







UNIVERSITAT DE VALÈNCIA  
FACULTAT D'ECONOMIA  
DEPARTAMENT DE FINANCES EMPRESARIALS  
PROGRAMA DE DOCTORADO 115C ECONOMÍA FINANCIERA

# **LA SALIDA A BOLSA DE LA EMPRESA FAMILIAR EN EL MERCADO ESPAÑOL**

**TESIS DOCTORAL**

PRESENTADA POR

**M<sup>a</sup> FUENCISLA MARTÍNEZ LOBATO**

DIRIGIDA POR

**DR. D. JOSÉ EMILIO FARINÓS VIÑAS  
DR. D. C. JOSÉ GARCÍA MARTÍN**

VALENCIA 2015



*Nuestra recompensa se encuentra en el esfuerzo y no en el resultado. Un esfuerzo total es una victoria completa.*

MAHATMA GHANDI

*Invertir en conocimientos produce siempre los mejores intereses.*

BENJAMIN FRANKLIN



La realización de esta Tesis Doctoral ha contado con el soporte financiero de la Universitat de València: Proyecto UV-INV-PRECOMP12-80505.





Deseo expresar mi agradecimiento a mis directores José Emilio y Pepe, por vuestra guía y ayuda. A los compañeros del *Departament de Finances Empresariales*, por vuestro apoyo y palabras de aliento, en especial a Matilde por la confianza que siempre has depositado en nosotros y a Paco por tu cariño y empeño en alejar de mi pensamientos negativos.

También quisiera agradecer de forma muy especial a mis padres y hermanos por vuestro amor y apoyo incondicional; a mis amigos por darme ánimos y a ti, Alessio, por esa energía especial que me has dado y que tanto me ha ayudado en esta labor.

Gracias a Dios.



# Índice

---



<b>INTRODUCCIÓN GENERAL A LA TESIS DOCTORAL.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1: LA EMPRESA FAMILIAR Y LA SALIDA A BOLSA</b>	
1.1. La importancia de la empresa familiar.....	25
1.2. La definición de empresa familiar.....	31
1.3. La investigación sobre la empresa familiar.....	45
1.4. El Enfoque de Recursos y la Teoría de la Agencia en la investigación sobre la <i>performance</i> de la empresa familiar.....	62
1.5. La decisión de salida a bolsa.....	80
Anexo 1.1. Revisión de la literatura empírica sobre la <i>performance</i> de la empresa familiar.....	98
<b>CAPÍTULO 2: LA INFRAVALORACIÓN DE LAS OFERTAS INICIALES</b>	
Introducción.....	110
2.1. Las ofertas públicas iniciales.....	112
2.2. La infravaloración de las ofertas iniciales.....	120
2.3. Fundamentos teóricos de la infravaloración de las ofertas iniciales e hipótesis a contrastar.....	123
2.3.1. Teorías basadas en asimetrías informativas.....	124
2.3.1.1. Asimetrías informativas entre inversores.....	125
2.3.1.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores	130
2.3.1.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista.....	134
2.3.1.4. Revelación de información.....	139
2.3.2. Teorías basadas en objetivos de propiedad y control.....	142
2.4. Evidencia empírica de las teorías sobre la infravaloración de las ofertas iniciales.....	155
2.4.1. Evidencia empírica de las teorías basadas en asimetrías informativas.....	155
2.4.1.1. Asimetrías informativas entre inversores.....	155
2.4.1.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores	160

2.4.1.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista.....	162
2.4.1.4. Revelación de información.....	164
2.4.2. Evidencia empírica de las teorías basadas en objetivos de propiedad y control.....	166

**CAPÍTULO 3: LA INFRavalORACIÓN DE LAS OFERTAS INICIALES EN EL MERCADO  
ESPAÑOL: EMPRESA FAMILIAR *VERSUS* EMPRESA NO FAMILIAR**

