



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea

**AVVERSIONE AL RISCHIO NELLE AZIENDE FAMILIARI:
PECULIARITA', CONSEGUENZE E POSSIBILI SVILUPPI**
*RISK AVERSION IN FAMILY FIRMS: PECULIARITIES,
CONSEQUENCES AND POSSIBLE DEVELOPMENTS*

Relatore:
Prof. BASSETTI THOMAS

Laureando:
PALMITESSA GIANLUCA

Anno Accademico 2015-1016

INDICE

CAPITOLO 1

Introduzione	3
---------------------	---

CAPITOLO 2

Le aziende familiari e l'avversione al rischio	5
---	---

2.1 Titolarità e controllo	5
----------------------------	---

2.1.1 Manager della famiglia	5
------------------------------	---

2.1.2 La sensibilità all'incertezza	5
-------------------------------------	---

2.1.3 Le aziende familiari, diversificazione, redditività e sensibilità agli shock di mercato	6
---	---

2.2 Fattori che influenzano l'avversione al rischio nelle aziende familiari	6
---	---

2.2.1 Il coinvolgimento familiare, un fattore dai risultati contraddittori	6
--	---

2.2.2 Obiettivi e propositi dei membri della famiglia	7
---	---

2.2.3 Caratteristiche del manager familiare	7
---	---

2.2.4 Caratteristiche dell'azienda	8
------------------------------------	---

2.2.5 Ambiente e competizione	8
-------------------------------	---

2.3 Risultati e conseguenze dell'avversione al rischio nelle aziende familiari	8
--	---

2.3.1 Strategia di business e pratica: spese di capitale e in ricerca&sviluppo	9
--	---

2.3.2 Struttura del capitale	9
------------------------------	---

2.3.3 Andamento e sviluppo dell'azienda	10
---	----

2.3.4 Questioni private dei membri della famiglia	10
---	----

2.3.5 Macroeconomia	11
---------------------	----

CAPITOLO 3

Un punto di vista “alternativo” riguardo l’assunzione di rischi	13
3.1 Ricchezza socio-emotiva e differenti tipologie di rischio	13
3.1.1 La ricchezza socio-emotiva	13
3.1.2 Rischio prestazionale e rischio d’impresa	14
3.1.3 Target soddisfacenti o controllo dell’impresa?	15
3.2 Stadi di proprietà e rapporti col rischio	15
3.3 Caso empirico. Frantoi della Spagna del Sud: unirsi ad una cooperativa o rimanere indipendenti?	16
3.3.1 Frantoi nella provincia di Jaén (Spagna): proprietà familiare o cooperativa?	17
3.3.2 Vantaggi assicurati dalle cooperative	18
3.3.3 Condizioni presentate dalle cooperative	19
3.3.4 La scelta	20

CAPITOLO 4

Conclusioni	21
--------------------	-----------

BIBLIOGRAFIA	23
---------------------	-----------

CAPITOLO 1

Introduzione

In questa tesi analizzeremo la relazione che c'è tra le aziende familiari e il loro grado di avversione al rischio. Studiare tale legame e osservare gli atteggiamenti riguardo gli investimenti che un'impresa familiare presenta, rispetto a quelli di imprese con altre strutture proprietarie, ha acquistato una notevole importanza negli ultimi anni poiché è ormai noto come le aziende famigliari rappresentino la colonna portante dell'economia della maggior parte delle nazioni e contino all'incirca il 90% di tutte le aziende mondiali (Aldrich and Cliff, 2003). La ricerca sulle aziende famigliari, però, si è intensificata solamente negli ultimi 20 anni (Gedajlovic et al., 2012) data la grande importanza acquisita a livello economico.

Nei capitoli seguenti, dunque, cercheremo di indagare come la propensione alla trasmissione dell'impresa alle generazioni future, principale differenza nelle preferenze tra le aziende familiari e quelle di altro genere, condizioni il grado di avversione al rischio e, dunque, le scelte sugli investimenti. Tale inclinazione suggerisce un orizzonte di medio-lungo termine per le aziende familiari, la cui proprietà, inoltre, spesso presenta una ricchezza molto concentrata nell'azienda di famiglia. Tutto ciò favorisce una scarsa differenziazione nei portfolio della proprietà che potrebbe incoraggiare un alto grado di avversione al rischio.

Nel secondo capitolo classificheremo i principali fattori che influenzano i comportamenti rischiosi o non nelle aziende familiari. Risulterà da subito chiaro come, seppur individuando in buona parte dei casi un maggior grado di avversione al rischio nelle aziende familiari, i risultati sono sempre da prendere in considerazione facendo riferimento all'ambiente in cui l'impresa si trova ad operare. Nonostante ciò, molti studi presentati in questa tesi propongono già una un'analisi del fenomeno adeguata e funzionale se applicata opportunamente, appunto, all'ambiente competitivo preso in considerazione.

In particolare, nel terzo capitolo esamineremo e commenteremo lo studio condotto da Gómez-Mejía (2007) che distingue due tipi di rischio per i quali la propensione/avversione delle aziende familiari cambia considerevolmente rispetto alle aziende con altre strutture. Successivamente, quindi, lo studio non definisce le aziende familiari come avverse ad ogni tipo di rischio, anzi dimostra come, in alcuni casi, siano propense ad assumersi elevati rischi prestazionali. In seguito forniremo anche evidenze empiriche presentando il caso in cui Gómez-Mejía (2007) prende in analisi i frantoi di *Jaén* (Spagna), nei quali ritroveremo atteggiamenti che confermano e rendono di maggiore comprensione la tesi riguardo ai diversi tipi di rischio.

Infine procederemo con un capitolo conclusivo cercando di individuare possibili sviluppi per ricerche riguardanti l'avversione al rischio nelle aziende familiari, precisando i pro e i contro che caratterizzano le ricerche sviluppate fino ad oggi e indicando in quali ambiti e ambienti competitivi la ricerca può dare risultati importanti.

CAPITOLO 2

Le aziende familiari e l'avversione al rischio

Per poter descrivere ed analizzare al meglio la relazione che lega le aziende familiari al grado di avversione al rischio bisogna da subito precisare che nonostante la maggior parte degli studi condotti e presi in considerazione a riguardo propendano per avvalorare la tesi che individua una maggiore avversione nelle aziende familiari, i risultati sono spesso contraddittori poiché l'avversione al rischio o il comportamento rischioso dipendono fortemente dalla situazione in cui l'azienda si trova. Nella prima parte di questo capitolo forniremo le basi per comprendere come il legame tra famiglia e azienda condiziona le scelte sugli investimenti, dopodiché ci occuperemo dei principali fattori che influenzano l'avversione al rischio nelle aziende familiari mentre nella terza ci concentreremo sulle possibili conseguenze ed i possibili risultati di una maggiore avversione.

