial parten de una descomposición de la rentabilidad de los fondos propios en sus factores determinantes, los cuales se recogen en un conjunto de ratios contables que contribuyen conjuntamente a explicar la rentabilidad financiera de la empresa a través de una

relación causal entre aquellos y ésta. Su denominación se debe a la aportación que realizan estos métodos en el sentido de permitir un análisis integrado, conjunto de varios factores o ratios, a diferencia del análisis individual en el que se analiza ratio por ratio.

Cabe apreciar dos tendencias principales en el desarrollo de los modelos integrales, según que la descomposición de la rentabilidad financiera se realice mediante una relación multiplicativa o aditiva de sus variables explicativas. Junto a los trabajos que han realizado un esfuerzo por descomponer la rentabilidad financiera en un producto de dos o más multiplicadores, encontramos otros que descomponen la rentabilidad financiera en varios sumandos, es decir, expresa una relación funcional lineal de las variables explicativas.

En el presente trabajo utilizaremos el modelo integrado propuesto por Dorta y Tabraue (1999), en el que se descompone la rentabilidad financiera siguiendo una orientación híbrida basada en las dos tendencias anteriormente descritas, poniendo de manifiesto los factores que influyen en la rentabilidad financiera, tanto desde un punto de vista estático como dinámico. El primero se caracteriza fundamentalmente por analizar las causas de un determinado nivel de rentabilidad, mientras que el segundo trata de cuantificar la variación que provoca en la tasa de rentabilidad financiera una modificación de los factores explicativos.

Aunque la rentabilidad financiera puede estudiarse en mayor o menor nivel de profundidad, según los objetivos perseguidos por el analista, en nuestro caso hemos distinguido cuatro niveles de estudio, representados por relaciones funcionales de un conjunto de ratios e índices de estructura descritos a continuación.

a) Análisis estático

Partiendo de la base de que la rentabilidad financiera constituye la esencia o eje central de la rentabilidad de la empresa, el modelo propuesto centra su atención, en primer lugar, en analizar cómo la estructura de capital incide de forma favorable o desfavorable en la rentabilidad financiera. Seguidamente, a través de los siguientes niveles de estudio, se detallan otros pormenores que expondremos seguidamente.

El modelo propuesto centra su atención, en primer lugar, en analizar cómo la estructura de capital incide de forma favorable o desfavorable en la rentabilidad financiera

Primer nivel. Descomposición aditiva de la rentabilidad financiera

Como se deduce de la expresión [1], la rentabilidad financiera (r_{FP}) está condicionada por la rentabilidad de los fondos totales (r_{FT}), es decir, la rentabilidad alcanzada con los recursos aportados por todos los inversores (acreedores y prestamistas). Si ésta es mayor que el coste de la financiación externa (c_{FAr}), la mejora que ello supone sobre la rentabilidad financiera depende del diferencial ($r_{FT} - c_{FAr}$) y de la importancia relativa de la financiación externa respecto a los fondos propios (α). Esta relación, conocida habitualmente bajo la expresión “apalancamiento financiero”, permite un primer estudio de los factores generales que condicionan la rentabilidad financiera por consideraciones de su estructura financiera. En consecuencia, se está asumiendo que el coste financiero estimado depende directamente de la financiación ajena remunerada, siendo conscientes que las empresas endeudadas pueden obtener una rentabilidad superior a una empresa no endeudada, aunque ello es más aparente que real al incrementarse igualmente el riesgo incurrido por los accionistas (Margerin y Mallard, 1993: 71).

$$r_{FP} = r_{FT} + (r_{FT} - c_{FAr})\alpha \quad [1]$$

siendo,

$$r_{FP} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$r_{FT} = \frac{\text{Beneficio} + \text{Gastos Financieros}}{\text{Fondos Propios} + \text{Deuda Remunerada}}$$

$$\alpha = \frac{\text{Deuda Remunerada}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$c_{FAr} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda Remunerada}}$$

Segundo nivel. Descomposición aditiva de la rentabilidad económica

Mediante la expresión [2] se pone de manifiesto cómo la rentabilidad de los fondos totales aportados por los inversores (r_{FT}) depende, a su vez, de las siguientes variables: rentabilidad de los recursos de los inversores que financian actividades de explotación (r_{FTR}), rentabilidad de los activos ajenos a la explotación ($r\alpha$), importancia relativa de las inversiones financieras (β_1), importancia relativa de los activos ajenos no productivos (β_2), importancia relativa de los riesgos de cambio y resultados por enajenación de inmovilizados (π_1) y,

finalmente, de la importancia relativa de los resultados derivados de gastos e ingresos extraordinarios o de ejercicios anteriores (π_2). Así mismo, si la rentabilidad de los recursos cedidos a terceros es mayor que la rentabilidad obtenida en la explotación ($r\alpha > r_{FTe}$), la mejora de la rentabilidad económica es proporcional a la importancia de las inversiones financieras sobre los recursos totales (β_1). Ahora bien, este “apalancamiento económico” motivado principalmente por las inversiones realizadas no tiene una única interpretación si tenemos en cuenta los motivos financieros perseguidos por los directivos a la hora de ceder los recursos a terceros, pudiendo incluso ser considerados como parte de sus activos de explotación en el supuesto de estar vinculados a empresas del grupo o como inversión de la que depende los ingresos de la actividad de la empresa en cuestión.

$$r_{FT} = r_{FTe} + (r\alpha - r_{FTe})\beta_1 - r_{FTe}\beta_2 + \pi_1 + \pi_2 \quad [2]$$

siendo,

$$r_{FTe} = \frac{\text{Resultado Neto de la Explotación Después de Impuestos}}{\text{Fondos totales invertidos en la explotación}}$$

$$r_a = \frac{\text{Ingresos, resultados y Variación de Provisiones de Inversiones Financieras}}{\text{Inversiones Financieras}}$$

$$\beta_1 = \frac{\text{Inversiones Financieras}}{\text{Fondos Propios + Deuda Remunerada}}$$

$$\beta_2 = \frac{\text{Inversiones No Productivas}}{\text{Fondos Propios + Deuda Remunerada}}$$

$$\pi_1 = \frac{\text{Diferencias de cambio + Resultados por Enajenación de Inmovilizados}}{\text{Fondos Propios + Deuda Remunerada}}$$

$$\pi_2 = \frac{\text{Gastos e Ingresos Extraordinarios + Gastos e Ingresos de Ejercicios Anteriores}}{\text{Fondos Propios + Deuda Remunerada}}$$

Por otra parte, la existencia de activos ajenos no productivos merma parte de la rentabilidad obtenida en la explotación, constituyendo el coste de oportunidad presente que incurre la unidad económica por la materialización de recursos en activos antifuncionales y extrafuncionales, cuya valoración e interpretación adquiere matices concretos en cada caso. Por su parte, los resultados extraordinarios y los riesgos de cam-

bio tienen en muchas ocasiones un poder decisivo en la configuración de la rentabilidad y, en ese sentido, resulta de interés indagar sobre qué componentes tienen naturaleza recurrente e incluso hasta qué punto pueden calificarse de resultados atípicos.

Tercer nivel. *Descomposición multiplicativa de la rentabilidad económica de la explotación*

En este tercer nivel de estudio se observa la incidencia que tienen sobre la rentabilidad de explotación (r_{FTe}), tanto el margen neto (m), la relación entre los ingresos y activos de explotación (λ), como la importancia de la financiación no remunerada que haya recibido la empresa (μ), concretada en créditos de provisión y subvenciones de capital. El denominador de la ratio μ viene definido por las aportaciones de accionistas y prestamistas que se han materializado en activos de explotación. Su comparación con los activos de explotación nos permite observar el equilibrio financiero existente entre dichas magnitudes e indirectamente la importancia de la financiación comercial. En efecto, en la medida que los activos de explotación estén financiados por subvenciones no reintegrables y/o créditos de provisión, la ratio μ incrementa como consecuencia de la disminución que se produce en los fondos totales de la explotación. Dada la relación multiplicativa existente entre estos factores, es evidente que un incremento en cualesquiera de ellos supone una mejora en la rentabilidad de la explotación.

$$r_{FTe} = m \lambda \mu \quad [3]$$

siendo,

$$m = \frac{\text{Resultado neto después de impuestos}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$\lambda = \frac{\text{Valor de la producción}}{\text{Activos de la explotación}}$$

$$\mu = \frac{\text{Activos de la explotación}}{\text{Fondos Propios + Deuda Remunerada - Inversiones Financieras - Inversiones No Productivas}}$$

Cuarto nivel. *Descomposición aditiva del margen neto*

De las variables elementales que condicionan la rentabilidad de la explotación, no cabe duda de que el margen neto es la más relevante. A partir de la información externa disponible, el estudio del margen neto vendrá dado por el análisis del comportamiento de los ingresos y gastos de explotación que se hayan devengado en el ejercicio. Las ventas o, en su caso, la cifra de negocios de las empresas constituyen una magni-

*José Andrés Dorta Velázquez y Jerónimo Pérez Alemán**

Formación de juicios en el análisis contable de la empresa familiar: Estudio de un caso real

1. INTRODUCCIÓN

Un análisis riguroso de la realidad económico-financiera de una empresa familiar requiere complementar la información que emana de sus estados contables con otra información cuantitativa o cualitativa procedente del macroentorno (económico, tecnológico, político, socio-cultural, demográfico, etc.) o de los grupos de interés con los que opera la empresa (administraciones públicas, clientes, proveedores, personal, socios, etc.). Si bien esta forma de proceder no difiere de la metodología a aplicar a otras entidades, el estudio del denominado “efecto familia” es una singularidad que precisa de una especial atención por parte del analista.

El estudio del denominado “efecto familia” es una singularidad que precisa de una especial atención por parte del analista

La información contenida en los estados contables subyace bajo la presunción de continuidad de la actividad empresarial, por lo que el analista financiero debe valorar si existen factores que condicionan este principio contable básico, pudiendo ocurrir que la información financiera manifieste una situación favorable —adecuada rentabilidad, eficiencia y solvencia— y, sin embargo, pueden existir elementos procedentes del ámbito familiar que conduzcan a un enjuiciamiento diferente (jubilación del insider —creador de valor—,

conflictos personales, escasa capacitación profesional de los sucesores, “podas del árbol” que impliquen escisiones de la actividad productiva, etc.).

Tal y como ponen de manifiesto Dorta y Pérez (2001), en los objetivos y fases metodológicas del análisis de la información financiera de una empresa familiar se han de considerar aspectos como los siguientes:

- a) Los estados contables pueden verse distorsionados por la realidad económico-financiera de dos marcos organizativos diferentes, empresa y familia, existiendo la dificultad de separar el patrimonio familiar del patrimonio empresarial. Es evidente que una información contable no auditada condiciona el análisis financiero, siendo necesario dirimir si tal información goza de suficientes garantías de fiabilidad para emitir juicios válidos y razonables. Pero además de esta importante limitación, es menester resaltar otras como: la identificación de los activos que se encuentran afectos a la actividad empresarial respecto a los activos extrafuncionales de titularidad familiar, los precios de transferencias derivados de operaciones financieras activas y pasivas, la posibilidad de acuerdos contractuales de contenido económico entre los miembros de la familia no reflejados en el sistema de información contable de la empresa, política de salarios establecida por defecto o exceso respecto a los precios de mercado, distribución de beneficios no ortodoxas, etc.

* Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

b) Los conflictos de intereses respecto a la formulación de un posible protocolo familiar provocan demandas diferentes con repercusión en los objetivos del análisis financiero, ya que los primeros reclaman un enjuiciamiento del equilibrio económico-financiero de la empresa en aras de facilitar los procesos de toma de decisiones, mientras otros muestran una mayor preocupación por la valoración de sus participaciones. La información contable sujeta a los principios de continuidad y precio de adquisición no satisface los intereses de estos últimos accionistas que tienen como deseo básico conocer el valor de sus participaciones. Por tanto, la valoración actual de las mismas es un objetivo a incorporar a los que tradicionalmente vienen señalándose como ejes del análisis financiero (rentabilidad y solvencia).

Teniendo presente tales precisiones, este trabajo tiene como propósito exponer cómo la emisión de juicios está condicionada por la formación teórica de los analistas, no sólo con relación a las técnicas empleadas en el análisis contable, sino también sobre las presunciones que se tengan sobre la entidad —en nuestro caso, la empresa familiar—.

A los efectos de lograr este objetivo nos fundamentamos, a modo exploratorio, en la experiencia adquirida en un caso real, estructurando nuestro trabajo de la siguiente manera: en primer lugar, detallamos las características básicas del caso; en segundo término, destacamos las consideraciones teóricas poseídas por los analistas con relación al comportamiento financiero de la empresa familiar y respecto al modelo utilizado para el análisis de la rentabilidad; a continuación, exponemos los razonamientos explícitos e implícitos de los analistas; y finalmente, sintetizamos las conclusiones más significativas.

2. CARACTERIZACIÓN DEL CASO

Inicialmente, el socio-gerente remitió una carta de encargo en la que se relacionaba una serie de ratios, algunas redundantes y otras imposibles de calcular con la información actualmente disponible por la empresa. En dicha carta se constataba una especial atención hacia al uso de algunas ratios convencionales, sin manifestar claramente cuál era la finalidad del estudio a emprender. En la primera reunión de trabajo, nuestro interés se centró en descubrir cuál era la finalidad del estudio, resaltando que las técnicas y herramientas de análisis iban a estar condicionadas por los objetivos deseados, así como por la calidad de la información disponible. En este sentido, el objetivo básico deseado por el socio-gerente se pudo concretar en la siguiente pregunta: *¿Qué factores están condicionando la rentabilidad financiera en cada ejercicio económico?*

Asimismo, la formación económico-financiera de los responsables de la empresa exigía un doble esfuerzo, pues el informe no sólo debía enjuiciar la situación de la empresa a partir de sus datos contables, sino estar en sintonía con los conocimientos de sus principales destinatarios, por lo que se precisaba aportar explicaciones que favoreciesen la formación de los mismos y que facilitaran la lectura del informe. No obstante, el socio-gerente solicitó que se le realizaran explicaciones adicionales que le permitiesen una comprensión más exhaustiva sobre algunas afirmaciones contenidas en el informe final.

Para el diagnóstico de la situación económico-financiera de la empresa se contaba exclusivamente con los datos aportados en el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (véase cuadros 1 y 2). A este respecto, es menester señalar que los estados contables han sido objeto de una auditoría voluntaria en 1998, si bien la realidad económico-financiera reflejada en los mismos engloba algunas particularidades resultantes de la gestión familiar (activos no afectos a la explotación, derechos de cobro frente a los socios sin vencimiento definido, préstamos a empresas del grupo familiar con coste financiero inferior al de mercado, etc.).

Por lo que se refiere a la empresa objeto de análisis, las primeras reuniones de progreso permitieron identificar los siguientes aspectos:

- a) De los seis propietarios, únicamente tres hijos y un cuñado del fundador ya fallecido (H1, H2, H3 y C1) tienen una implicación directa en el grupo empresarial, en el sentido de que desarrollan actividades directamente vinculadas con la dirección, gestión y control, no realizando tales actividades ni la madre o esposa del fundador (M) ni una hija (H4). Así mismo, existe un trabajador que realiza labores de tipo contable y administrativo que tiene un vínculo consanguíneo de segundo orden —primo de los hijos (P)—. Finalmente, existe en la familia un importante número de primos, algunos de los cuales han decidido encauzar su carrera laboral en otras empresas ajenas al grupo.
- b) La empresa que dio origen al grupo familiar fue creada por el padre/fundador, erigiéndose como director general y único propietario hasta su fallecimiento, momento en el que el cuadro de directivos/propietarios quedó configurado de la forma que el fundador previó en su testamento: los hermanos H1, H2, H3, H4, y los dos cuñados, C1 y C2. Tras el posterior fallecimiento del cuñado C2, el grupo de administradores queda integrado en la forma que reviste actualmente. Además de lo anterior, debemos señalar que en estos momentos el grupo está viviendo

Balance			
	AÑO 1999	AÑO 1998	AÑO 1997
B) INMOVILIZADO	116.364.889	193.418.430	210.469.218
I. Gastos de establecimiento	122.105	515.602	944.074
III. Inmovilizaciones materiales	99.720.784	187.195.918	203.818.234
1. Terrenos y construcciones	51.881.890	135.679.000	135.679.000
2. Instalaciones técnicas y maquinaria	56.623.319	71.974.560	71.974.560
3. Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	34.113.346	34.558.981	32.486.998
5. Otro inmovilizado	3.816.837	3.167.795	5.239.778
7. -Amortizaciones	-46.714.608	-58.184.418	-41.562.102
IV. Inmovilizaciones financieras	16.522.000	5.706.910	5.706.910
1. Participaciones en empresas del grupo	10.815.090		
7. Depósitos y fianzas constituidas a largo plazo	5.706.910	5.706.910	5.706.910
D) ACTIVO CIRCULANTE	525.659.159	320.471.272	249.863.326
III. Deudores	330.147.337	178.081.623	182.760.323
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	114.685.048	113.258.428	118.065.360
2. Empresas del grupo, deudores	14.356.379	5.741.346	
4. Deudores varios	205.320.086	66.156.457	71.804.536
5. Personal	155.000	129.935	40.000
6. Administraciones Públicas	3.009.335	173.968	138.579
7. -Provisiones	-7.378.511	-7.378.511	-7.288.152
IV. Inversiones financieras temporales	59.898.960	60.000.000	0
5. Cartera de valores a corto plazo	59.898.960	60.000.000	
VI. Tesorería	135.612.862	82.389.649	67.103.003
TOTAL ACTIVO	642.024.048	5.413.889.702	460.332.544
A) FONDOS PROPIOS	546.716.787	421.176.680	343.230.943
I. CAPITAL SUSCRITO	197.080.000	197.080.000	197.080.000
IV. OTRAS RESERVAS	224.096.680	146.150.943	124.079.385
1. Reserva legal	17.179.300	9.384.726	3.986.810
5. Otras reservas	206.917.380	136.766.217	120.092.575
V. RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	0	0	-31.907.599
2. (-) Resultados negativos de ejercicios anteriores			-31.907.599
VI. PERD. Y GANANCIAS (Beneficio(+) o Pérdida(-))	125.540.107	77.945.737	53.979.157
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO	14.852.114	15.779.669	15.452.582
IV. OTROS ACREEDORES	14.852.114	15.779.669	15.452.582
1. Deudas representadas por efectos a pagar	14.852.114	15.779.669	15.452.582
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO	80.190.147	76.933.353	101.648.972
III. DEUDAS CON EMP.GRUPO Y ASOC. A.C.P.	0	0	23.404.011
1. Deudas con empresas del grupo			23.404.011
IV. ACREEDORES COMERCIALES	71.175.560	62.474.239	70.686.029
1. Anticipos recibidos por pedidos	119.559		1.833.196
2. Deudas por compras o prestaciones de servicios	71.056.001	62.474.239	68.852.833
V. OTRAS DEUDAS NO COMERCIALES	9.014.587	14.459.114	7.558.932
1. Administraciones públicas	7.195.587	9.469.737	6.660.881
2. Deudas representadas por efectos a pagar		4.413.777	
3. Otras deudas			898.051
4. Remuneraciones pendientes de pago	1.819.000	575.600	
TOTAL PASIVO	642.024.048	513.889.702	460.332.544

Cuadro 1

Pérdidas y Ganancias			
DEBE	1999	1998	1997
A) GASTOS	336.550.463	331.268.316	298.104.889
2. Aprovisionamientos:	178.624.410	180.975.521	10.617.134
a) Consumo de mercaderías	-1.573.863	1.866.518	6.977.199
b) Consumo de materias primas y otras m. Consumibles	176.237.667	175.093.818	3.639.935
c) Otros gastos externos	3.960.606	4.015.185	0
3. Gastos de personal	46.115.906	38.378.021	31.324.385
a) Sueldos, salarios y asimilados	37.229.472	31.954.894	27.155.993
b) Cargas sociales	8.886.434	6.423.127	4.168.392
4. Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	16.667.133	17.050.788	16.635.840
5. Variación de las provisiones de tráfico		90.359	
a) Variación de provisiones de existencias		90.359	
6. Otros gastos de explotación	95.021.381	87.862.900	238.177.146
a) Servicios exteriores	91.747.208	84.721.230	227.734.067
b) Tributos	3.274.173	3.141.670	10.443.079
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN	48.486.304	70.576.982	52.956.389
7. Gastos financieros y otros gastos asimilados	2.740	41.950	51.809
a) Por deudas con empresas del grupo		33.165	
c) Por deuda con terceros y gastos asimilados	2.740	8.785	51.809
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	1.247.180	1.460.402	1.459.840
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	75.806.623	9.049.802	809.742
13. Gastos extraordinarios	108.448	26.540	51.761
14. Gastos y pérdidas de otros ejercicios	10.445	3.700.788	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS	75.806.623	9.049.802	809.742
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	12.540.107	81.087.186	55.225.971
15. Impuesto sobre Sociedades		3.141.449	1.246.814
16. Otros impuestos			
VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	125.540.107	77.945.737	53.979.157
HABER	1999	1998	1997
B) INGRESOS	462.090.570	409.214.053	352.084.046
1. Importe neto de la cifra de negocios	368.379.725	384.588.491	343.189.649
a) Ventas	360.868.262	378.355.461	336.138.774
b) Prestaciones de servicios	7.638.863	7.392.667	7.050.875
c) Devoluciones y rappels sobre ventas	-127.400	-1.159.637	
4. Otros ingresos de explotación	16.535.409	10.346.080	6.521.245
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	16.535.409	10.346.080	6.521.245
6. Ingresos de otros valores negociables y de créditos ...	15.729	102.890	
a) De empresas del grupo	15729	102890	
7. Otros intereses e ingresos asimilados	1.234.191	1.399.462	1.511.649
c) Otros intereses			1.511.649
d) Beneficios en inversiones financieras	1.234.191	1.399.462	
9. Beneficios en enajenación de inmov. inmat., mat., y cartera de control	75.603.222		
12. Ingresos extraordinarios	127.485	63.589	
13. Ingresos y beneficios de otros ejercicios	194.809	12.713.541	861.503

Cuadro 2

una etapa crítica, en la que se está planteando la incorporación de nuevos familiares, potenciales propietarios futuros, en la gestión del grupo familiar, decidiéndose sobre los candidatos idóneos y los puestos que deberán ocupar.