Introducción.....	173
3.1. Muestra.....	176
3.2. Metodología.....	185
3.2.1. Análisis univariante.....	185
3.2.2. Análisis multivariante.....	188
3.3. Resultados del análisis univariante.....	200
3.3.1. Infravaloración en el mercado español: Empresa familiar <i>versus</i> empresa no familiar.....	200
3.3.2. Infravaloración a lo largo del tiempo.....	208
3.4. Resultados del análisis multivariante.....	215
3.4.1. Asimetrías informativas entre inversores.....	216
3.4.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores.....	221
3.4.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista.....	226
3.4.4. Revelación de información.....	232
3.4.5. Objetivos de propiedad y control.....	235
3.4.6. Resumen de resultados.....	241
3.5. Conclusiones.....	245
Anexo 3.1: Muestra de salidas a bolsa en el mercado bursátil español en el periodo 1994-2012.....	251

---

**CAPÍTULO 4: PERFORMANCE OPERATIVA TRAS LA SALIDA A BOLSA DE LA EMPRESA FAMILIAR ESPAÑOLA**

Introducción.....	255
4.1. Estructura de propiedad y <i>performance</i> operativa: Teoría de la agencia.....	259
4.2. <i>Performance</i> operativa tras la salida a bolsa: Evidencia empírica e hipótesis a contrastar.....	264
4.3. Metodología.....	271
4.4. Resultados del análisis univariante.....	281
4.4.1. Muestra completa.....	281
4.4.2. Submuestras de empresa familiar y empresa no familiar según el criterio débil.....	289
4.4.3. Submuestras de empresa familiar y empresa no familiar según el criterio fuerte.....	304
4.5. Resultados del análisis multivariante.....	318
4.6. Conclusiones.....	329
<b>CONCLUSIONES GENERALES.....</b>	<b>335</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>351</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1:</b>	Trabajos resultantes en el proceso de elaboración de esta Tesis Doctoral.....	21
<b>Tabla 1.1:</b>	Definiciones de empresa familiar basadas en una única dimensión.....	38
<b>Tabla 1.2:</b>	Definiciones de empresa familiar basadas en varias dimensiones.....	39
<b>Tabla 1.3:</b>	Artículos más influyentes según Chrisman <i>et al.</i> (2010) en el área más general.....	50
<b>Tabla 1.4:</b>	Artículos más influyentes según Chrisman <i>et al.</i> (2010) en el área de la Teoría de la Agencia.....	51
<b>Tabla 1.5:</b>	Artículos más influyentes según Chrisman <i>et al.</i> (2010) en el área del Enfoque de Recursos [ <i>Resource-Based View</i> (RBV)].....	53
<b>Tabla 1.6:</b>	Grupos y categorías de variables dependientes indentificadas por Yu <i>et al.</i> (2012) y frecuencia de aparición en los artículos analizados.....	58
<b>Tabla 1.7:</b>	Características distintivas de la empresa familiar.....	65
<b>Tabla 1.8:</b>	Evidencia empírica sobre el efecto de diferentes factores en la decisión de salida a bolsa.....	89
<b>Tabla 2.1:</b>	Hipótesis sobre la infravaloración de las ofertas iniciales y teorías que las fundamentan.....	153
<b>Tabla 3.1:</b>	Distribución anual de la muestra.....	179
<b>Tabla 3.2:</b>	Características de la muestra.....	181
<b>Tabla 3.3:</b>	Características de las ofertas iniciales.....	183
<b>Tabla 3.4:</b>	Variables explicativas y de control: Teorías basadas en asimetrías informativas.....	196
<b>Tabla 3.5:</b>	Variables explicativas y de control: Teorías basadas en objetivos de propiedad y control.....	198
<b>Tabla 3.6:</b>	Infravaloración inicial media (mediana). Criterio débil.....	201
<b>Tabla 3.7:</b>	Infravaloración inicial media (mediana). Criterio fuerte.....	204
<b>Tabla 3.8:</b>	Infravaloración media para distintos intervalos temporales. Criterio débil.....	206
<b>Tabla 3.9:</b>	Infravaloración media para distintos intervalos temporales. Criterio fuerte.....	207
<b>Tabla 3.10:</b>	Regresiones por MCO del número de ofertas iniciales en función del rendimiento medio ajustado por el mercado.....	214
<b>Tabla 3.11:</b>	Correlación de Spearman entre el número de ofertas iniciales y el rendimiento medio ajustado por el mercado.....	215