2.1 Titolarità e controllo

2.1.1 *Manager della famiglia*

La relazione tra titolarità e controllo è una delle principali caratteristiche indagate all'interno delle aziende familiari (Schulze et al., 2001). L'unione tra le due all'interno di aziende familiari è una prassi spesso seguita da queste ultime, tale situazione finisce per creare, appunto, la figura del "manager della famiglia". Anche non partecipando attivamente all'amministrazione giornaliera dell'azienda spesso le famiglie possidenti mantengono uno stretto contatto con le "loro" aziende tramite una direzione, visite regolari o entrambe le cose creando così un legame emotivo tra le due. È per questa ragione che risulta logico l'obiettivo da parte delle famiglie di voler mantenere l'azienda attiva e sotto il proprio controllo.

2.1.2 *La sensibilità all'incertezza*

Visto quanto detto finora si potrebbe ammettere che le aziende familiari dovrebbero mostrare anche un grado maggiore di avversione al rischio dal momento che un maggior rischio potrebbe mettere a repentaglio la finalità di una successione commerciale e la sopravvivenza dell'azienda stessa. Questo ci porta a comprendere come mai gli investimenti da parte di tali aziende siano significativamente più sensibili all'incertezza rispetto alle aziende non familiari (Bianco et al., 2012); la maggiore sensibilità indica, appunto, una maggiore avversione al rischio.

2.1.3 Le aziende familiari, diversificazione, redditività e sensibilità agli shock di mercato

Altra condizione che bisogna tenere ben presente quando si parla di aziende familiari è che, come espongono Bianco et al. (2012), tipicamente l'imprenditore ha una gran parte della propria ricchezza investita nell'azienda di famiglia, pertanto ci aspettiamo che la sua avversione al rischio sia maggiore rispetto a casi di proprietà diffusa o altre strutture di controllo. Direttamente correlato a questo studio c'è Cucculelli (2008) che esamina la reattività delle vendite aziendali ai cambiamenti nella domanda; lui ritrova che le aziende familiari, anche se spesso battono in termini di performance altri tipi di proprietà, in termini di redditività mostrano un tasso di crescita minore della media e la loro sensibilità agli shock industriali è minore rispetto ad altri tipi di imprese: lui conclude che le aziende familiari sono meno in grado di cogliere opportunità di mercato rispetto alle aziende con proprietà industriale o finanziaria. Anche Villalonga e Amit (2010), inoltre, per un largo campione di aziende americane, mostrano che i profitti delle imprese familiari sono meno sensibili agli shock di profitto del settore sia se positivi che se negativi: loro interpretano la sensibilità limitata a quelli positivi come una possibile prova dell'appropriazione dei benefici privati da parte degli azionisti controllanti, mentre la minore sensibilità agli shock negativi come prova di un vantaggio competitivo e di una maggiore robustezza delle aziende familiari.

2.2 Fattori che influenzano l'avversione al rischio nelle aziende familiari

Prendendo spunto da Hiebl (2014) adesso esporremo i principali fattori che spesso determinano una maggiore, o in casi particolari minore, avversione al rischio nelle aziende familiari rispetto ad altri tipi di azienda.

2.2.1 Il coinvolgimento familiare, un fattore dai risultati contraddittori

Il coinvolgimento familiare, inteso come l'implicazione ed il susseguirsi di più generazioni a capo dell'azienda, è certamente sia uno dei fattori maggiormente analizzati dagli studi riguardanti le aziende familiari e l'avversione al rischio sia uno dai risultati maggiormente contraddittori. Infatti, mentre alcuni documenti sostengono che il coinvolgimento di più generazioni familiari aumenti l'avversione al rischio (Memili et al., 2011; Le Breton-Miller et al., 2011; Anderson et al., 2012) altri mostrano come la partecipazione di più di una generazione diminuisca l'avversione al rischio (Zahra, 2005; Casillas et al., 2010, 2011). Tali contraddizioni sono spesso da imputare, come detto in precedenza, alla situazione in cui l'azienda si trova: differenze nella distribuzione del capitale aziendale detenuto dalla famiglia, dalla generazione della famiglia, dal fatto che sia ancora il fondatore a dirigere l'azienda o il fatto che l'azienda sia quotata in borsa o meno condizionano inevitabilmente i risultati degli

studi effettuati. A questo punto, quindi, pare logica sia la tesi che vede il coinvolgimento di più generazioni allungare la vita dell'azienda e quindi incoraggiare azioni poco rischiose sia quella che scorge nel coinvolgimento di più generazioni una possibilità perché vengano introdotte idee innovative e per questo più rischiose per l'azienda.

2.2.2 Obiettivi e propositi dei membri della famiglia

È ragionevole pensare che gli obiettivi e gli atteggiamenti dei membri della famiglia a capo dell'azienda siano un fattore che influenza la propensione o l'avversione al rischio da parte dell'azienda. L'orientamento a lungo termine della famiglia e il suo desiderio di assicurare la successione alle generazioni future rafforza certamente l'avversione al rischio. È inoltre da prendere in considerazione la sfera prettamente personale dei membri della famiglia, come dimostra Fletcher (2010), infatti, per un'analisi sull'assunzione del rischio devono essere esaminate anche le valutazioni sullo stile di vita privato dei proprietari dell'azienda: a proposito di ciò c'è da considerare che se i membri famigliari sono più interessati al loro benessere personale e fanno affidamento sui pagamenti dei dividendi aziendali per sostenere il loro stile di vita, potrebbero anche volere che l'azienda familiare non si assuma troppi rischi perché ciò potrebbe mettere in pericolo i regolari pagamenti dei dividendi stessi; mentre se i membri della famiglia considerano maggiormente lo sviluppo di successo a lungo termine dell'azienda familiare, Le Breton-Miller et al. (2011) sostengono che l'azienda ambirà poi a (rischiose) innovazioni, che dovrebbero consentire il futuro successo. In ultima analisi, riguardo gli atteggiamenti dei membri della famiglia, c'è da puntualizzare come loro possono rimanere avversi al rischio fintanto che non si presenti il rischio che perdano il controllo dell'azienda (Gòmez-Mejìa et al., 2007; González et al., 2012), tale tesi sarà in parte rivisitata nel capitolo seguente.