- c) En cuanto a la dimensión de la familia, se encuentra en su segunda generación, con lo que ya se ha producido un primer “traspaso de la batuta”. El padre/fundador creó la primera empresa del grupo en la década de los cuarenta, período durante el cual nace su primer hijo (H1). En la década de los cincuenta nacen el resto de los hijos (H2, H3 y H4), produciéndose, a finales de los sesenta y comienzos de los setenta, la entrada paulatina en lo que en esos momentos era ya un pequeño grupo de empresas. Posteriormente, a finales de los setenta, se incorporan al grupo dos cuñados, lo que provocó importantes conflictos internos que aún hoy permanecen, influyendo de forma decisiva en numerosos comportamientos y decisiones relacionadas con la gestión de las empresas. Antes de comenzar la década de los ochenta, fallece el padre fundador, produciéndose el “traspaso de la batuta” hacia los hijos y cuñados, quedando el cuadro de mando configurado, tras el fallecimiento del cuñado C2 diez años después, de la forma que aún perdura en la actualidad.
- d) La empresa pertenece a un grupo de empresas, en el que se integran entidades con responsabilidad limitada conjuntamente con entidades con responsabilidad ilimitada, por lo que a la problemática inherente a las empresas familiares se une la complejidad de los procesos de concentración.
- e) Finalmente, respecto a la reputación de la empresa, nos encontramos con una organización ampliamente conocida en el mercado regional en el que opera, debido al considerable número de años que lleva en el sector, en el que aún hoy sigue siendo el principal partícipe. El crecimiento continuo de los últimos años le ha permitido generar un prestigio y una imagen de empresa consolidada que hasta hace pocos años le permitió negociar con sus proveedores la oferta de productos en exclusiva. Asimismo, las entidades financieras, conocedoras de su posición financiera, no dudan en ofrecer al grupo préstamos y créditos con intereses preferenciales.

3. PRESUNCIONES TEÓRICAS DEL ANALISTA

Somos conscientes de que el análisis a realizar depende de las consideraciones teóricas que subyacen en el analista, por

lo que los razonamientos que se explicitan en el informe final son, en cierta medida, una consecuencia a priori de tales consideraciones. Por esta razón, en este epígrafe exponemos cuáles son, precisamente, las presunciones que se tienen sobre la empresa familiar, así como de la metodología a utilizar para el análisis de la rentabilidad.

3.1. Concepto y comportamiento financiero de la empresa familiar

De acuerdo con Cabrera y García (1999:20), la empresa familiar puede ser concebida como *“aquella empresa cuya propiedad está en manos de los miembros de una familia que tienen la intención de que las relaciones intraorganizativas de propiedad y control estén basadas en lazos familiares y en donde se ha producido, se está produciendo o se prevé que se va a producir en el futuro una transferencia de la empresa a un miembro de la siguiente generación de esa familia”*.

De esta definición se desprende que son tres las dimensiones que individual y/o conjuntamente delimitan el concepto de empresa familiar que, sintéticamente, responden al siguiente contenido:

- a) Propiedad/dirección de los miembros de una familia. La empresa familiar es concebida como aquella empresa que se encuentra controlada y/o dirigida mayoritariamente por personas de una única familia o un grupo reducido de familias. Se valora a la empresa familiar desde una perspectiva estructural, haciendo referencia sólo a la propiedad/dirección como dimensión definitoria.
- b) Implicación familiar. De acuerdo a esta dimensión, la empresa familiar conforma un todo indisoluble en el que interaccionan dos marcos organizativos diferentes, la empresa y la familia. A la dimensión estructural que hace referencia a la propiedad/dirección se suma una dimensión intencional, en virtud de la cual los miembros de la empresa familiar desean que se mantenga y/o incrementen la implicación familiar en las relaciones intraorganizativas de propiedad y control directivo.
- c) Transferencia generacional. Algunos autores observan que en las empresas familiares existe un deseo de transferir la entidad a la siguiente generación, como un mecanismo de perpetuar la tradición familiar y la herencia empresarial.

La repercusión de las anteriores dimensiones sobre el comportamiento financiero de la empresa familiar puede sinteti-

zarse en las proposiciones que a continuación se detallan (Dorta y Pérez, 2001);

(a) La implicación de la familia en la gestión de la empresa puede dar lugar a una serie de características (compromiso, valores compartidos, cultura, confianza, reputación, etc.) que pueden constituir importantes recursos intangibles que le permitan el éxito a largo plazo

Toda organización es susceptible de generar a lo largo del tiempo un conjunto de recursos intangibles (relaciones preferenciales con clientes y proveedores, valores compartidos por los miembros de la empresa, etc.) caracterizados por no estar sustentados en ningún elemento físico. Actualmente tales recursos intangibles no son reconocidos por el sistema de información contable en virtud de los principios contables vigentes, bien por no manifestarse a través de una transacción onerosa, bien por las dificultades de demostrar su controlabilidad por parte de la empresa o ser identificados y evaluados con fiabilidad.

Si nos centramos en las empresas familiares, algunos autores establecen que el grado de compromiso y dedicación de la familia hacia la empresa, los conocimientos tácitos y particulares de hacer negocios, etc. pueden constituir recursos intangibles de gran valor estratégico por su carácter de imitabilidad y sustituibilidad imperfecta (Peteraf, 1993). Tales recursos intangibles e indivisibles se perpetúan a través del crecimiento de la empresa (reversión de los beneficios) apoyado por estructuras de propiedad estables y orientadas al largo plazo (Leach, 1993). En este sentido, Gallo (1995) resalta que estos recursos son reconocidos por el mercado al percibir a las empresas familiares con larga trayectoria como sólidas y fiables, favoreciendo la actividad empresarial de las mismas.

(b) La sucesión puede condicionar el crecimiento y la evolución de la empresa familiar

Esta segunda proposición sostiene que los fundadores de las empresas desean transmitir sus empresas a sus hijos en aras de proporcionarles libertad, autonomía y control sobre su desarrollo personal (Ward, 1987), por lo que las transferencias de poder, propiedad y control se producen por imperativo biológico y no por las fuerzas del mercado (Churchill y Hatten, 1987). En este sentido, las empresas familiares tienden a fomentar políticas de endeudamiento poco agresivas (Cabrera y Santana, 2000) ya que las decisiones están fuertemente influidas por las necesidades de autonomía de sus propietarios/directivos (Kets De Vries, 1996) y por ello tradicionalmente se apoyan en la autofinanciación que, si bien aporta mayor autonomía financiera, también repercute en su

capacidad de crecimiento. Esta política financiera se sustenta en dos elementos consustanciales a la idiosincrasia de la empresa familiar: el miedo a seguir arriesgando y el miedo a crecer (Gallo, 1995). Por tanto, es posible que se limiten las posibilidades de crecimiento de la empresa, condicionando las posibilidades de llevar a cabo una sucesión exitosa.

(c) Las particularidades de la empresa familiar pueden repercutir en los índices de resultados.

Algunos autores señalan que las empresas familiares confunden las relaciones económicas básicas (Gallo y Pont, 1989), pues la familia y la empresa tienen culturas propias con valores y objetivos que pueden contradecirse (Beckhard y Dyer, 1983). En este sentido, se advierte que las decisiones empresariales pueden verse perturbadas por influencias familiares no sustentadas en modelos de corte racional (Calder, 1961) o existe una menor disposición a contratar expertos en dirección (Kleinsorge, 1994), lo que induce a obtener peores índices de resultados. No obstante, existen trabajos que sugieren que la coincidencia de propietarios y directivos en una misma entidad elimina los costes de agencia derivados de situaciones de información asimétrica —selección adversa y riesgo moral—, así como la reputación familiar constituye un elemento para la supervivencia y prosperidad que reduce los costes de transacción y, consecuentemente, las empresas familiares pueden obtener mejores índices de resultados (Aronoff y Ward, 1995).

En síntesis, las particularidades de la empresa familiar no son observadas como elementos neutros sino que, por el contrario, pueden potenciar o reducir la capacidad que tienen estas unidades de producción para generar valor. De acuerdo con Cabrera y Santana (2000), la calidad de las relaciones familiares y de la cultura de la familia empresarial, constituye un indicador del mayor o menor riesgo en la gestión familiar de la empresa. De esta forma, tal indicador, al que denominan “efecto familiar”, informa sobre los conflictos que puedan comprometer la viabilidad y correcto funcionamiento de la empresa, sin que existan, por otra parte, mecanismos de gobierno que puedan paliar estos inconvenientes (asambleas familiares, protocolos, planes de sucesión, etc.).

3.2. Modelo para el análisis de la rentabilidad

Los modelos de diagnóstico integrado aplicados al análisis de la rentabilidad empresarial parten de una descomposición de la rentabilidad de los fondos propios en sus factores determinantes, los cuales se recogen en un conjunto de ratios contables que contribuyen conjuntamente a explicar la rentabilidad financiera de la empresa a través de una

relación causal entre aquellos y ésta. Su denominación se debe a la aportación que realizan estos métodos en el sentido de permitir un análisis integrado, conjunto de varios factores o ratios, a diferencia del análisis individual en el que se analiza ratio por ratio.

Cabe apreciar dos tendencias principales en el desarrollo de los modelos integrales, según que la descomposición de la rentabilidad financiera se realice mediante una relación multiplicativa o aditiva de sus variables explicativas. Junto a los trabajos que han realizado un esfuerzo por descomponer la rentabilidad financiera en un producto de dos o más multiplicadores, encontramos otros que descomponen la rentabilidad financiera en varios sumandos, es decir, expresa una relación funcional lineal de las variables explicativas.

En el presente trabajo utilizaremos el modelo integrado propuesto por Dorta y Tabraue (1999), en el que se descompone la rentabilidad financiera siguiendo una orientación híbrida basada en las dos tendencias anteriormente descritas, poniendo de manifiesto los factores que influyen en la rentabilidad financiera, tanto desde un punto de vista estático como dinámico. El primero se caracteriza fundamentalmente por analizar las causas de un determinado nivel de rentabilidad, mientras que el segundo trata de cuantificar la variación que provoca en la tasa de rentabilidad financiera una modificación de los factores explicativos.

Aunque la rentabilidad financiera puede estudiarse en mayor o menor nivel de profundidad, según los objetivos perseguidos por el analista, en nuestro caso hemos distinguido cuatro niveles de estudio, representados por relaciones funcionales de un conjunto de ratios e índices de estructura descritos a continuación.

a) Análisis estático

Partiendo de la base de que la rentabilidad financiera constituye la esencia o eje central de la rentabilidad de la empresa, el modelo propuesto centra su atención, en primer lugar, en analizar cómo la estructura de capital incide de forma favorable o desfavorable en la rentabilidad financiera. Seguidamente, a través de los siguientes niveles de estudio, se detallan otros pormenores que expondremos seguidamente.