<b>Tabla 3.12:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre inversores.....	216
<b>Tabla 3.13:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre los inversores. Criterio débil.....	218
<b>Tabla 3.14:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre los inversores. Criterio fuerte.....	220
<b>Tabla 3.15:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores.....	222
<b>Tabla 3.16:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores. Criterio débil.....	224
<b>Tabla 3.17:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores. Criterio fuerte.....	225
<b>Tabla 3.18:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista.....	227
<b>Tabla 3.19:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista. Criterio débil...	229
<b>Tabla 3.20:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista. Criterio fuerte..	230
<b>Tabla 3.21:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas utilizadas para contrastar la Teoría de Revelación de Información.....	232
<b>Tabla 3.22:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Teoría de Revelación de Información.....	234
<b>Tabla 3.23:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas utilizadas para testar las teorías basadas en objetivos de propiedad y control.....	236
<b>Tabla 3.24:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Objetivos de propiedad y control. Criterio débil.....	239
<b>Tabla 3.25:</b>	Resultados de las regresiones por MCO: Objetivos de propiedad y control. Criterio fuerte.....	240
<b>Tabla 3.26:</b>	Resultados del análisis multivariante: Asimetrías informativas....	242
<b>Tabla 3.27:</b>	Resultados del análisis multivariante: Propiedad y control.....	244
<b>Tabla 4.1:</b>	Distribución por código de actividad de la muestra de empresas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 .....	275
<b>Tabla 4.2:</b>	Distribución por código de actividad de la muestra de empresas de control.....	276
<b>Tabla 4.3:</b>	Variables utilizadas en el análisis de la <i>performance</i> operativa.....	280
<b>Tabla 4.4:</b>	Valores medios y medianas de la <i>performance</i> operativa. Muestra completa.....	282

---

<b>Tabla 4.5:</b>	Valores medios y medianas de las variaciones de la <i>performance</i> operativa. Muestra completa.....	285
<b>Tabla 4.6:</b>	Media y mediana de la dispersión de propiedad. Muestra completa.....	288
<b>Tabla 4.7:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Muestra completa.....	289
<b>Tabla 4.8:</b>	Valores medios y medianas de la <i>performance</i> operativa. Criterio débil.....	291
<b>Tabla 4.9:</b>	Valores medios y medianas de las variaciones de la <i>performance</i> operativa. Criterio débil.....	295
<b>Tabla 4.10:</b>	Media y mediana de la dispersión de propiedad. Criterio débil.....	300
<b>Tabla 4.11:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Criterio débil.....	302
<b>Tabla 4.12:</b>	Valores medios y medianas de la <i>performance</i> operativa. Criterio fuerte.....	305
<b>Tabla 4.13:</b>	Valores medios y medianas de las variaciones de la <i>performance</i> operativa. Criterio fuerte.....	309
<b>Tabla 4.14:</b>	Media y mediana de la dispersión de propiedad. Criterio fuerte...	313
<b>Tabla 4.15:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Criterio fuerte.....	315
<b>Tabla 4.16:</b>	Correlación de Spearman entre las variables explicativas y de control.....	319
<b>Tabla 4.17:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>ROA</i> . Criterio débil.....	322
<b>Tabla 4.18:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>ROE</i> . Criterio débil.....	323
<b>Tabla 4.19:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>cash flow</i> . Criterio débil.....	324
<b>Tabla 4.20:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>ROA</i> . Criterio fuerte.....	326
<b>Tabla 4.21:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>ROE</i> . Criterio fuerte.....	327
<b>Tabla 4.22:</b>	Resultados de las regresiones por MCO de la variación del <i>cash flow</i> . Criterio fuerte.....	328