2.2.3 Caratteristiche del manager familiare

Alcuni studi hanno anche analizzato le caratteristiche personali del membro della famiglia incaricato di gestire il business e l'influenza che ha costui sull'assumersi o evitare il rischio. Xiao et al. (2001), Wang e Poutziouris (2010), Zahra (2005) hanno dimostrato come sia l'avanzare dell'età che il ruolo di manager dell'azienda portano ad una maggiore avversione al rischio. Questi risultati vengono spiegati dal fatto che i membri della famiglia più vecchi non vogliono mettere a rischio l'azienda di famiglia negli ultimi anni della loro attività. Inoltre, Welsh e Zellweger (2010) indicano che i manager donne di famiglia generalmente si assumono meno rischi rispetto agli uomini. Anche in questo caso andiamo incontro a delle contraddizioni poiché Welsh e Zellweger (2010) sostengono anche che il ruolo di un manager

famigliare con esperienza all'interno dell'industria incoraggi la famiglia ad assumersi più rischi, dato che egli potrebbe possedere una conoscenza maggiore del settore che gli permette di elaborare e portare a compimento progetti più rischiosi.

2.2.4 Caratteristiche dell'azienda

Anche i fattori che descrivono le caratteristiche dell'azienda forniscono alcuni risultati discordanti sull'effetto che hanno sull'avversione al rischio nelle aziende familiari. Infatti, mentre Xiao et al. (2001), Casillas et al. (2010, 2011) e González et al. (2012) mostrano che le aziende di dimensione maggiore assumono più rischi, Welsh e Zellweger (2010) hanno trovato che le aziende più grandi tendono ad evitare i rischi. Anche riguardo alla proprietà, mentre Bianco et al. (2012) dimostrano che l'esistenza di un grande azionista incoraggia l'avversione al rischio, Nguyen (2011) sostiene che un livello alto di concentrazione di proprietà faccia propendere ad assumersi rischi. L'unico risultato che non viene contrastato è quello che prende in considerazione l'appartenenza ad un business group: Bianco et al. (2012) evidenziano come appartenere ad un gruppo permette all'azienda familiare di sostenere più debiti e di conseguenza più rischi: ciò è possibile poiché le aziende familiari non considerano un numero maggiore di debiti come un business potenzialmente pericoloso dato che il gruppo potrebbe aiutare l'azienda in caso di turbolenza finanziaria.

2.2.5 Ambiente e competizione

L'ambiente competitivo in cui l'azienda familiare agisce è senza dubbio una delle "cause" che condizionano le varie contraddizioni a noi presentateci dagli altri fattori e, per questa ragione, è considerato anch'esso un fattore da analizzare. Bianco et al. (2012) accertarono che l'insicurezza dell'ambiente aumenta l'avversione al rischio, mentre Casillas et al. (2010, 2011) dimostrano che, quando le aziende famigliari agiscono in ambienti molto dinamici od ostili, e ambiscono ad allargare l'azienda, sono disposti ad assumersi più rischi rispetto ad ambienti meno competitivi. Questi risultati corrispondono alla proposizione di Gómez-Mejía et al. (2007), ovvero che le analisi sull'avversione al rischio nelle aziende famigliari devono assolutamente prendere in considerazione l'ambiente in cui agiscono le aziende.

2.3 Risultati e conseguenze dell'avversione al rischio nelle aziende familiari

Abbiamo finora analizzato i fattori che determinano o possono determinare la presenza di una maggiore avversione a rischio nelle aziende familiari rispetto ad altri tipi di azienda. Sempre facendo riferimento a Hiebl (2014) procederemo ora, invece, nel valutare quali possano essere le conseguenze maggiormente percepibili di tale atteggiamento in suddette aziende.

2.3.1 Strategia di business e pratica: spese di capitale e in ricerca&sviluppo

Per poter analizzare al meglio come una maggiore avversione al rischio influenzi le scelte strategiche delle aziende familiari bisogna distinguere due diversi tipi di investimenti a lungo termine per i quali riscontriamo atteggiamenti differenti: le spese di capitale e quelle in ricerca&sviluppo. Osservando gli investimenti in ricerca&sviluppo, infatti, Croci et al. (2011), Muñoz-Bullòn e Sanchez-Bueno (2011), Le Breton-Miller et al. (2011), Anderson et al. (2012) e Su e Lee (2012) concordano nel trovare minori spese per le aziende familiari: ciò è in linea con l'idea di aziende familiari maggiormente sensibili all'incertezza (par.1.2) e che tendono ad evitare rischi. Le Breton- Miller et al. (2011) e Anderson et al. (2012), inoltre, hanno anche analizzato le spese di capitale mettendo in evidenza come le aziende familiari investano in misura maggiore rispetto alle altre. Perciò, mentre le famiglie a capo tendono ad evitare i progetti per ricerca&sviluppo e quindi i risultati incerti, sembrano favorire spese di capitale a lungo termine che forniscono risultati più tangibili. Altre due tendenze, inoltre, sono emerse dai documenti presi in considerazione: la prima riguarda l'internalizzazione del business dove secondo George et al. (2005) le aziende familiari risultano meno intraprendenti rispetto alle altre; la seconda concerne la flessibilità: Bianco et al. (2012) dimostrano come l'avversione al rischio favorisca la flessibilità infatti le aziende famigliari sono in grado di adattarsi velocemente ai cambiamenti nell'ambiente aziendale grazie a piani a breve termine più flessibili, mentre quelle non-famigliari tendono a restare fedeli ai loro piani fissati.

2.3.2 Struttura del capitale

Riguardo alla struttura del capitale è di facile intuizione che le aziende familiari puntino ad un basso rapporto debito/capitale. Ad ogni modo, Fitzsimmons e Douglas (2006), Croci et al. (2011) e González et al. (2012) mettono in evidenza che quando le aziende familiari tentano di crescere preferiscono indebitarsi a finanziamenti tramite acquisizione del loro capitale in maniera tale da non ridurre i diritti di proprietà. Bisogna inoltre puntualizzare che quando si compara debiti a lungo e breve termine, le aziende famigliari preferiscono quelli a lungo termine poiché, non solo dà alle aziende più certezze sui pagamenti degli interessi e la restituzione dei debiti ma, essendo i creditori consapevoli dell'avversione al rischio presente nelle aziende familiari, i debiti a lungo termine sono più convenienti per le aziende famigliari rispetto a quelle non-famigliari.