El modelo propuesto centra su atención, en primer lugar, en analizar cómo la estructura de capital incide de forma favorable o desfavorable en la rentabilidad financiera

Primer nivel. Descomposición aditiva de la rentabilidad financiera

Como se deduce de la expresión [1], la rentabilidad financiera (r_{FP}) está condicionada por la rentabilidad de los fondos totales (r_{FT}), es decir, la rentabilidad alcanzada con los recursos aportados por todos los inversores (acreedores y prestamistas). Si ésta es mayor que el coste de la financiación externa (c_{FAr}), la mejora que ello supone sobre la rentabilidad financiera depende del diferencial ($r_{FT} - c_{FAr}$) y de la importancia relativa de la financiación externa respecto a los fondos propios (α). Esta relación, conocida habitualmente bajo la expresión “apalancamiento financiero”, permite un primer estudio de los factores generales que condicionan la rentabilidad financiera por consideraciones de su estructura financiera. En consecuencia, se está asumiendo que el coste financiero estimado depende directamente de la financiación ajena remunerada, siendo conscientes que las empresas endeudadas pueden obtener una rentabilidad superior a una empresa no endeudada, aunque ello es más aparente que real al incrementarse igualmente el riesgo incurrido por los accionistas (Margerin y Mallard, 1993: 71).

$$r_{FP} = r_{FT} + (r_{FT} - c_{FAr})\alpha \quad [1]$$

siendo,

$$r_{FP} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$r_{FT} = \frac{\text{Beneficio} + \text{Gastos Financieros}}{\text{Fondos Propios} + \text{Deuda Remunerada}}$$

$$\alpha = \frac{\text{Deuda Remunerada}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$c_{FAr} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda Remunerada}}$$

Segundo nivel. Descomposición aditiva de la rentabilidad económica

Mediante la expresión [2] se pone de manifiesto cómo la rentabilidad de los fondos totales aportados por los inversores (r_{FT}) depende, a su vez, de las siguientes variables: rentabilidad de los recursos de los inversores que financian actividades de explotación (r_{FR}), rentabilidad de los activos ajenos a la explotación ($r\alpha$), importancia relativa de las inversiones financieras (β_1), importancia relativa de los activos ajenos no productivos (β_2), importancia relativa de los riesgos de cambio y resultados por enajenación de inmovilizados (π_1) y,

tud fundamental en la remuneración de los diversos factores productivos y de la que depende, en última instancia, la permanencia de la empresa en un mercado competitivo. Como es sabido, de la suma de los ingresos por ventas y servicios, las variaciones de productos terminados, los ingresos por trabajos realizados por la unidad económica para su inmovilizado y subvenciones de explotación, se obtiene el *valor de la producción* que utilizaremos en este cuarto nivel de estudio como valor de referencia. Al deducir del valor de la producción, los consumos y otros gastos de aprovisionamiento resulta la cifra de *valor añadido* de la empresa, magnitud a la que tradicionalmente se le ha otorgado importancia en el análisis social. Igualmente, si al valor añadido se agregan los resultados de operaciones comunes y se restan los gastos por arrendamientos, así como los derivados de personal se alcanza el *resultado bruto de explotación* como referente básico en el estudio comercial de la empresa. Si deducimos las dotaciones para amortizaciones y dotaciones al fondo de reversión y las variaciones que se hayan podido producir en las insolvencias de crédito y provisiones de tráfico obtenemos el *resultado neto de explotación*. Finalmente, a y los efectos del presente modelo para el análisis de la rentabilidad, una vez se detrae el impuesto sobre sociedades se obtiene el *resultado neto de explotación después de impuestos*, lográndose de esta forma una adecuada concordancia con el tercer nivel de estudio.

$$m = 1 - (g_1 + g_2 + g_3 + g_4 + g_5 + g_6) \quad [4]$$

siendo,

$$g_1 = \frac{\text{Consumos y otros gastos de aprovisionamiento}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_2 = \frac{\text{Arrendamientos y otros gastos por servicios externos}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_3 = \frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_4 = \frac{\text{Amortización del inmovilizado y dotación al fondo de inversión}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_5 = \frac{\text{Variación de provisiones de tráfico}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_6 = \frac{\text{Impuesto sobre sociedades}}{\text{Valor de la producción}}$$

b) Análisis dinámico

Para cada uno de los niveles de estudio sugeridos en el análisis estático, la variación experimentada por cada variable

endógena vendrá determinada por la evolución de sus respectivas variables explicativas. Así, la variación de la rentabilidad financiera (r_{FP}), la variación de la rentabilidad de los fondos totales (r_{FT}), la variación de la rentabilidad de los fondos totales de la explotación (r_{FTE}) y la variación del margen neto (m) pueden ser expresadas mediante las funciones [5], [6], [7] y [8]:

$$V_{r_{FP}} = f_1 (r_{FT}, c_{FA}, \alpha) \quad [5]$$

$$V_{r_{FT}} = f_2 (r_{FTE}, r_a, \beta_1, \beta_2, \pi_1, \pi_2) \quad [6]$$

$$V_{r_{FTE}} = f_3 (m, \lambda, \mu) \quad [7]$$

$$V_{r_{FTE}} = f_4 (g_1, g_2, g_3, g_4, g_5, g_6) \quad [8]$$

Al objeto de determinar la contribución relativa de cada variable explicativa a la variación de su endógena, el modelo utiliza derivadas parciales multiplicadas por sus incrementos finitos. En este sentido, los incrementos finitos se determinan mediante promedios (nivel 1 y 2), tasas de variación continua (nivel 3) y diferencias absolutas (nivel 4). Siguiendo a Prior, Verges y Vilardell (1993: 35) “*el concepto paralelo al de derivada parcial no se calcula suponiendo que los valores de las demás variables no han cambiado, sino tomando su valor medio en unos casos, o utilizando las propiedades distributivas de las tasas de variación continua en otras (de otra forma, la suma de las explicaciones parciales sería inferior —en valor absoluto— a la variación total de la variable a explicar)*”.

Así mismo, dada la relación existente entre cada uno de estos niveles, se puede afirmar que la variación experimentada en la rentabilidad financiera ($V_{r_{FP}}$) en un determinado período de estudio dependerá de la evolución de todos los factores exógenos expresados en los anteriores niveles; esto es:

$$V_{r_{FP}} = f_T (c_{FA}, f, r_a, \beta_1, \beta_2, \pi_1, \pi_2, \lambda, \mu, g_1, g_2, g_3, g_4, g_5, g_6) \quad [9]$$

4. LA FORMACIÓN DE JUICIOS

El informe final presentado por los analistas expresa las fases metodológicas seguidas por el analista y contiene un conjunto de razonamientos explícitos. Ahora bien, la formación de su opinión no siempre es transcrita en los informes, pudiendo existir otras ideas o hechos que el analista obtiene en el transcurso de su trabajo, pero que no informa al destinatario del trabajo encomendado y que condicionan su juicio profesional.

4.1. Razonamiento explícito

El razonamiento explícito coincide con el texto original presentado por los analistas a la dirección de la empresa. A los efectos de no variar el literal de dicho informe, a continuación reproducimos el mismo, incluyendo llamadas en todos aquellos aspectos en los que se tuvo un razonamiento implícito que son detalladas en el siguiente epígrafe.

Informe económico-financiero

En este trabajo analizamos la rentabilidad obtenida por la empresa, poniendo de manifiesto aquellos factores que han condicionado su situación y evolución en el período 1997-1999. Para lograr este objetivo hemos utilizado un modelo integrado que, tomando la rentabilidad financiera como esencia o eje central, analiza, en primer lugar, cómo incide la financiación permanente para, posteriormente, estudiar otros factores explicativos. En nuestra opinión, la amplitud y coherencia conceptual del modelo utilizado nos ha permitido evaluar razonablemente la gestión realizada por dicha empresa.

Para responder a esta pregunta nos centramos en los datos contenidos en los cuadros 3, 4 y 5, aportando conclusiones parciales en cuatro niveles de estudio y con relación a los ejercicios económicos de 1997, 1998 y 1999. Finalmente, realizamos una síntesis con las principales conclusiones.

Primer nivel. *Tiene como propósito analizar si la financiación permanente de la empresa está favoreciendo los intereses de los accionistas, es decir, si la financiación bancaria incide favorablemente o no en la remuneración de los recursos aportados por los propietarios. Este efecto, conocido en la literatura como apalancamiento financiero, afecta positivamente cuando la rentabilidad de los fondos totales es superior al coste de la deuda remunerada, en cuyo caso el coeficiente de endeudamiento actúa como efecto multiplicador.*

En la elaboración de los datos contenidos en el cuadro 3 hemos considerado como deudas remuneradas los importes que figuran en la rúbrica “Deudas representadas por efectos a pagar” (15.452.582 pesetas en 1997, 15.779.669 pesetas en 1998 y 14.482.114 pesetas en 1999, respectivamente), aunque parece que están soportando cargas financieras muy bajas a la luz de las cuantías que figuran en la partida de gastos financieros^[1]. En consecuencia, es claramente visible cómo la empresa no tiene la necesidad de endeudarse con entidades bancarias^[2], por lo que la renta-

bilidad financiera depende, básicamente, de su capacidad productiva, que será objeto de estudio en el segundo nivel de análisis.

En todo caso, los importes que figuran en “Deudas representadas por efectos a pagar” están contribuyendo, aunque ligeramente, en la rentabilidad de los accionistas, y además, no suponen ningún riesgo para la empresa, máxime cuando se trata de deudas a largo plazo.

Segundo nivel. *Su propósito es analizar la capacidad productiva de la empresa, observando la rentabilidad alcanzada por los recursos invertidos en su actividad habitual (distribución de outputs) y en inversiones financieras (valores de renta fija), así como la repercusión que han tenido las actividades de naturaleza extraordinaria o la posesión de activos no productivos^[3] (en nuestro caso, hemos considerado los recursos invertidos en fianzas y depósitos).*

A la luz de los datos contenidos en el cuadro 3, se observa una situación desigual en los tres ejercicios que estamos analizando:

- a) *En el año 1997 se constata que existe una fuerte correlación entre la rentabilidad de fondos totales (14,14%) y la rentabilidad de la explotación (14,14%), ligeramente alterada por los resultados extraordinarios (+0,21%) y activos no productivos (-0,0149% x 14,14%).*
- b) *En el año 1998 también existe esta correlación entre la rentabilidad de los fondos totales (17,85%) y la rentabilidad de la explotación (18,16%), si bien la empresa adquiere inversiones financieras (Valores de Renta Fija por importe de 60.000.000 de pesetas), cuya baja rentabilidad explícita (2,5%) perjudica a la rentabilidad global, habida cuenta que ésta es notoriamente inferior a la obtenida en la explotación. Así mismo, incrementa la incidencia de los resultados extraordinarios (+2,07%), mientras el coste de oportunidad por la posesión de activos no productivos sigue sin presentar importancia (-0,0131 x 18,16%).*
- c) *En el año 1999 se observa una situación claramente diferenciada a los años anteriores. En primer lugar, se distancia notablemente la rentabilidad de los fondos totales (22,36%) y la rentabilidad de la explotación (9,99%) y, en segundo lugar, los resultados extraordinarios derivados de la enajenación de un inmovilizado inciden notoriamente (13,46%). Por su parte, las inversiones financieras y los activos no productivos merecen los mismos comentarios que los realizados en 1998.*

Las anteriores apreciaciones nos permiten destacar tres conclusiones básicas:

- a) La baja rentabilidad de las inversiones financieras no favorece a la empresa, siendo preferible su inversión en la explotación o en otras actividades de mayor remuneración^[4],
- b) La rentabilidad financiera se ha visto claramente favorecida en 1999 por la enajenación de un inmovilizado^[5],
- c) La rentabilidad de la explotación ha disminuido en 1999. Los factores explicativos de esta recaída serán analizados en el tercer y cuarto nivel de estudio.

Tercer nivel. Tiene como objetivo observar tres aspectos relacionados con el ciclo de explotación: el margen neto con el que opera la empresa, la productividad parcial que se logra con los activos sometidos en la actividad habitual y, finalmente, la incidencia de la financiación comercial.