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1.1:</b>	Configuración de la empresa familiar.....	32
<b>Figura 3.1:</b>	Infravaloración media y número de ofertas iniciales en el periodo 1994-2012. Muestra completa.....	209
<b>Figura 3.2:</b>	Infravaloración media y número de ofertas iniciales de empresas familiares en el periodo 1994-2012. Criterio débil.....	211
<b>Figura 3.3:</b>	Infravaloración media y número de ofertas iniciales de empresas no familiares en el periodo 1994-2012. Criterio débil.....	211
<b>Figura 4.1:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa en términos brutos. Muestra completa.....	283
<b>Figura 4.2:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria. Muestra completa.....	284
<b>Figura 4.3:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa en términos brutos. Muestra completa.....	286
<b>Figura 4.4:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria. Muestra completa.....	287
<b>Figura 4.5:</b>	Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad. Muestra completa.....	288
<b>Figura 4.6:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Muestra completa.....	289
<b>Figura 4.7:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio débil.....	292
<b>Figura 4.8:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio débil.....	292
<b>Figura 4.9:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio débil.....	293
<b>Figura 4.10:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio débil.....	294
<b>Figura 4.11:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio débil.....	297
<b>Figura 4.12:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio débil.....	298
<b>Figura 4.13:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio débil.....	298
<b>Figura 4.14:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio débil.....	299
<b>Figura 4.15:</b>	Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio débil.....	300
<b>Figura 4.16:</b>	Evolución de la media y la mediana de la dispersión de	301

---

	propiedad de las empresas no familiares. Criterio débil.....	
<b>Figura 4.17:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio débil.....	302
<b>Figura 4.18:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio débil.....	303
<b>Figura 4.19:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	306
<b>Figura 4.20:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	306
<b>Figura 4.21:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	307
<b>Figura 4.22:</b>	Evolución de la mediana de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	308
<b>Figura 4.23:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	311
<b>Figura 4.24:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	311
<b>Figura 4.25:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	312
<b>Figura 4.26:</b>	Mediana de la variación de la <i>performance</i> operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	312
<b>Figura 4.27:</b>	Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	314
<b>Figura 4.28:</b>	Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	314
<b>Figura 4.29:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio fuerte.....	316
<b>Figura 4.30:</b>	Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio fuerte.....	316

# **Introducción General a la Tesis Doctoral**

---



La motivación de esta Tesis Doctoral se sustenta sobre dos cuestiones fundamentales, a saber, de un lado la importancia y peculiaridad de las empresas de naturaleza familiar y, de otro, la relevancia y consecuencias en tales organizaciones de la decisión estratégica empresarial de salir a bolsa.

A lo largo de la historia los negocios familiares, considerados en términos generales como aquellos en los que la mayoría de la propiedad, el control y/o la gestión corresponde a una o más familias, han constituido la columna vertebral que ha sostenido las economías y civilizaciones antiguas pero también en la actualidad desempeñan un papel fundamental en el desarrollo de la economía y la sociedad occidental [Bird *et al.* (2002)]. Como señalan Neubauer y Lank (1998, p. 14):

«...las empresas familiares fueron las locomotoras más efectivas de las economías en las cuales estaban localizadas. Crearon empleo, fueron de las pocas empresas que tuvieron el suficiente éxito para hacer frente a los pagos de impuestos y desarrollaron la agilidad y flexibilidad necesaria para desenvolverse con éxito en las aguas económicas turbulentas de sus economías nacionales»