2.3.3 Andamento e sviluppo dell'azienda

Per poter spiegare in modo chiaro gli effetti che una maggiore avversione al rischio ha sull'andamento e lo sviluppo di un'azienda familiare bisogna necessariamente passare per gli obiettivi e i propositi ai quali tende la proprietà che abbiamo analizzato al paragrafo 2.2. Se uno dei principali obiettivi della proprietà è mantenere il controllo dell'azienda risulta logico che l'andamento e soprattutto lo sviluppo dell'azienda passano in secondo piano: tre studi hanno dimostrato, infatti, come l'avversione al rischio porti ad un incremento delle vendite delle aziende familiari più basso (Wang e Poutziouris, 2010; Casillas et al., 2010; Memili et al., 2010), inoltre, Nguyen (2011) ha dimostrato che l'avversione al rischio porta anche ad un andamento della borsa minore per le aziende familiari. Altro atteggiamento interessante riguardante l'andamento dell'azienda lo rilevano Naldi et al. (2007) che mostrano come i proprietari delle aziende familiari che si assumono rischi (rispetto a quelle che non lo fanno) pensano che la loro azienda vada peggio rispetto ad aziende analoghe. In altre parole, questo può indicare che l'avversione al rischio porta ad un andamento percepito maggiore dell'azienda.

2.3.4 Questioni private dei membri della famiglia

L'evitare il rischio nella propria azienda familiare ha, come è facile aspettarsi, delle ripercussioni nelle vite private dei membri della famiglia. Per esempio, Fletcher (2010) ha dimostrato che i membri della famiglia proprietari di piccoli business possono scegliere di non lavorare nell'azienda familiare e perseguire una carriera indipendente per creare un flusso di entrate diverso per la famiglia: in questo modo quest'ultima non dipende unicamente dall'andamento dell'azienda familiare, e all'azienda è consentito superare tempi finanziari difficili. Un altro effetto, preso in considerazione in Heaney e Holmen (2008) e Zellweger e Sieger (2012) riguarda la scarsa diversificazione dei portafogli dei proprietari dell'azienda: essi tendono, infatti, ad essere legati quasi esclusivamente alle quote di proprietà dell'azienda; per questo motivo, i proprietari che agiscono avversamente al rischio nell'azienda possono portare alla situazione paradossale in cui i loro portafogli privati mostrano un livello di rischio alto a causa della loro scarsa diversificazione. Tutto ciò ci porta a comprendere meglio come mai secondo Gómez-Mejía et al. (2007) i proprietari dell'azienda familiare potrebbero assumersi rischi irrazionali per mantenere il controllo sull'azienda e il benessere socio-emotivo associato come vedremo nel secondo capitolo.

2.3.5 Macroeconomia

In ultima analisi sarebbe interessante capire se questa tendenza da parte delle aziende familiari possa avere conseguenze a livello macroeconomico visto e considerato che, come detto in precedenza, in moltissime economie le aziende familiari sono di gran lunga le più diffuse. A questo proposito Castañeda (2006), basandosi su un modello teorico, ha sviluppato la proposizione secondo la quale l'avversione al rischio delle aziende familiari può portare a borse sottosviluppate nei paesi emergenti.

CAPITOLO 3

Un punto di vista “alternativo” riguardo l’assunzione di rischi

In questo capitolo, introducendo nuovi concetti e distinzioni, proporremo un altro punto di vista rispetto alla tesi principale esposta nel capitolo precedente che vede le aziende familiari come imprese necessariamente avverse al rischio. Cominceremo spiegando nel dettaglio cosa si intenda per “ricchezza socio-emotiva” (già precedentemente citata) e introducendo una nuova distinzione nelle tipologie di rischio. A questo punto saremo in grado di esaminare la tesi che vede le aziende familiari, rispetto ad altre tipologie di azienda, contemporaneamente sia più propense ad una prima tipologia di rischio che avverse ad una seconda. Evidenzieremo, inoltre, riallacciandoci al paragrafo 2.1, come le diverse generazioni familiari si pongano in maniera differente al presentarsi o meno dei rischi. Infine presenteremo lo studio empirico che Luis R. Gómez-Mejía et al. (2007) hanno effettuato su tutti i frantoi di olio d’oliva che hanno operato nella provincia di Jaén (Spagna) durante il periodo tra il 1944 e il 1998 per rendere più tangibile tale tesi.

3.1 Ricchezza socio-emotiva e differenti tipologie di rischio

Nel paragrafo 3.4 abbiamo indefinitamente accennato allo studio condotto da Luis R. Gómez-Mejía (2007) citando anche la cosiddetta ricchezza socio-emotiva. In questa prima parte del capitolo ci occuperemo, prima, di descrivere nel dettaglio cosa si intenda per ricchezza socio-emotiva e, successivamente, di evidenziare come la salvaguardia di tale ricchezza condizioni le scelte dei membri familiari controllanti distinguendo le decisioni prese assumendo o allontanando due tipi differenti di rischio.

3.1.1 *La ricchezza socio-emotiva*

Per ricchezza socio-emotiva, come specifica Gómez-Mejía (2007), intendiamo gli aspetti *non finanziari* dell’impresa che incontrano le necessità affettive della famiglia. Tale ricchezza delle imprese familiari si può ritrovare in una varietà di forme correlate, tra cui l’abilità di esercitare l’autorità (Schulze et. al., 2003b), la soddisfazione di necessità personali di appartenenza, affetto, ed intimità (Kepner, 1983), la continuazione di valori familiari attraverso l’impresa (Handler, 1990), la preservazione della dinastia familiare (Casson, 1999), la conservazione del capitale sociale dell’impresa familiare (Arregle et al., 2005), il compimento degli obblighi di famiglia basati su legami di sangue piuttosto che su stretti criteri di competenza (Athanassiou et al., 2002), e l’opportunità di essere altruisti nei confronti di membri della famiglia (Schulze et al., 2003). Perdere questa ricchezza socio-

emotiva implica una perdita di intimità, uno status ridotto e l'impossibilità di soddisfare le aspettative della famiglia.

Prendere in considerazione quest'aspetto *non finanziario* della ricchezza che i proprietari-controllanti ritengono di possedere ci permette di allontanarci dalla visione "semplicitica" di un'azienda familiare costantemente avversa ad ogni tipo di rischio poiché fa risultare logico come le imprese familiari abbiano una maggiore probabilità di assegnare un'alta priorità al mantenere il controllo familiare anche se questo significa accettare un maggior rischio di scarse prestazioni aziendali. Tuttavia, poiché devono anche evitare che l'impresa fallisca, possono comunque agire in modo conservativo evitando decisioni d'impresa che potrebbero incrementare la variabilità prestazionale.

La possibilità che le imprese familiari possano essere sia avverse che propense al rischio poggia le sue fondamenta nel distinguere tra due tipi di rischio: rischio legato al pericolo prestazionale (*performance hazard risk*) e il rischio d'impresa (*venturing risk*).