Si nos centramos en 1997, la empresa logra un margen neto del 14,79% respecto a los ingresos de explotación, una productividad parcial de 0,7692 y un índice de financiación de 1,2079. Dichas ratios no permanecen estables en el período analizado provocando una alteración en la rentabilidad de la explotación de 1998 y 1999, si bien en éste último año son más notables y en sentido inverso:

- a) En 1998 la empresa logra mejorar su margen neto (17,08%) y la productividad de sus activos de explotación (0,89), mientras que su capacidad para captar financiación comercial permanece invariable^[6] en relación en 1997.
- b) En 1999 se produce un retroceso en el margen neto (12,60%), en la productividad parcial de los activos de explotación (0,6809) y en el índice de financiación comercial (1,1653), situándose en cifras inferiores a las logradas en 1997.

Cabe concluir, por tanto, que la disminución experimentada en la rentabilidad de la explotación en 1999 se debe a un comportamiento desfavorable en los tres factores que la condicionan, aunque principalmente han afectado el margen neto y el índice de productividad parcial de los activos de explotación^[7].

Cuarto nivel. Se centra en analizar los factores que definen el margen neto, al objeto de observar su importancia relativa y la influencia que están ejerciendo en la evolución del margen neto.

Antes de proceder a su estudio debemos realizar la siguiente consideración respecto a un cambio en las prácticas contable seguidas por la empresa. En efecto, operaciones registradas en 1997 en la rúbrica “Consumo de material primas y otros consumibles” parecen ser registradas en la rúbrica de “Servicios exteriores” a partir de 1998. Aunque podamos estar de acuerdo con este cambio contable, dada la naturaleza de las operaciones realizadas por la empresa, la carencia de homogeneidad^[8] en los datos no nos permiten ser contundentes respecto al comportamiento de estos dos componentes del margen neto en el período 1997-1999.

Así mismo, ha de advertirse que la empresa no ha contabilizado el impuesto sobre sociedades respecto al período 1999, lo que indudablemente supone una sobrevaloración del beneficio de este año y una carencia de homogeneidad respecto a los años precedentes.

Atendiendo a la importancia de cada factor explicativo podemos realizar los siguientes comentarios:

- a) Los consumos de explotación conjuntamente con los gastos externos y de explotación explican el 71,14%, 68,07% y 71,10% del margen neto. Por tanto, se constata, de una parte, la importancia de estos componentes, y de otra, que la mejora experimentada en 1998 no se ha consolidado en 1999.
- b) Los gastos de personal explican un 8,96%, 9,72% y 11,98% del margen neto en 1997, 1998 y 1999 respectivamente, si bien esta evolución desfavorable ha de relativizarse, atendiendo a su menor importancia en relación con los consumos de explotación y otros gastos externos.
- c) Las amortizaciones explican el 4,76% del margen neto en 1997 y aproximadamente un 4,3% en 1998 y 1999 lo que, evidentemente, mejora ligeramente el margen neto de la empresa.
- d) Finalmente, es preciso resaltar que el impuesto sobre sociedades representa un 0,36% y 0,80% del margen neto en 1997 y 1998, aunque para su análisis preferimos centrarnos en las tasas impositivas alcanzadas en dichos años, que se sitúan en el 3,87% y 2,26%, lo cual es indicativo de la aplicación de la Reserva para Inversiones en Canarias y de otros incentivos compatibles (probablemente bases imponibles negativas).

Así, observando la composición de los fondos propios de 1997 se detecta un beneficio después de impuestos de 53.979.157 pesetas, resultados negativos de ejercicios anteriores por importe de -31.907.599 pesetas y otras reservas por importe de 120.092.575 pesetas. Si el objetivo de la

empresa es minimizar impuestos sin asumir nuevos compromisos, es razonable que haya aplicado, en primer lugar, las bases imponible negativas de ejercicios anteriores y, posteriormente, determinar la Reserva para Inversiones en Canarias en la cuantía que haya considerado oportuna, una vez atendida la dotación de la Reserva Legal^[9].

Esta parece ser la actuación que ha adoptado el asesor contable-fiscal, pues en 1998 han desaparecido los “Resultados negativos de ejercicios anteriores” (-31.907.599) y, por otra parte, han incrementado las partidas “Otras Reservas” en 16.673.642 y 5.397.916 pesetas, respectivamente. Por tanto, la distribución del beneficio de 1997 tuvo la siguiente aplicación:

Beneficio antes de impuestos	55.225.971
Impuesto sobre sociedades	-1.246.814
Beneficio de 1997	53.979.157
Compensación de pérdidas	31.907.599
Reserva Legal	5.397.916
Reserva para Inversiones en Canarias	16.673.642

Por su parte, en 1998 la empresa obtuvo un beneficio después de impuestos de 77.945.737 pesetas, por lo que si seguimos el mismo razonamiento realizado anteriormente, es visible el propósito de minimizar el impuesto sobre sociedades y asumir nuevos compromisos de inversión, de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 27 del Régimen Económico y Fiscal de Canarias.

Beneficio antes de impuestos	81.087.186
Impuesto sobre sociedades	-3.141.449
Beneficio de 1997	77.945.737
Reserva Legal	7.794.574
Reserva para Inversiones en Canarias	70.151.163

Esta distribución le ha permitido a la empresa minimizar el impuesto sobre sociedades e incurrir en tasas fiscales reducidas. Ahora bien, esta política ha de ser consciente de las posibles contingencias fiscales que pueden existir en el supuesto de no cumplir con los criterios de materialización establecidos en la normativa, es decir, la empresa ha de contar con un adecuado programa de inversiones y, en nuestra opinión, la adquisición de deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias es una opción con un alto coste de oportunidad, habida cuenta de la baja remuneración ofrecida.

En resumen, en este cuarto nivel de estudio podemos señalar las siguientes conclusiones:

- a) En términos generales se aprecia una estabilidad en los factores que están condicionando el margen neto, aunque cabe apreciar una ligera tendencia desfavorable en los gastos externos y gastos de personal.
- b) El aprovechamiento de los incentivos fiscales establecidos en la Comunidad Autónoma de Canarias mejora la capacidad para generar beneficios, debiéndose ser cuidadoso en la materialización de los recursos retenidos y en el adecuado control de los plazos máximos contados desde su dotación.

Las conclusiones más relevantes de nuestro estudio son^[10]:

- 1) Se alcanzan importantes ratios de rentabilidad financiera, al remunerar a los socios con tasas superiores al 15% y crecientes en el período 1997-1999. No obstante, las empresas más rentables del sector operan con tasas próximas al 65%.
- 2) La actual estructura financiera que podemos calificar de “conservadora” aprovecha escasamente el efecto positivo del apalancamiento financiero y, en este sentido, los socios pueden mejorar su rentabilidad financiera, pero asumiendo un mayor riesgo, tal y como están haciendo las empresas más rentables del sector.
- 3) Las inversiones financieras adquiridas en 1998 están aportando una baja remuneración explícita lo que, si bien aporta mayor flexibilidad financiera a la empresa, incide negativamente en la rentabilidad de los socios. Es menester que los socios analicen la justificación de estas inversiones, bien porque existen plusvalías no recogidas en contabilidad, por razones fiscales (permite materializar la Reserva para Inversiones en Canarias) o de otra índole.
- 4) Se aprecia un retroceso en la rentabilidad de explotación, debiéndose valorar si en el ejercicio 2000, se mantiene:
 - Una desfavorable evolución de los gastos externos y gastos de personal en relación con los ingresos de explotación.
 - Una menor productividad parcial de los activos de explotación.
 - Una menor capacidad para captar financiación comercial.
- 5) La enajenación de un inmovilizado en 1999 compensa notoriamente el retroceso en la rentabilidad de la explotación. De no existir esta operación, la rentabilidad financiera pasaría aproximadamente al 10%, lo que supone una pérdida de 8 puntos respecto al ejercicio anterior.

tud fundamental en la remuneración de los diversos factores productivos y de la que depende, en última instancia, la permanencia de la empresa en un mercado competitivo. Como es sabido, de la suma de los ingresos por ventas y servicios, las variaciones de productos terminados, los ingresos por trabajos realizados por la unidad económica para su inmovilizado y subvenciones de explotación, se obtiene el *valor de la producción* que utilizaremos en este cuarto nivel de estudio como valor de referencia. Al deducir del valor de la producción, los consumos y otros gastos de aprovisionamiento resulta la cifra de *valor añadido* de la empresa, magnitud a la que tradicionalmente se le ha otorgado importancia en el análisis social. Igualmente, si al valor añadido se agregan los resultados de operaciones comunes y se restan los gastos por arrendamientos, así como los derivados de personal se alcanza el *resultado bruto de explotación* como referente básico en el estudio comercial de la empresa. Si deducimos las dotaciones para amortizaciones y dotaciones al fondo de reversión y las variaciones que se hayan podido producir en las insolvencias de crédito y provisiones de tráfico obtenemos el *resultado neto de explotación*. Finalmente, a y los efectos del presente modelo para el análisis de la rentabilidad, una vez se detrae el impuesto sobre sociedades se obtiene el *resultado neto de explotación después de impuestos*, lográndose de esta forma una adecuada concordancia con el tercer nivel de estudio.

$$m = 1 - (g_1 + g_2 + g_3 + g_4 + g_5 + g_6) \quad [4]$$

siendo,

$$g_1 = \frac{\text{Consumos y otros gastos de aprovisionamiento}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_2 = \frac{\text{Arrendamientos y otros gastos por servicios externos}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_3 = \frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_4 = \frac{\text{Amortización del inmovilizado y dotación al fondo de inversión}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_5 = \frac{\text{Variación de provisiones de tráfico}}{\text{Valor de la producción}}$$

$$g_6 = \frac{\text{Impuesto sobre sociedades}}{\text{Valor de la producción}}$$

b) Análisis dinámico

Para cada uno de los niveles de estudio sugeridos en el análisis estático, la variación experimentada por cada variable

endógena vendrá determinada por la evolución de sus respectivas variables explicativas. Así, la variación de la rentabilidad financiera (r_{FP}), la variación de la rentabilidad de los fondos totales (r_{FT}), la variación de la rentabilidad de los fondos totales de la explotación (r_{FTE}) y la variación del margen neto (m) pueden ser expresadas mediante las funciones [5], [6], [7] y [8]:

$$V_{r_{FP}} = f_1 (r_{FT}, c_{FA}, \alpha) \quad [5]$$

$$V_{r_{FT}} = f_2 (r_{FTE}, r_a, \beta_1, \beta_2, \pi_1, \pi_2) \quad [6]$$

$$V_{r_{FTE}} = f_3 (m, \lambda, \mu) \quad [7]$$

$$V_{r_{FTE}} = f_4 (g_1, g_2, g_3, g_4, g_5, g_6) \quad [8]$$

Al objeto de determinar la contribución relativa de cada variable explicativa a la variación de su endógena, el modelo utiliza derivadas parciales multiplicadas por sus incrementos finitos. En este sentido, los incrementos finitos se determinan mediante promedios (nivel 1 y 2), tasas de variación continua (nivel 3) y diferencias absolutas (nivel 4). Siguiendo a Prior, Verges y Vilardell (1993: 35) “*el concepto paralelo al de derivada parcial no se calcula suponiendo que los valores de las demás variables no han cambiado, sino tomando su valor medio en unos casos, o utilizando las propiedades distributivas de las tasas de variación continua en otras (de otra forma, la suma de las explicaciones parciales sería inferior —en valor absoluto— a la variación total de la variable a explicar)*”.