En la literatura, son diversos los estudios que resaltan el peso de las empresas familiares en la mayoría de las economías desarrolladas y su contribución a nivel económico y social,<sup>1</sup> de modo que se admite de forma generalizada que representan un pilar básico dentro del tejido empresarial a nivel mundial. Según los datos del Instituto de la Empresa Familiar, se estima que en España 2,8 millones de empresas tienen carácter familiar (esto es, el 85% de las empresas españolas), representan el 70% del empleo privado (lo que implica 10,13 millones de trabajadores) y su facturación equivale al 70% del PIB español. Asimismo, según datos de este Instituto, en la Unión Europea desarrollan su actividad 17 millones de empresas familiares, que emplean a 100 millones de personas y constituyen el 60% del conjunto de empresas. En la misma línea indica que en EEUU las empresas familiares suponen el 80% del total de empresas y aportan el 50% del empleo.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Pueden consultarse, entre otros: Shleifer y Vishny (1986), La Porta *et al.* (1999), Morck *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2002), Faccio y Lang (2002), Anderson y Reeb (2003) y Sacristán y Gómez (2006).

<sup>2</sup> Instituto de la Empresa Familiar (España). En línea. Consultado el 5 de octubre de 2014 en [http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras\\_familia.html](http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras_familia.html).

Conviene señalar que, como destaca Litz (1995), si bien la empresa familiar ha sido con frecuencia asimilada con la empresa pequeña, la realidad es que algunas de las empresas más grandes del mundo son controladas por familias (entre otras, Wal-Mart, Ford, Hewlett-Packard, BMW, Inditex, Mercadona). En este sentido, el Centro de Empresas Familiares de la Universidad de St. Gallen (Suiza),<sup>3</sup> en colaboración con el Centro de Excelencia de EY para empresas familiares,<sup>4</sup> han llevado a cabo un estudio<sup>5</sup> en el que, además de resaltar que las empresas familiares constituyen entre el 80% y el 90% de las empresas en todo el mundo y que, en consecuencia, son un importante motor del PIB y de la creación de empleo, publican un *Índice Global de Empresas Familiares* que recoge las 500 compañías familiares con mayores ingresos del mundo (índice *Family 500*). Como señala la presentación de este índice, «proporciona una evidencia impactante sobre el poder económico y la relevancia de las empresas familiares en el mundo».<sup>6</sup> En concreto, las empresas incluidas en el índice *Family 500* representan en conjunto un volumen de ventas anuales de 6,5 billones de dólares, cifra que las convierte en la tercera economía más grande del mundo, solo por detrás de EEUU y China, y proporcionan empleo a casi 21 millones de personas.

Respecto a los países cuyas empresas familiares tienen mayor presencia en el índice, en primer lugar se halla EEUU con 101 empresas, de las cuales cerca de 30 de ellas se sitúan en el *top 100* del índice.<sup>7</sup> Le sigue Alemania, que es el país europeo con mayor representación en el índice, de modo que un 19% de las empresas incluidas en el mismo son alemanas, entre las que destacan Volkswagen, en el segundo puesto, y BMW, en el octavo. El tercer país es Italia con 31 empresas, entre ellas Exor en el cuarto puesto del *ranking*. Le siguen Francia (28 empresas), India (25), Canadá (19), Suiza (17), Holanda y Reino Unido (16 empresas cada una). Con respecto a España, cuenta con 10 empresas en el índice: Mercadona, Inditex, El Corte Inglés, Ferrovial, FCC, Acciona, Gestamp, OHL, Prisa y Grupo Antolín-Irausa, las cuales suponen una

---

<sup>3</sup> Puede consultarse en <http://www.unisg.ch/en/hsgservices/hsgmediacorner/aktuell/rssnews/forschung-lehre/2015/april/globalfamilybusinessindex-thomaszellweger-28april2015>.

<sup>4</sup> Puede consultarse en <https://familybusiness.ey-vx.com/home/home.aspx>.