3.1.2 *Rischio prestazionale e rischio d'impresa*

Il primo tipo di rischio che prenderemo in considerazione, il pericolo prestazionale, riguarda il potenziale per conseguenze negative associate ad una scelta decisionale e viene esplicitato principalmente da March and Shapira (1987), Hoskisson, Hitt e Hill (1991) e Shapira (1992): loro sostengono che si può manifestare in due modi. Una è la probabilità di un fallimento organizzativo o di minaccia alla sopravvivenza, ciò a cui si riferisce Shapira (1992) come al peggior scenario possibile. Il secondo è la possibilità di prestazioni sotto target, dove i target di riferimento potrebbero essere o le prestazioni passate dell'impresa stessa o le prestazioni di altre imprese nel settore. Le aziende familiari potrebbero essere propense ad andare incontro ad un maggior pericolo prestazionale, come si evidenzia da una maggior probabilità di fallimento o una prestazione sotto-target, se ciò è quello che serve per proteggere la loro ricchezza socio-emotiva. In altre parole, quando i membri proprietari/controlanti di famiglia, la cui azienda sta presentando prestazioni deludenti o addirittura sembra prossima al fallimento, devono decidere se preservare con maggiore probabilità la vita dell'azienda rinunciando però al controllo o continuare a gestire l'organizzazione dell'azienda, con la ricchezza socio-emotiva ad essa associata, scelgono, in svariati scenari, la seconda alternativa (correndo appunto un elevato rischio prestazionale).

Mentre entrambe le forme di pericolo prestazionale descritte sopra (cioè la probabilità di fallimento e di prestazioni sotto target) prendono forma, o anche mentre l'azienda soddisfa i target prestazionali, le organizzazioni potrebbero assumersi rischi d'impresa sperando di

migliorare la loro situazione. Questo secondo tipo di rischio riguarda la ricerca per routine e opportunità alternative quando l'impresa è scontenta dello stato del momento, nello specifico, quando le prestazioni non sono soddisfacenti. La ricerca di nuovi approcci tra cui nuovi prodotti o tecnologie potrebbe innalzare le prestazioni organizzative ma incrementa anche le possibilità di risultati inaspettati, causando varianza nelle prestazioni attese (Wiseman e Bromiley, 1996). Una maggiore varianza nei risultati di prestazione osservate è spesso utilizzato come una via per il desiderio di un'organizzazione di sottoscrivere progetti promettenti con ritorni incerti ma con un potenziale positivo di migliorare la situazione finanziaria dell'impresa.

3.1.3 Target soddisfacenti o controllo dell'impresa?

Se le imprese familiari sono più disponibili a tollerare una prestazione sotto-target come condizione per mantenere il controllo dell'impresa, poiché la preservazione del controllo è più importante per loro rispetto all'ottenimento di un target di prestazione, sembra ragionevole che loro eviterebbero investimenti ad alta varianza che potrebbero ulteriormente mettere in pericolo la loro posizione vulnerabile che si sono scelti. Inoltre, piuttosto che cogliere opportunità che potrebbero avere potenziali positivi e negativi con il crescere della distanza dal target di prestazione, le imprese familiari tenderebbero a rimanere stabili nella loro posizione. Non vincolati dalla necessità di salvaguardare una ricchezza socio-emotiva, le imprese non familiari potrebbero essere, invece, più concentrate nella ricerca ed esecuzione di strategie ad alta varianza di performance col crescere della distanza tra prestazioni e target.

Risulta logico, anche da quanto detto nel primo capitolo, che le imprese non familiari, in presenza o meno di prestazioni sotto-target, sarebbero più propense ad assumersi rischi d'impresa rispetto a quelle familiari che verosimilmente hanno già assunto rischi prestazionali mantenendo il totale controllo dell'azienda e potrebbero optare per evitare l'incremento della varianza prestazionale dovuta all'assunzione di nuovi rischi d'impresa, sperando che la situazione migliori in futuro.

3.2 Stadi di proprietà e rapporti col rischio

In questo paragrafo riconsidereremo il coinvolgimento familiare come fattore di influenza nel rapporto tra azienda familiare e rischio, come già abbiamo fatto al punto 2.1 del primo capitolo. In questo caso, però, presenteremo il rapporto tra la generazione della famiglia e il controllo dell'azienda dal punto di vista di Gómez-Mejía (2007), per poter analizzare, in un secondo momento, il caso studio tratto sempre dallo studio di Gómez-Mejía (2007) sui frantoi nel Sud della Spagna.

Già la letteratura precedentemente presa in considerazione suggerisce che l'attaccamento della famiglia all'organizzazione è più alta quando l'impresa è di proprietà e gestita dalla famiglia fondatrice e tende ad indebolirsi nelle transizioni dell'impresa nelle generazioni successive. Altre distinzioni simili per stadio familiare sono state fatte da Athanassiou et al. (2002), Gersick et al. (1999), Ward e Aronoff (1994) che hanno sostenuto che il grado di identificazione familiare, l'influenza e l'investimento personale nell'impresa decresce una volta che l'impresa transita da uno stato di impresa della famiglia fondatrice ad altre configurazioni di proprietà.

Luis R. Gómez-Mejía (2007) successivamente distingue nelle varie tesi sostenute sugli *stadi generazionali* della famiglia tre stadi particolari: imprese controllate e gestite dalla famiglia fondatrice (primo stadio), proprietà e gestione da parte della famiglia estesa (secondo stadio) e proprietà da parte della famiglia estesa ma di gestione professionale (terzo stadio). Pare dunque ragionevole aspettarsi che l'attaccamento personale all'impresa, l'auto-identificazione nella propria impresa e l'utilità generata dall'esercitare l'autorità (Schulze et. al., 2003) dovrebbero essere più forti nelle imprese gestite e controllate dalla famiglia fondatrice (primo stadio) e che dovrebbe essere relativamente minore nella progressione dell'impresa negli stadi successivi. Perciò, indipendentemente dalle considerazioni finanziarie, le perdite di ricchezza socio-emotiva dovrebbero pesare meno sulla disponibilità di un'impresa familiare a rinunciare al controllo nel passaggio dal primo stadio ai successivi.

Luis R. Gómez-Mejía (2007) ipotizza, quindi, che più forte è il ruolo della famiglia, maggiore è la probabilità che l'impresa si batta per proteggere la sua ricchezza socio-emotiva. Così che la disponibilità a rinunciare al controllo familiare è più bassa allo stadio di impresa controllata e gestita dalla famiglia fondatrice, moderata allo stadio dell'impresa controllata e gestita dalla famiglia non fondatrice estesa e più alta allo stadio dell'impresa di proprietà della famiglia estesa non fondatrice e gestita professionalmente. Luis R. Gómez-Mejía (2007), ancora, ritrova tale ipotesi nel caso da lui studiato riguardante i frantoi del Sud della Spagna che presenteremo brevemente nel prossimo paragrafo.