Así mismo, dada la relación existente entre cada uno de estos niveles, se puede afirmar que la variación experimentada en la rentabilidad financiera ($V_{r_{FP}}$) en un determinado período de estudio dependerá de la evolución de todos los factores exógenos expresados en los anteriores niveles; esto es:

$$V_{r_{FP}} = f_T (c_{FA}, f, r_a, \beta_1, \beta_2, \pi_1, \pi_2, \lambda, \mu, g_1, g_2, g_3, g_4, g_5, g_6) \quad [9]$$

4. LA FORMACIÓN DE JUICIOS

El informe final presentado por los analistas expresa las fases metodológicas seguidas por el analista y contiene un conjunto de razonamientos explícitos. Ahora bien, la formación de su opinión no siempre es transcrita en los informes, pudiendo existir otras ideas o hechos que el analista obtiene en el transcurso de su trabajo, pero que no informa al destinatario del trabajo encomendado y que condicionan su juicio profesional.

4.1. Razonamiento explícito

El razonamiento explícito coincide con el texto original presentado por los analistas a la dirección de la empresa. A los efectos de no variar el literal de dicho informe, a continuación reproducimos el mismo, incluyendo llamadas en todos aquellos aspectos en los que se tuvo un razonamiento implícito que son detalladas en el siguiente epígrafe.

Informe económico-financiero

En este trabajo analizamos la rentabilidad obtenida por la empresa, poniendo de manifiesto aquellos factores que han condicionado su situación y evolución en el período 1997-1999. Para lograr este objetivo hemos utilizado un modelo integrado que, tomando la rentabilidad financiera como esencia o eje central, analiza, en primer lugar, cómo incide la financiación permanente para, posteriormente, estudiar otros factores explicativos. En nuestra opinión, la amplitud y coherencia conceptual del modelo utilizado nos ha permitido evaluar razonablemente la gestión realizada por dicha empresa.

Para responder a esta pregunta nos centramos en los datos contenidos en los cuadros 3, 4 y 5, aportando conclusiones parciales en cuatro niveles de estudio y con relación a los ejercicios económicos de 1997, 1998 y 1999. Finalmente, realizamos una síntesis con las principales conclusiones.

Primer nivel. *Tiene como propósito analizar si la financiación permanente de la empresa está favoreciendo los intereses de los accionistas, es decir, si la financiación bancaria incide favorablemente o no en la remuneración de los recursos aportados por los propietarios. Este efecto, conocido en la literatura como apalancamiento financiero, afecta positivamente cuando la rentabilidad de los fondos totales es superior al coste de la deuda remunerada, en cuyo caso el coeficiente de endeudamiento actúa como efecto multiplicador.*

En la elaboración de los datos contenidos en el cuadro 3 hemos considerado como deudas remuneradas los importes que figuran en la rúbrica “Deudas representadas por efectos a pagar” (15.452.582 pesetas en 1997, 15.779.669 pesetas en 1998 y 14.482.114 pesetas en 1999, respectivamente), aunque parece que están soportando cargas financieras muy bajas a la luz de las cuantías que figuran en la partida de gastos financieros^[1]. En consecuencia, es claramente visible cómo la empresa no tiene la necesidad de endeudarse con entidades bancarias^[2], por lo que la renta-

bilidad financiera depende, básicamente, de su capacidad productiva, que será objeto de estudio en el segundo nivel de análisis.

En todo caso, los importes que figuran en “Deudas representadas por efectos a pagar” están contribuyendo, aunque ligeramente, en la rentabilidad de los accionistas, y además, no suponen ningún riesgo para la empresa, máxime cuando se trata de deudas a largo plazo.

Segundo nivel. *Su propósito es analizar la capacidad productiva de la empresa, observando la rentabilidad alcanzada por los recursos invertidos en su actividad habitual (distribución de outputs) y en inversiones financieras (valores de renta fija), así como la repercusión que han tenido las actividades de naturaleza extraordinaria o la posesión de activos no productivos^[3] (en nuestro caso, hemos considerado los recursos invertidos en fianzas y depósitos).*

A la luz de los datos contenidos en el cuadro 3, se observa una situación desigual en los tres ejercicios que estamos analizando:

- a) *En el año 1997 se constata que existe una fuerte correlación entre la rentabilidad de fondos totales (14,14%) y la rentabilidad de la explotación (14,14%), ligeramente alterada por los resultados extraordinarios (+0,21%) y activos no productivos (-0,0149% x 14,14%).*
- b) *En el año 1998 también existe esta correlación entre la rentabilidad de los fondos totales (17,85%) y la rentabilidad de la explotación (18,16%), si bien la empresa adquiere inversiones financieras (Valores de Renta Fija por importe de 60.000.000 de pesetas), cuya baja rentabilidad explícita (2,5%) perjudica a la rentabilidad global, habida cuenta que ésta es notoriamente inferior a la obtenida en la explotación. Así mismo, incrementa la incidencia de los resultados extraordinarios (+2,07%), mientras el coste de oportunidad por la posesión de activos no productivos sigue sin presentar importancia (-0,0131 x 18,16%).*
- c) *En el año 1999 se observa una situación claramente diferenciada a los años anteriores. En primer lugar, se distancia notablemente la rentabilidad de los fondos totales (22,36%) y la rentabilidad de la explotación (9,99%) y, en segundo lugar, los resultados extraordinarios derivados de la enajenación de un inmovilizado inciden notoriamente (13,46%). Por su parte, las inversiones financieras y los activos no productivos merecen los mismos comentarios que los realizados en 1998.*

Las anteriores apreciaciones nos permiten destacar tres conclusiones básicas:

- a) La baja rentabilidad de las inversiones financieras no favorece a la empresa, siendo preferible su inversión en la explotación o en otras actividades de mayor remuneración^[4],
- b) La rentabilidad financiera se ha visto claramente favorecida en 1999 por la enajenación de un inmovilizado^[5],
- c) La rentabilidad de la explotación ha disminuido en 1999. Los factores explicativos de esta recaída serán analizados en el tercer y cuarto nivel de estudio.

Tercer nivel. Tiene como objetivo observar tres aspectos relacionados con el ciclo de explotación: el margen neto con el que opera la empresa, la productividad parcial que se logra con los activos sometidos en la actividad habitual y, finalmente, la incidencia de la financiación comercial.

Si nos centramos en 1997, la empresa logra un margen neto del 14,79% respecto a los ingresos de explotación, una productividad parcial de 0,7692 y un índice de financiación de 1,2079. Dichas ratios no permanecen estables en el período analizado provocando una alteración en la rentabilidad de la explotación de 1998 y 1999, si bien en éste último año son más notables y en sentido inverso:

- a) En 1998 la empresa logra mejorar su margen neto (17,08%) y la productividad de sus activos de explotación (0,89), mientras que su capacidad para captar financiación comercial permanece invariable^[6] en relación en 1997.
- b) En 1999 se produce un retroceso en el margen neto (12,60%), en la productividad parcial de los activos de explotación (0,6809) y en el índice de financiación comercial (1,1653), situándose en cifras inferiores a las logradas en 1997.

Cabe concluir, por tanto, que la disminución experimentada en la rentabilidad de la explotación en 1999 se debe a un comportamiento desfavorable en los tres factores que la condicionan, aunque principalmente han afectado el margen neto y el índice de productividad parcial de los activos de explotación^[7].

Cuarto nivel. Se centra en analizar los factores que definen el margen neto, al objeto de observar su importancia relativa y la influencia que están ejerciendo en la evolución del margen neto.

Antes de proceder a su estudio debemos realizar la siguiente consideración respecto a un cambio en las prácticas contable seguidas por la empresa. En efecto, operaciones registradas en 1997 en la rúbrica “Consumo de material primas y otros consumibles” parecen ser registradas en la rúbrica de “Servicios exteriores” a partir de 1998. Aunque podamos estar de acuerdo con este cambio contable, dada la naturaleza de las operaciones realizadas por la empresa, la carencia de homogeneidad^[8] en los datos no nos permiten ser contundentes respecto al comportamiento de estos dos componentes del margen neto en el período 1997-1999.

Así mismo, ha de advertirse que la empresa no ha contabilizado el impuesto sobre sociedades respecto al período 1999, lo que indudablemente supone una sobrevaloración del beneficio de este año y una carencia de homogeneidad respecto a los años precedentes.

Atendiendo a la importancia de cada factor explicativo podemos realizar los siguientes comentarios:

- a) Los consumos de explotación conjuntamente con los gastos externos y de explotación explican el 71,14%, 68,07% y 71,10% del margen neto. Por tanto, se constata, de una parte, la importancia de estos componentes, y de otra, que la mejora experimentada en 1998 no se ha consolidado en 1999.
- b) Los gastos de personal explican un 8,96%, 9,72% y 11,98% del margen neto en 1997, 1998 y 1999 respectivamente, si bien esta evolución desfavorable ha de relativizarse, atendiendo a su menor importancia en relación con los consumos de explotación y otros gastos externos.
- c) Las amortizaciones explican el 4,76% del margen neto en 1997 y aproximadamente un 4,3% en 1998 y 1999 lo que, evidentemente, mejora ligeramente el margen neto de la empresa.
- d) Finalmente, es preciso resaltar que el impuesto sobre sociedades representa un 0,36% y 0,80% del margen neto en 1997 y 1998, aunque para su análisis preferimos centrarnos en las tasas impositivas alcanzadas en dichos años, que se sitúan en el 3,87% y 2,26%, lo cual es indicativo de la aplicación de la Reserva para Inversiones en Canarias y de otros incentivos compatibles (probablemente bases imponibles negativas).

Así, observando la composición de los fondos propios de 1997 se detecta un beneficio después de impuestos de 53.979.157 pesetas, resultados negativos de ejercicios anteriores por importe de -31.907.599 pesetas y otras reservas por importe de 120.092.575 pesetas. Si el objetivo de la

empresa es minimizar impuestos sin asumir nuevos compromisos, es razonable que haya aplicado, en primer lugar, las bases imponible negativas de ejercicios anteriores y, posteriormente, determinar la Reserva para Inversiones en Canarias en la cuantía que haya considerado oportuna, una vez atendida la dotación de la Reserva Legal^[9].

Esta parece ser la actuación que ha adoptado el asesor contable-fiscal, pues en 1998 han desaparecido los “Resultados negativos de ejercicios anteriores” (-31.907.599) y, por otra parte, han incrementado las partidas “Otras Reservas” en 16.673.642 y 5.397.916 pesetas, respectivamente. Por tanto, la distribución del beneficio de 1997 tuvo la siguiente aplicación:

Beneficio antes de impuestos	55.225.971
Impuesto sobre sociedades	-1.246.814
Beneficio de 1997	53.979.157
Compensación de pérdidas	31.907.599
Reserva Legal	5.397.916
Reserva para Inversiones en Canarias	16.673.642

Por su parte, en 1998 la empresa obtuvo un beneficio después de impuestos de 77.945.737 pesetas, por lo que si seguimos el mismo razonamiento realizado anteriormente, es visible el propósito de minimizar el impuesto sobre sociedades y asumir nuevos compromisos de inversión, de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 27 del Régimen Económico y Fiscal de Canarias.

Beneficio antes de impuestos	81.087.186
Impuesto sobre sociedades	-3.141.449
Beneficio de 1997	77.945.737
Reserva Legal	7.794.574
Reserva para Inversiones en Canarias	70.151.163

Esta distribución le ha permitido a la empresa minimizar el impuesto sobre sociedades e incurrir en tasas fiscales reducidas. Ahora bien, esta política ha de ser consciente de las posibles contingencias fiscales que pueden existir en el supuesto de no cumplir con los criterios de materialización establecidos en la normativa, es decir, la empresa ha de contar con un adecuado programa de inversiones y, en nuestra opinión, la adquisición de deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias es una opción con un alto coste de oportunidad, habida cuenta de la baja remuneración ofrecida.