<sup>5</sup> El estudio define la empresa familiar como aquella empresa no cotizada en la que la familia controla más del 50% de los derechos de voto y aquella empresa cotizada en la que la familia posee al menos el 32% de los derechos de voto.

<sup>6</sup> Centro de Empresas Familiares de la Universidad de St. Gallen (Suiza). *Global Family Business Index*. En línea. Consultado el 9 de julio de 2015 en <http://familybusinessindex.com>.

<sup>7</sup> Wal-Mart lidera el *ranking* con unos ingresos de 476.300 millones de dólares y Berkshire Hathaway y Ford se consolidan en la tercera y quinta posición, respectivamente.



facturación conjunta anual de 107.400 millones de dólares y emplean a 561.425 trabajadores.

Entre las características destacables de las empresas que forman parte del índice se halla el dato de que en promedio se trata de negocios con 88 años de vida, aunque este dato está sesgado por la presencia de algún negocio con una enorme longevidad,<sup>8</sup> y el 44% de ellas se encuentran controladas por la cuarta generación o posteriores. Se trata, por tanto, de empresas que han logrado superar con éxito tanto las amenazas internas y externas, a las que se enfrentan propiamente los negocios, como los problemas y conflictos familiares que se producen con el trasvase generacional. Asimismo, es importante señalar que el peso de las empresas cotizadas y no cotizadas en el índice es similar, de modo que las primeras representan el 52% y las segundas el 48%.

Esta importancia de la empresa familiar en el tejido empresarial de numerosos países justifica la necesidad de investigar sobre los diferentes aspectos que caracterizan a este tipo de negocios. Además, de acuerdo con Daily y Dollinger (1991), se acepta con carácter general que existen diferencias en el estilo de gestión de la empresa familiar en relación con la empresa administrada por profesionales ajenos a un grupo familiar. Por lo tanto, se hace necesario analizar cómo la idiosincrasia de la empresa familiar influye en su supervivencia y éxito con respecto a la empresa no familiar. De hecho, uno de los retos fundamentales de la investigación sobre la empresa familiar es identificar qué hace que las empresas familiares sean particulares y diferentes de las empresas no familiares. En este sentido, Chrisman *et al.* (2005) sugieren que la Teoría de la Agencia y el Enfoque Basado en los Recursos de la empresa son los planteamientos teóricos dominantes en la investigación sobre la empresa familiar y estiman que continuarán siéndolo en el futuro, ya que constituyen el fundamento teórico para distinguir el comportamiento y *performance* de las empresas familiares del de las no familiares y, asimismo, entre los distintos tipos de las primeras.

El Enfoque Basado en los Recursos, con los trabajos pioneros entre otros de Penrose (1959) y Wernefelt (1984), permite sugerir que las empresas familiares pueden poseer capacidades y recursos valiosos y propios, no presentes en empresas de otra

---

<sup>8</sup> La empresa más antigua es Takenaka Corporation que viene desarrollando su actividad durante 1.610 años.

naturaleza, que les confieran la posibilidad de obtener ventajas competitivas. No obstante, también dicha naturaleza familiar puede conllevar limitaciones que incidan negativamente sobre su funcionamiento y resultados. Diversos autores han contribuido a explicar los atributos únicos de las empresas familiares a partir del Enfoque de Recursos [Habbershon y Williams (1999), Habbershon *et al.* (2003), Chrisman *et al.* (2003), Sirmon y Hitt (2003), Pearson *et al.* (2008), Zellweger *et al.* (2010), Cabrera-Suárez *et al.* (2011)].

Habbershon y Williams (1999) son los primeros autores que ponen de manifiesto que la Teoría de Recursos es un enfoque adecuado para comprender las ventajas competitivas de las empresas familiares. Acuñan el término *familiness* para englobar el «conjunto de recursos que son distintivos de una empresa como resultado de la implicación en ella de la familia» [Habbershon y Williams (1999, p.1)]. Esto es, fruto de la integración de la familia y el negocio, la empresa familiar posee una serie de características propias o *familiness* que se pueden traducir en una potencial ventaja competitiva sobre las empresas no familiares.