3.3 Caso empirico. Frantoi della Spagna del Sud: unirsi ad una cooperativa o rimanere indipendenti?

Il caso studio a cui stiamo per far riferimento ci permetterà di comprendere a pieno come, sotto determinate condizioni, un'azienda familiare sia effettivamente disposta a rinunciare ad evidenti vantaggi competitivi e prestazionali, assumendosi quindi dei rischi, per preservare la propria ricchezza socio-emotiva.

3.3.1 *Frantoi nella provincia di Jaén (Spagna): proprietà familiare o cooperativa?*

Gómez-Mejía (2007) prende in considerazione tutti i frantoi di olio d'oliva che hanno operato nella provincia di Jaén (Spagna) durante il periodo tra il 1944 e il 1998. I frantoi estraggono e immagazzinano olio d'oliva vergine, con l'estrazione come attività fondamentale. Le olive sono l'unica materia prima e risorsa critica per l'operazione di frantoi che non richiede forza lavoro specializzata. Come puntualizzato in precedenza, questo autore distingue tre stadi diversi, a seconda della generazione, nell'impresa familiare. In particolare per tutti quei frantoi che sono di proprietà familiare, i registri identificano, appunto, tre categorie mutuamente esclusive: al primo stadio, frantoi che sono di proprietà e gestiti dalla famiglia fondatrice. Per essere designati come tali due criteri devono essere soddisfatti. Primo, al momento in cui viene stilato il rapporto, i proprietari di famiglia devono essere gli stessi di quelli che sono apparsi nel documento di titolo originale. Secondo, i fondatori originali devono essere ancora fisicamente e legalmente responsabili per l'impresa. Al secondo stadio, frantoi che sono di proprietà e gestiti dalla famiglia estesa non fondatrice. Queste sono imprese che sono di proprietà dei parenti dei fondatori originali e che mantengono posizioni di vertice di gestione dell'impresa sotto uno stato di proprietà condivisa o proprietà comunitaria. Quasi tutte queste imprese hanno nomi come "fratelli di", "eredi di", "figli di", indicando la natura dei legami di sangue tra gli attuali manager/proprietari e i fondatori originali. Al terzo stadio, frantoi che erano di proprietà di membri della famiglia estesa non fondatrice ma che sono gestiti da esecutivi professionisti sotto contratto. Questi esecutivi non di famiglia hanno responsabilità operativa per l'impresa su delega dei proprietari di famiglia assenti. Se il frantoio non è di proprietà di famiglia (quindi non ricade in uno dei tre stadi di proprietà familiare sopra indicati), viene classificato in una di due categorie mutualmente esclusive: quelle che sono corporazioni, quindi di proprietà di investitori multipli non imparentati e gestiti da manager professionisti, e quelle che sono cooperative. La decisione di un'impresa di diventare parte di una cooperativa è una decisione unidirezionale: la scelta che si trova ad affrontare una ditta indipendente (che sia di proprietà familiare o una corporazione) in un qualsiasi momento durante il periodo di 54 anni è quella di diventare o meno parte di una cooperativa. Unirsi ad una cooperativa è un atto volontario da parte del frantoio, quindi la decisione di unirsi o rimanere autonomi sta interamente ai proprietari dell'impresa. Tutti i frantoi hanno un'uguale possibilità di unirsi alla cooperativa e nel firmare i documenti di membership i nuovi membri hanno gli stessi diritti e obblighi di qualsiasi altro membro. Riguardo alla cooperativa c'è da dire raramente rigettano un candidato poiché hanno

interesse a prendere nuovi membri perché possono assicurarsi così più input, cioè olive, quindi guadagnare un vantaggio competitivo.

3.3.2 Vantaggi assicurati dalle cooperative

Procederemo ora nello stilare un elenco dei vantaggi più significativi dei quali godono le imprese che decidono di entrare a far parte della cooperativa. Successivamente, procederemo nell'espone le condizioni, causa di perdita di ricchezza socio emotiva, alle quali le imprese devono sottostare per poter far parte di una cooperativa.

La cooperativa porta vari vantaggi finanziari, ben noti ai proprietari delle aziende, che possiamo riassumere in:

1. Benefici fiscali significativi quando si diventa membri quindi una forte induzione fiscale ad unirsi;
2. le cooperative godono di una sostanziale integrazione verticale di input (olive), processo (macchinari, attrezzature e tecnologia per trasformare le olive in olio) e canali di distribuzione in uscita (per vendere e consegnare olio d'oliva a vari mercati). Promuovono anche un'integrazione orizzontale tra i fornitori di input che sono anche membri della cooperativa;
3. poiché le cooperative godono di maggior economie di scala rispetto ai singoli frantoi tendono a essere più efficienti;
4. le cooperative forniscono supporto tecnico manageriale e di marketing sostanziale ai loro membri;
5. le cooperative generalmente forniscono ai loro membri accesso a finanziamenti migliori attraverso alleanze con unioni di credito locali ("Caja Rurales");
6. le cooperative garantiscono un prezzo per tonnellata di olive ai suoi membri che vengono compensate in maniera direttamente proporzionale al peso totale delle olive che portano nella cooperativa;
7. le cooperative gestiscono la distribuzione e il marketing del prodotto verso gli acquirenti esterni, riducendo la possibilità che eventi imprevedibili (es. la rottura di un macchinario) possano ritardare la programmazione e ridurre i profitti;
8. data la maggiore dimensione, le cooperative hanno maggiore potere contrattuale rispetto a quanto ne possedano i frantoi singolarmente per assicurarsi termini più favorevoli dai fornitori di input (es. i fornitori di fertilizzante, attrezzature, materiali), così come gli acquirenti.

Tutti i benefici descritti dovrebbero favorire un minor azzardo prestazionale per i frantoi di olio d'oliva che decidono di unirsi alla cooperativa. Questi sono particolarmente importanti in un settore in cui ci sono molti fattori imprevedibili come il clima, malattie, e cambiamenti di domanda che potrebbero avere un effetto negativo inaspettato sulla prestazione dell'impresa. Inoltre, gli ulivi sono un investimento a lungo termine: potrebbero richiedere dieci o più anni prima che producano qualsiasi resa, quindi i ritorni finanziari giacciono in un futuro imprevedibile.