En resumen, en este cuarto nivel de estudio podemos señalar las siguientes conclusiones:

- a) En términos generales se aprecia una estabilidad en los factores que están condicionando el margen neto, aunque cabe apreciar una ligera tendencia desfavorable en los gastos externos y gastos de personal.
- b) El aprovechamiento de los incentivos fiscales establecidos en la Comunidad Autónoma de Canarias mejora la capacidad para generar beneficios, debiéndose ser cuidadoso en la materialización de los recursos retenidos y en el adecuado control de los plazos máximos contados desde su dotación.

Las conclusiones más relevantes de nuestro estudio son^[10]:

- 1) Se alcanzan importantes ratios de rentabilidad financiera, al remunerar a los socios con tasas superiores al 15% y crecientes en el período 1997-1999. No obstante, las empresas más rentables del sector operan con tasas próximas al 65%.
- 2) La actual estructura financiera que podemos calificar de “conservadora” aprovecha escasamente el efecto positivo del apalancamiento financiero y, en este sentido, los socios pueden mejorar su rentabilidad financiera, pero asumiendo un mayor riesgo, tal y como están haciendo las empresas más rentables del sector.
- 3) Las inversiones financieras adquiridas en 1998 están aportando una baja remuneración explícita lo que, si bien aporta mayor flexibilidad financiera a la empresa, incide negativamente en la rentabilidad de los socios. Es menester que los socios analicen la justificación de estas inversiones, bien porque existen plusvalías no recogidas en contabilidad, por razones fiscales (permite materializar la Reserva para Inversiones en Canarias) o de otra índole.
- 4) Se aprecia un retroceso en la rentabilidad de explotación, debiéndose valorar si en el ejercicio 2000, se mantiene:
 - Una desfavorable evolución de los gastos externos y gastos de personal en relación con los ingresos de explotación.
 - Una menor productividad parcial de los activos de explotación.
 - Una menor capacidad para captar financiación comercial.
- 5) La enajenación de un inmovilizado en 1999 compensa notoriamente el retroceso en la rentabilidad de la explotación. De no existir esta operación, la rentabilidad financiera pasaría aproximadamente al 10%, lo que supone una pérdida de 8 puntos respecto al ejercicio anterior.

6) *Existe un adecuado aprovechamiento de los incentivos fiscales establecidos en la normativa, especialmente la Reserva para Inversiones en Canarias. Ahora bien, esta política de autofinanciación ha de ser consciente de las posibles contingencias fiscales que pudieran existir en el supuesto de no cumplir con los criterios de materialización establecidos en la legislación. Por tanto, la empresa ha de contar con un adecuado programa de inversiones y, en nuestra opinión, la adquisición de deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias es una opción con un alto coste de oportunidad, habida cuenta de la baja remuneración ofrecida.*

Análisis estático de la rentabilidad por niveles de estudio

ANÁLISIS ESTÁTICO	EJERCICIOS ECONÓMICOS		
	1999	1998	1997
PRIMER NIVEL			
Rentabilidad financiera	22,96%	18,51%	15,73%
Rentabilidad de los fondos totales	22,36%	17,85%	14,14%
coste financiero de la deuda remunerada	0,02%	0,27%	0,13%
coeficiente de endeudamiento	0,0272	0,0375	0,1132
SEGUNDO NIVEL			
Rentabilidad de los fondos totales	22,36%	17,85%	14,14%
Rentabilidad de los fondos totales de explotación	9,99%	18,16%	14,14%
Rentabilidad de las inversiones financieras	1,77%	2,50%	0,00%
Importancia relativa de las inversiones financieras	0,1259	0,1373	
Índice de resultados extraordinarios (tipo 1)	13,46%	0,00%	0,00%
Índice de resultados extraordinarios (tipo 2)	0,04%	2,07%	0,21%
Índice de rentabilidad de los activos no productivos	1,02%	1,31%	1,49%
TERCER NIVEL			
Rentabilidad de los fondos totales de explotación	9,99%	18,16%	14,14%
Margen neto de explotación	12,60%	17,08%	14,79%
Índice de relación entre los ingresos y activos de explotación	0,6809	0,8900	0,7692
Índice de financiación no remunerada (comercial y subvenciones)	1,1653	1,1953	1,2079
CUARTO NIVEL			
Margen neto de explotación	12,60%	17,08%	14,79%
Factores que relacionan el valor de la producción con el valor añadido			
- Consumos de explotación	45,38%	44,81%	3,04%
- Gastos externos y de explotación	25,72%	23,26%	68,11%
- Otros impuestos			
Factores que relacionan el valor añadido con el rtdo. bruto de explotación.			
- Gastos de personal	11,98%	9,72%	8,96%
- Otros gastos	0,00%	0,00%	0,00%
Factores que relacionan el rtdo. bruto de explot. y el rtdo. antes de impuestos			
- Dotación para amortizaciones del inmovilizado material	4,33%	4,32%	4,76%
- Dotaciones al fondo de reversión	0,00%	0,00%	0,00%
- Insolvencias de crédito y variaciones de las provisiones de tráfico	0,00%	0,02%	0,00%
Factores que relacionan el resultado antes y después de impuestos			
- Impuesto sobre sociedades	0,00%	0,80%	0,36%

Cuadro 3

Análisis dinámico de la rentabilidad por niveles de estudio

ANÁLISIS DINÁMICO	PERIODOS	
	1999-1998	1998-1997
PRIMER NIVEL		
Variación de la rentabilidad financiera	4,46%	2,78%
Contribución de la rentabilidad de los fondos totales	4,65%	3,99%
Contribución del coste financiero de la deuda remunerada	0,01%	-0,01%
Contribución del coeficiente de endeudamiento	-0,21%	-1,20%
SEGUNDO NIVEL		
Variación de la rentabilidad de los fondos totales	4,51%	3,71%
Contribución de la rentabilidad de los fondos totales de la explotación	-7,00%	3,69%
Contribución de la rentabilidad de las inversiones financieras	-0,10%	0,17%
Contribución del índice de inversiones financieras	0,14%	-2,05%
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo I)	13,46%	0,00%
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo II)	-2,03%	1,86%
Contribución del índice de rentabilidad de los activos no productivos	0,04%	0,03%
TERCER NIVEL		
Variación de la rentabilidad de los fondos totales de la explotación	-8,17%	4,02%
Contribución del margen neto	-4,16%	1,85%
Contribución del índice de relación entre ingresos y activos de explot.	-3,53%	2,34%
Contribución del índice de la financiación no remunerada	-0,48%	-0,17%
CUARTO NIVEL		
Variación del margen neto	-4,48%	2,29%
Contribución de los consumos de explotación	-0,57%	-41,77%
Contribución de los gastos externos y de explotación	-2,45%	44,84%
Contribución de otros impuestos	0,00%	0,00%
Contribución de los gastos de personal	-2,26%	-0,76%
Contribución de otros gastos	0,00%	0,00%
Contribución de la dotación para amortizaciones del inmovil. mat.	-0,01%	0,44%
Contribución de la dotación al fondo de reversión	0,00%	0,00%
Contribución de las insolvencias de créditos y variac. de provisiones	0,02%	-0,02%
Contribución del impuesto sobre sociedades	0,80%	-0,44%

Cuadro 4

4.2. Razonamiento implícito

Los razonamientos implícitos permiten una mejor comprensión del trabajo realizado, siendo producto tanto de los planteamientos teóricos que subyacen en los analistas como de la contrastación de sus ideas en el transcurso de la elaboración del informe, permitiendo todo ello un juicio profesional sobre situación y evolución del equilibrio económico de la empresa. De acuerdo a las llamadas expuestas en el texto original, exponemos a continuación tales razonamientos:

[1] El endeudamiento con empresas del grupo familiar implica que la empresa presente un coste financiero inferior a las tasas del mercado. Estas transferencias de precios no sólo se producen en el tipo de interés, sino

Los razonamientos implícitos permiten una mejor comprensión del trabajo realizado

Análisis dinámico integrado de la rentabilidad por niveles de estudio

PERIODO 1999-1998	
Variación de la rentabilidad financiera	4,46%
Factores negativos (por orden de importancia):	
Contribución del índice de relación entre ingresos y activos de explot.	-3,12%
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo II)	-2,10%
Contribución de los gastos externos y de explotación	-2,01%
Contribución de los gastos de personal	-1,86%
Contribución de los consumos de explotación	-0,47%
Contribución del índice de la financiación no remunerada	-0,43%
Contribución del coeficiente de endeudamiento	-0,21%
Contribución de la rentabilidad de las inversiones financ.	-0,10%
Factores positivos (por orden de importancia):	
Contribución de la dotación para amortizaciones del inmovilizado mat.	-0,01%
Contribución de la dotación al fondo de reversión	0,00%
Contribución de otros gastos	0,00%
Contribución de otros impuestos	0,00%
Contribución del coste financiero de la deuda remunerada	0,01%
Contribución de las insolvencias de créditos y variac. de provisiones	0,02%
Contribución del índice de rentabilidad de los activos no productivos	0,04%
Contribución del índice de inversiones financieras	0,14%
Contribución del impuesto sobre sociedades	0,65%
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo I)	13,90%
PERIODO 1998-1997	
Variación de la rentabilidad financiera	2,78%
Factores negativos (por orden de importancia):	
Contribución de los consumos de explotación	-33,30%
Contribución del índice de inversiones financieras	-2,20%
Contribución del coeficiente de endeudamiento	-1,20%
Contribución de los gastos de personal	-0,61%
Contribución del impuesto sobre sociedades	-0,35%
Contribución del índice de la financiación no remunerada	-0,17%
Contribución de las insolvencias de créditos y variac. de provisiones	-0,02%
Contribución del coste financiero de la deuda remunerada	-0,01%
Factores positivos (por orden de importancia):	
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo I)	0,00%
Contribución de otros impuestos	0,00%
Contribución de otros gastos	0,00%
Contribución de la dotación al fondo de reversión	0,00%
Contribución del índice de rentabilidad de los activos no productivos	0,03%
Contribución de la rentabilidad de las inversiones financ.	0,18%
Contribución de la dotación para amortizaciones del inmovilizado mat.	0,35%
Contribución del índice de resultados extraordinarios (tipo II)	2,00%
Contribución del índice de relación entre ingresos y activos de explot.	2,31%
Contribución de los gastos externos y de explotación	35,75%

Cuadro 5

también en el plazo de reembolso que se proroga de forma automática a su vencimiento, lo que asimila estas deudas a las aportaciones de capital.

[2] La estructura financiera de la empresa, fuertemente dependiente de los fondos propios y del pasivo comercial, es una característica del modelo imperante en las Pequeñas y Medianas Empresas de España. Sin embargo,

la empresa objeto de estudio posee una importante flexibilidad financiera, debido a que las entidades financieras sustentan parte de sus decisiones de concesión de préstamos en los informes de fiabilidad y, en este sentido, la empresa posee suficientes garantías reales, ya que los bienes patrimoniales incorporados en el activo poseen grandes plusvalías no reconocidas contablemente. Así mismo, la entidad ha satisfecho históricamente todas sus deudas y goza de una buena imagen en el entorno en el que opera, lo que a juicio del socio-gerente permitiría incrementar la financiación bancaria. En consecuencia, los socios prefieren gozar de la máxima autonomía financiera posible, aunque ello no favorezca la rentabilidad de los fondos propios. Además, la fuerte autofinanciación potenciada por la Reserva para Inversiones en Canarias cubre de forma sustancial los proyectos de inversión. Es más, la dirección muestra el deseo de utilizar la tesorería de libre disposición para reducir sus deudas.