Respecto a tales rasgos propios de la empresa familiar, en la literatura se citan, entre otros: la vinculación de los objetivos familiares y los del negocio, lo que se traduce en una estrategia a largo plazo más unificada y definida, con un fuerte sentido de la misión y un mayor compromiso con la realización de dicha estrategia [Moscatello (1990), Aronoff y Ward (1994)]; la mayor lealtad, confianza y motivación que resulta de las relaciones familiares [Tagiuri y Davis (1996)]; la existencia de canales informales de toma de decisiones eficientes [Daily y Dollinger (1992)]; la centralización de las decisiones en miembros de la familia, lo que reduce los costes e incrementa la flexibilidad [Goffee y Scase (1985), Hall (1988), Poza *et al.* (1997), Tagiuri y Davis (1996)]; la reputación de la familia y las relaciones con proveedores, clientes y otros *stakeholders* externos supuestamente más fuertes y cargadas de valor [Lyman (1991), Ward y Aronoff (1991), Tagiuri y Davis (1996)]; la menor interdependencia con el entorno macroeconómico y, en consecuencia, la menor sensibilidad a los ciclos recesivos [Donckels y Frohlich (1991), Ward (1997)] y la mayor flexibilidad y capacidad de adaptación a los cambios del entorno [Dreux (1990)]; el mayor énfasis en el potencial de crecimiento de la empresa que en el incremento de las ventas a corto plazo [Donckels y Frohlich (1991)]; la mayor creatividad [Pervin

(1997)]; los menores niveles de endeudamiento [Dreux (1990), Gallo y Vilaseca (1996)]; y la disponibilidad de “capital paciente” [De Visscher *et al.* (1995)].

Sirmon y Hitt (2003) agrupan las características únicas de los negocios familiares en cinco recursos y atributos que si son gestionados eficazmente les pueden conferir ventajas competitivas y, por tanto, una mayor *performance* con respecto a la empresa no familiar. Tales recursos son: “capital humano”, “capital social”, “capital paciente”, “capital de supervivencia” junto con el atributo de “estructura de gobierno”. Así, destacan la complejidad y la dificultad de imitar el “capital humano” (conocimiento, habilidades, aptitudes) en las empresas familiares, ya que resulta de una dualidad de relaciones que mantienen los miembros de la familia en el negocio y en la familia y, en consecuencia, incluye tanto atributos positivos como negativos.

En relación con el “capital social” (relaciones entre individuos o entre organizaciones) consideran que se compone de tres dimensiones: estructural, basada en la red de relaciones; cognitiva, que se refiere al lenguaje e historia compartida; y relacional, relativa a la confianza, normas y obligaciones. En este sentido, señalan que cada una de estas categorías integradas dentro de la empresa familiar y en su interacción con los agentes externos le facilita unas buenas relaciones con proveedores, clientes y entidades financieras.

Por lo que se refiere a las finanzas de las empresas familiares, Sirmon y Hitt (2003) destacan que a diferencia de otras empresas, debido a su orientación al largo plazo y su deseo de conservar el negocio para futuras generaciones, poseen “capital paciente”, es decir, capital disponible para invertir a largo plazo, lo cual les permite además perseguir estrategias más creativas e innovadoras [Kang (2000), Teece (1992)]. No obstante, tienen recursos financieros limitados debido a su reticencia a la entrada de inversores que reduzcan el control familiar. Además, a diferencia del resto de empresas, el vínculo familiar, la lealtad y el compromiso con la empresa a largo plazo permiten que la empresa familiar disponga de recursos de supervivencia, que aportan los miembros de la familia de su patrimonio personal y que les ayudan a superar situaciones adversas.