3.3.3 *Condizioni presentate dalle cooperative*

Sebbene un frantoio di proprietà familiare può fortemente ridurre il suo rischio prestazionale unendosi volontariamente ad una cooperativa, la famiglia deve anche essere disposta a perdere il controllo dell'impresa. Ci sono cinque ragioni chiave per cui un'impresa a proprietà familiare si troverebbe a rinunciare al controllo dell'impresa, cioè a perdere la sua ricchezza socio-emotiva unendosi alla cooperativa. I primi due sono legali mentre gli ultimi tre riguardano la gestione:

- a. le imprese che desiderano unirsi ad una cooperativa devono firmare un accordo di partecipazione esclusiva con una cooperativa particolare. L'accordo è irrevocabile, quindi una volta fatto questo passo l'impresa familiare non può tornare ad essere autonoma, cambiando in modo permanente la situazione legale dell'impresa familiare da impresa indipendente a proprietà privata a essere parte di una cooperativa. Dopo l'adesione, la famiglia deve attenersi alle condizioni e alle regole imposte dalla cooperativa tra cui la *rimozione* del nome di famiglia;
- b. come unità di una cooperativa, il frantoio deve consegnare tutta la sua produzione alla cooperativa e non può cercare canali alternativi. Questo accordo di non-competizione è esplicitamente codificato nella legislazione spagnola che esige questa come condizione per far parte di una cooperativa. E sebbene un frantoio non sia costretto a vendere il suo stabilimento e la sua attrezzatura alla cooperativa come condizione della sua partecipazione, non può nemmeno affittarlo o venderlo a qualsiasi altra entità per questa sarebbe una violazione dell'accordo di non-competizione;
- c. la direzione d'impresa della cooperativa assicura che l'influenza della famiglia svanisce sotto qualsiasi punto di vista pratico. Varie caratteristiche di direzione d'impresa fanno sì che questo sia attuabile;
- d. a differenza di un frantoio indipendente in cui la famiglia può unilateralmente decidere che tecnologie utilizzare, che metodi di coltivazione impiegare, le caratteristiche di qualità, i prezzi a cui vendere le olive, l'utilizzo di pesticidi etc., unendosi alla

cooperativa l'impresa deve attenersi alle direttive stabilite dal CEO, dalla cooperativa, dal consiglio e dall'assemblea generale;

e. la cooperativa utilizza una squadra di ispettori (“interventores”) per assicurarsi che le sue direttive vengano seguite e che i rapporti finanziari siano in ordine.

3.3.4 *La scelta*

In termini, quindi, del modello teorico a cui abbiamo fatto riferimento la famiglia si trova ad affrontare una scelta netta tra: ridurre il suo rischio prestazionale unendosi ad una cooperativa perdendo il controllo familiare dell'impresa, con la ricchezza socio-emotiva associata, e mantenere il controllo totale del frantoio rimanendo indipendenti ma accettando un maggior rischio prestazionale facendo tutto da soli.

Gómez-Mejía (2007) evidenzia, a questo punto, come a condizionare fortemente la scelta è la generazione proprietaria dell'azienda: quando i frantoi sono di proprietà e gestiti dalla famiglia fondatrice sono quasi sempre propensi a mantenere la propria indipendenza accettando un maggior rischio prestazionale, quando sono di proprietà e gestiti dalla famiglia estesa non fondatrice (“fratelli di”, “eredi di”, “figli di”) continuano a propendere per il mantenimento del controllo nella maggior parte dei casi, mentre quando sono di proprietà della famiglia estesa non fondatrice ma il controllo e la gestione sono affidati a manager professionisti tendono ad unirsi alle cooperative per poter godere dei vantaggi prestazionali associati rinunciando, solo allora, ad una ricchezza socio-emotiva ormai inconsistente.

CAPITOLO 4

Conclusioni

Visto quanto detto nel capitolo introduttivo e nel secondo capitolo possiamo in primo luogo concludere che la ricerca riguardante il grado di avversione al rischio nelle aziende familiari possa e debba ancora dare risultati notevoli. Ci è parso evidente, inoltre, come i risultati delle ricerche finora effettuate a riguardo siano dei più disparati, ciò dipende principalmente dal tipo di ricerca effettuata e dall'ambiente competitivo in cui si trovavano le imprese oggetto della stessa. Questo non significa che ognuna delle tesi proposte finora non abbia delle solide fondamenta e non possa condurre a risultati concreti, al contrario abbiamo potuto rilevare come, in base all'ambiente preso in considerazione, le ricerche effettuate possano condurre a risultati inaspettati e, a volte, finanziariamente irrazionali che evidenziano effetti di mercato prima latenti.

La tesi presa in considerazione nel terzo capitolo, per di più, vede le aziende familiari non incondizionatamente avverse al rischio ma come agenti che prendono decisioni, anche rischiose, cercando principalmente di proteggere la propria ricchezza socio-emotiva fin quando è possibile. Questa prospettiva ci permette di capire come le preferenze delle aziende familiari non rispecchino sempre una maggiore sensibilità all'incertezza, quindi una maggiore avversione al rischio, ma propendano più che altro a proteggere interessi diversi da quelli che caratterizzano le aziende con altre strutture di controllo. Il caso presentato da Gómez-Mejía per di più, oltre a palesare come le preferenze della proprietà familiare possano condizionare le scelte di investimento anche verso decisioni finanziariamente irrazionali, rende chiaro come, in base ai diversi ambienti competitivi e ai diversi tipi di scelte che la proprietà deve prendere, si possano sviluppare ancora molte tesi interessanti riguardo ai fenomeni economici causati dal binomio aziende familiari-grado di avversione al rischio.

Per concludere evidenziamo come anche a livello macroeconomico, trattato in maniera minore nello sviluppo di questa tesi, le scelte delle aziende familiari producono sviluppi importanti, come quelli che riguardano i Paesi in via di sviluppo (Castañeda, 2006) presentati nel paragrafo 2.3.5, sui quali c'è ancora molto da indagare.