- [3] Los responsables contables resaltan que el balance contiene bienes inmuebles familiares (edificios) incorporados al patrimonio de la empresa, aunque no aportan información adicional sobre el importe de dichos activos. Esta forma de proceder se debe, entre otras razones, a que dudan sobre la razonabilidad de la actual valoración contable, ya que no son bienes adquiridos con posterioridad a la creación de la empresa, en cuyo caso conocerían su precio de adquisición, sino que se trata de bienes familiares que se incorporaron a la empresa en el momento de su constitución.
- [4] El socio-gerente es consciente de la baja rentabilidad de las inversiones financieras, las cuales fueron adquiridas como consecuencia de un exceso de tesorería, manifestando su desconocimiento sobre los instrumentos financieros que le pudieran permitir una mejora en la gestión de tales excesos. Por su parte, el director financiero muestra su conformidad sobre la baja rentabilidad de las inversiones financieras, señalando que ya tenían conocimiento de que esta inversión perjudicaba la rentabilidad de la empresa y que, en todo caso, correspondía a los socios decidir sobre otra inversión alternativa de mayor nivel de riesgo.
- [5] En conversaciones mantenidas con los contables se constató que la partida de deudores no estaba relacionada con la enajenación onerosa del inmovilizado, respondiendo a cuantías entregadas a los socios en concepto de préstamo. Dichas cantidades tenían como destino satisfacer las cantidades adeudadas por los socios a la Hacienda Pública en concepto del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas. Teniendo en cuenta que la familia tenía otras empresas con transparencia fiscal, se instauró la práctica fiscal de que la empresa pagara las cantidades adeudadas

a la Hacienda Pública por sus socios, contabilizando tales cuantías como créditos a favor de la empresa, aunque no se estableció la fecha para su devolución. Así mismo, la Reserva para Inversiones en Canarias desincentiva la distribución de dividendos, por lo que la empresa potencia la política de préstamos a sus socios en aras de minimizar los impuestos a satisfacer.

- [6] En el transcurso de las conversaciones mantenidas con los responsables contables se puso de manifiesto que la financiación espontánea dependía de pocos proveedores y que las condiciones contractuales estaban marcadas por los mismos de forma casi inamovible, estableciendo un período de pago próximo a los 90 días. En este sentido, la capacidad negociadora de la empresa era muy reducida a este respecto, puesto que sus principales proveedores también podían ser sus principales competidores, al tratarse de importantes empresas del sector con capacidad de integrarse verticalmente.
- [7] Estos retrocesos son razonables como consecuencia del crecimiento que está experimentando la empresa de acuerdo a su fuerte política de autofinanciación. Como nos señala el socio-gerente, las inversiones que la empresa ha emprendido en los últimos años no han alcanzado su grado de madurez, siendo probable que estas ratios mejoren en los próximos ejercicios económicos.
- [8] La estructura administrativa de la empresa es reducida, ocupando su tiempo principalmente en el registro de las operaciones contables, la gestión laboral y algunos aspectos fiscales, si bien en este último caso se dispone de un fuerte asesoramiento externo, especialmente en los que respecta al impuesto sobre sociedades y, en particular, a la gestión del instrumento fiscal utilizado por excelencia en la empresa canaria: la Reserva para Inversiones en Canarias. En los últimos años la entidad ha emprendido un proceso de racionalización y, en este sentido, se está perfeccionando el sistema de información contable, así como las actividades de control que se asocian al mismo, al objeto de que la información de gestión sea lo más fidedigna y relevante posible. Por otro lado, el socio-gerente se muestra interesado en disponer de información de gestión, más allá de la que deba remitirse al Registro Mercantil por condiciones de rendición de cuentas, teniendo la clara convicción de que otras empresas de su sector disponen de información exhaustiva sobre el coste de los servicios, así como otros indicadores de gestión.
- [9] Para el disfrute de este ahorro fiscal se exige, entre otros requisitos, que los beneficios empresariales sobre los cuales recae la exención hayan sido genera-

dos por establecimientos situados en Canarias, así como su materialización en dicho ámbito espacial. Asimismo, la reserva fiscal viene limitada cuantitativamente al 90% del beneficio obtenido que no sea objeto de distribución, siempre y cuando la aplicación de tal reducción no conlleve la obtención de una base imponible negativa.

Con relación al concepto de beneficios no distribuidos, la norma fiscal indica que tendrán tal consideración los repartos destinados a nutrir las reservas, excluida la dotación a la reserva legal. Si bien el tenor literal del articulado no deja duda sobre la interpretación que deba realizarse sobre este precepto legal, dicha consideración llama la atención desde una perspectiva puramente contable, toda vez que las dotaciones a la reserva legal constituyen verdadera autofinanciación para la empresa. Sin embargo, el ahorro fiscal derivado de la utilización de la Reserva para Inversiones en Canarias está condicionado por este hecho, de tal forma que las empresas excluirán en la base de cálculo la dotación anual a la reserva legal, lo que conlleva la posibilidad de que sujetos pasivos con idéntica renta y capacidad económica se sitúen de forma diferente ante la Administración Tributaria.

- [10] Las conclusiones aportan los juicios obtenidos sobre el equilibrio económico-financiero de la empresa, resaltando las posibles decisiones a considerar por los socios. Es evidente que el desarrollo de las conclusiones es una fase crítica, máxime cuando éstas van a ser evaluadas por los responsables de la gestión financiera y socios de la empresa, con un conocimiento más profundo sobre la situación de la misma. Los directivos manifestaron su acuerdo con las conclusiones alcanzadas, estableciendo que el informe les había permitido hacer visible aspectos ya conocidos pero no explicitados formalmente.

5. CONCLUSIONES

La formación teórica sobre la metodología del análisis contable se erige como una cualidad estrictamente necesaria en la figura del analista, sin la cual sería imposible el desempeño de su labor, si bien ésta debe ser completada con una experiencia suficiente, a los efectos de que el juicio profesional se apoye sobre una base fundamentada.

De acuerdo a la experiencia adquirida en el caso real descrito, hemos podido observar cómo la interpretación de la información financiera de una empresa familiar depende de

las presunciones teóricas que posea el analista en cuanto al tipo de entidad analizada. Y en este sentido, resulta evidente que tales presunciones no sólo han servido para complementar la formación teórica del analista o para constatar el cumplimiento o no de las mismas, sino que determinan, además, el razonamiento de su juicio final.

En nuestra opinión, en el análisis contable de la empresa familiar resulta fundamental un conocimiento de los factores externos e internos que condicionan la estructura económico-financiera de la entidad examinada, que han de ser observados conjuntamente con los aspectos psicológicos de las personas que la integran, pues afectan decisivamente al comportamiento financiero de la empresa familiar.

Los factores externos e internos han de ser observados conjuntamente con los aspectos psicológicos de las personas que la empresa familiar que la integran

Todo este compendio teórico, formado por los conocimientos adquiridos por el analista y relativos tanto a las técnicas y procedimientos como a las presunciones sobre la empresa familiar, se complementa perfectamente con la observación directa de la realidad, en la que se incluyen los estados contables, el entorno general y específico, así como aspectos cualitativos derivados del comportamiento político, social y psicológico de los miembros de la empresa familiar.

De esta manera, se llega a elaborar un informe (razonamiento explícito), detrás del cual existe un juicio profesional (razonamiento implícito) que afecta a las diferentes fases metodológicas seguidas en el análisis contable: especificación del trabajo, análisis formal de la calidad de la información objeto de estudio, selección de la información, selección de las técnicas de análisis, presentación de la información elaborada y formación de una opinión razonable.

Detrás del informe (razonamiento explícito) existe un juicio profesional (razonamiento implícito) que afecta a las diferentes fases metodológicas del análisis contable

No debemos concluir sin hacer notar la necesidad de una mayor investigación sobre la problemática contable y, en concreto, sobre el análisis de estados financieros en el ámbito de la empresa familiar, dada la importancia que tienen estas entidades en el tejido empresarial de nuestro entorno más próximo.

6. BIBLIOGRAFÍA

- ARONOFF, C.E. y WARD, J.L. (1995): "Family-owned businesses: a thing of the past or a model for the future?", *Family Business Review*, 8, pp.121-130.
- BERCKHARD, R. y DYER, W.G.Jr. (1983): "Managing continuity in the family-owned business", *Organizational Dynamics*, 12, pp. 5-12.
- CABRERA SUAREZ, K.M. y GARCÍA FALCÓN, J.M. (1999): "La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas", *Revista Europea de Dirección y Administración de la Empresa*, vol. 8, n.º. 1, pp. 7-30.
- CABRERA SUAREZ, K.M. y SANTANA MARTÍN, D.J. (2000): "La valoración de empresas familiares: una adaptación del modelo de descuento de flujos", *Actualidad Financiera*, 5, pp. 41-50.
- CALDER, G.H. (1961): "The peculiar problems of a family business", *Business Horizons*, 4, pp. 93-102.
- CHURCHILL, N.C. y HATTEN, K.J. (1987): "Non-Market-Based Transfer of Wealth and Power. A Research Framework for Family Business", *American Journal of Small Business*, 12, pp. 53-66.
- DAVIS, J.A. y TAGIURI, R. (1991): Bivalent attributes of the family firm", en ARONOFF, C.E. y WARD, J.L. [ed.]: *Family Business Sourcebook*. Omnigraphics, Inc.
- DORTA VELÁZQUEZ, J. A. Y PÉREZ ALEMÁN, J. (2001): "Análisis financiero de la empresa familiar". *Actualidad Financiera*, septiembre, núm. 9, pp. 3-16.
- DORTA VELÁZQUEZ, J. A. Y TABRAUE ARMAS, M. A. (1999): "Análisis de la rentabilidad de la empresa gran Canaria: estudio de sus factores explicativos mediante un modelo integrado". *Segundo Seminario de Investigación Universitaria sobre la Economía Canaria (Economía Canaria 1999)*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, junio, pp. 361-380.
- GALLO, M.A. (1995): *Empresa familiar. Textos y casos*. Barcelona, Praxis.
- GALLO, M.A. y GARCÍA PONT, C. (1989): "La empresa familiar en la economía española". *Papeles de Economía Española*, núm. 39, pp. 67-85.
- KETS DE VRIES, M (1996): *Family business: Human dilemmas in the family firm*. International Thomson Business Press. London, UK.
- KLEINSORGE, I.K. (1994): "Financial and efficiency differences in family-owned and non-family-owned nursing homes: an oregon study", *Family Business Review*, 7, pp. 73-86.
- LEACH, P. (1993): *La empresa familiar*. Barcelona: Granica.
- MARGERIN, J. Y MALLARD, J. (1993): *Analyse Financière*. Ed. Sedifor, Grenoble.
- PETERAF, M.A. (1993). "The conerstone of competitive advantage. A resource-based view". *Strategic Management Journal*, 14, pp. 179-191.
- PRIOR, D. , VERGES, J. y VILARDELL, I. (1993): *La evaluación de la eficiencia en los sectores privado y público*. Instituto de Estudios Financieros. Madrid.
- WARD, J.L. (1987): *Keeping the Family Business Healthy*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.