BIBLIOGRAFIA

- Aldrich H.E., Cliff J.E., 2003. "The pervasive effects of family on entrepreneurship: toward a family embeddedness perspective". *Journal of Business Venturing*, Vol.18 No.5, pp. 573-96.
- Anderson R.C., Duru A., Reeb D.M., 2012. "Investment policy in family controlled firms". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 No. 6, pp. 1744-58.
- Arregle J. L., Hitt M.A., Sirmon D., Very P., 2005. "The development of organizational social capital and its performance implications: Insights from family firms". Unpublished manuscript, Australian Graduate School of Management, University of New South Wales.
- Athanassiou N., Crittenden W.F., Kelly L.M., Marquez P., 2002. "Founder centrality effects on the Mexican family firm's top management group: Firm culture, strategic vision and goals, and firm performance". *Journal of World Business*, Vol. 37, pp.139-150.
- Bianco M., Bontempi M.E., Golinelli R., Parigi G., 2012. "Family firms' investments, uncertainty and opacity". *Small Business Economics* in press.
- Casillas J.C., Moreno A.M., 2010. "The relationship between entrepreneurial orientation and growth: the moderating role of family involvement". *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 22 Nos 3/4, pp. 265-91.
- Casillas J.C., Moreno A.M., Barbero J.L., 2010. "A configurational approach of the relationship between entrepreneurial orientation and growth of family firms". *Family Business Review*, Vol. 23 No. 1, pp. 27-44.
- Casillas J.C., Moreno A.M., Barbero J.L., 2011. "Entrepreneurial orientation of family firms: family and environmental dimensions". *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 2 No. 2, pp. 90-100.
- Castañeda G., 2006. "Economic growth and concentrated ownership in stock markets". *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 59 No. 2, pp. 249-86.
- Croci E., Doukas J.A., Gonenc H., 2011. "Family control and financing decisions". *European Financial Management*, Vol. 17 No. 5, pp. 860-97.
- Cucculelli M., 2008. "Owner identity and firm performance: Evidence from European companies". *Rivista di Politica Economica*, March-April.
- Fitzsimmons J.R., Douglas E.J., 2006. "Entrepreneurs and funding decisions: evidence from Australian SMEs". *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol. 3 No. 1, pp. 76-91.
- Fletcher D., 2010. "“Life-making or risk taking”? Co-preneurship and family business start-ups". *International Small Business Journal*, Vol. 28 No. 5, pp. 452-69.
- Gedajlovic E., Carney M., Chrisman J.J., Kellermanns F.W., 2012. "The adolescence of family firm research: taking stock and planning for the future". *Journal of Management*, Vol. 38 No. 4, pp. 1010-37.
- George G., Wiklund J., Zahra S.A. (2005), "Ownership and the internationalization of small firms". *Journal of Management*, Vol. 31 No. 2, pp. 210-33.
- Gersick K. E., Lansberg I., Desjardins M., Dunn B., 1999. "Staging and transitions: Managing change in the family business". *Family Business Review*, Vol. 12 No. 4, pp. 287-297.

- Gòmez-Mejìa L.R., Haynes K.T., Nùnez-Nickel M., Jacobson K.J.L., Moyano-Fuentes J., 2007. "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52 No. 1, pp. 106-37.
- Gonzàlez M., Guzmàn A., Pombo C., Trujillo M.-A., 2012. "Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control". *Journal of Business Research* in press.
- Heaney R., Holmen M., 2008. "Family ownership and the cost of under-diversification". *Applied Financial Economics*, Vol. 18 No. 21, pp. 1721-37.
- Hiebl M.R.W., 2014. "Risk aversion in family firms: what do we really know?". *The Journal of Risk Finance*, Vol. 14 No. 1 pp. 49-70.
- Hoskisson R. E., Hitt M.A., Hill C.W.L., 1991. "Managerial risk taking in diversified firms: An evolutionary perspective". *Organization Science*, Vol. 3, pp. 296-314.
- Kepner E., 1983. "The family and the firm: A co-evolutionary perspective". *Organizational Dynamics*, Vol. 12 No. 1, pp. 57-70.
- Le Breton-Miller I., Miller D., Lester R.H., 2011. "Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses". *Organization Science*, Vol. 22 No. 3, pp. 704-21.
- March J. G., Shapira Z., 1987. "Managerial perspectives on risk and risk taking". *Management Science*, Vol. 33, pp. 1404-1418.
- Memili E., Chrisman J.J., Chua J.H., 2011. "Transaction costs and outsourcing decisions in small- and medium-sized family firms". *Family Business Review*, Vol. 24 No. 1, pp. 47-61.
- Memili E., Eddleston K.A., Kellermanns F.W., Zellweger T., Barnett T., 2010. "The critical path to family firm success through entrepreneurial risk taking and image". *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 1 No. 4, pp. 200-9.
- Muñoz-Bullòn F., Sanchez-Bueno M.J., 2011. "The impact of family involvement on the R&D intensity of publicly traded firms". *Family Business Review*, Vol. 24 No. 1, pp. 62-70.
- Naldi L., Nordqvist M., Sjöberg K., Wiklund J., 2007. "Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms". *Family Business Review*, Vol. 20 No. 1, pp. 33-47.
- Nguyen P., 2011. "Corporate governance and risk-taking: evidence from Japanese firms". *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19 No. 3, pp. 278-97.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K., 2001. "Agency relationships in family firms: theory and evidence". *Organization Science*, Vol. 12 No. 2, pp. 99-116.
- Schulze W. S., Lubatkin M.H., Dino R.N., 2003. "Toward a theory of agency and altruism in family firms". *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 473-450.
- Shapira Z., 1992. "Risk Taking: A Managerial Perspective". New York: Russell Sage Foundation.
- Su W., Lee C.-Y., 2012. "Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform". *Asia Pacific Journal of Management*, No. 3, pp. 313-49.
- Villalonga B., Amit R., 2010. "Family control of firms and industries. *Financial Management*". Autumn, pp. 863-904.

- Wang Y., Poutziouris P., 2010. "Entrepreneurial risk taking: empirical evidence from UK family firms". *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, Vol. 16 No. 5, pp. 370-88.
- Ward J. L., Aronoff C.E., 1994. "How family affects strategies". *Small Business Forum*, Vol. 12 No. 2, pp. 85-90.
- Welsh D.H.B., Zellweger T., 2010. "Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners". *Academy of Entrepreneurship Journal*, Vol. 16 No. 2, pp. 21-41.
- Wiseman R. M., Bromiley P., 1996. "Toward a model of risk in declining organizations: An empirical examination of risk, performance and decline". *Organization Science*, Vol. 7, pp. 524-543.
- Xiao J.J., Alhabeed M.J., Hong G.-S., Haynes G.W., 2001. "Attitude toward risk and risk-taking behavior of business-owning families". *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 35 No. 2, pp. 307-25.
- Zahra S.A., 2005. "Entrepreneurial risk taking in family firms". *Family Business Review*, Vol. 18 No. 1, pp. 23-40.
- Zellweger T., Sieger P., 2012. "Entrepreneurial orientation in long-lived family firms". *Small Business Economics*, Vol. 38 No. 1, pp. 67-84.