Por último, con respecto al atributo “estructura de gobierno”, afirman que la Teoría de la Agencia sugiere, por un lado, que las empresas familiares tienen menores

costes de agencia derivados del clásico conflicto entre propietarios y directivos [Jensen y Meckling (1976)], pero en ellas se producen otros problemas de agencia como los provocados por el excesivo altruismo [Lubatkin *et al.* (2001)].

Esto es, además del Enfoque de Recursos y estrechamente relacionado con él, el otro planteamiento teórico que de forma predominante se halla en la base de gran parte de la investigación sobre la empresa familiar es la Teoría de la Agencia. Este argumento teórico plantea también la existencia y permite aflorar posibles recursos característicos de una empresa familiar, como son, por ejemplo, aquellas relaciones y mecanismos de supervisión que se traducen en menores costes de agencia y que, por tanto, podrían representar para la empresa una fuente de ventaja competitiva [Habbershon y Williams (1999)].

De acuerdo con Galve y Salas (1993), la empresa familiar representa el *antiparadigma* de la separación entre propiedad y control descrito por Berle y Means (1932) en la gran empresa americana. Esto es, se caracteriza por una alta concentración de la propiedad, en la que la familia posee el porcentaje de propiedad y control más elevado y, normalmente, está involucrada en la gestión, de modo que se da una coincidencia entre propiedad, control y gestión. Además, la empresa familiar presenta una estructura contractual especial en la que se superponen las relaciones económicas y familiares. Es decir, como señalan Gómez-Mejía *et al.* (2001, p. 82)], «un contrato de relación entre un propietario de una empresa familiar y un agente (miembro de la familia) implica un vínculo común y un conjunto de expectativas mutuas que es más probable que se basen en emociones y sentimientos de lo que sucede en un contrato de ese tipo en una empresa no familiar. Por lo tanto, los vínculos familiares dan lugar a contratos que tienden a apartarse de la racionalidad económica». Así pues, resulta adecuado aplicar los postulados de la Teoría de la Agencia para estudiar los resultados que esa superposición de relaciones económicas y familiares ejerce sobre la eficiencia de estas empresas.

Así, dada la alineación de la propiedad, el control y la gestión en la empresa familiar y, por tanto, de los intereses y objetivos de los propietarios y directivos, con frecuencia se le ha atribuido a la empresa familiar menores costes de agencia y, por consiguiente, una mayor eficiencia [Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a), Daily y Dollinger (1992), Harvey (1999)]. Sin embargo, también se detectan

actuaciones que provocan una disminución del valor de la empresa, tales como: la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios y la ineficiencia en la asunción de riesgos y en la toma de decisiones de inversión [Fama y Jensen (1983a)].

Es decir, la Teoría de la Agencia también contempla que en las empresas con propiedad concentrada y gerencial aparece otro tipo de problema de agencia que tiene lugar entre distintos tipos de propietarios, aquellos con elevado porcentaje de propiedad y que además controlan efectivamente la empresa y aquellos que son minoritarios y no intervienen en la gestión. Este nuevo problema surge del aprovechamiento de beneficios privados del control por parte de los principales accionistas que además controlan la gestión de la empresa, lo cual se traduce en una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios externos. En este sentido, las empresas familiares están típicamente controladas por un gran accionista que disfruta de enormes beneficios privados del control [Faccio y Lang (2002)] y que se centra en la maximización de sus propios beneficios más que en los de todos los accionistas [Bertrand y Schoar (2006)]. Croci *et al.* (2011) señalan que las familias propietarias aprovechan en mayor medida los beneficios privados del control que los accionistas mayoritarios de otras empresas porque a diferencia de estos poseen beneficios privados no monetarios y no transferibles.

Además, una de las principales características de la empresa familiar es el altruismo, que puede tener consecuencias positivas como el mayor cuidado, compromiso y lealtad entre los miembros de la familia, pero también negativas como el nepotismo, la dificultad de la familia para seleccionar y sustituir a los empleados familiares ineficientes y el riesgo moral de que los hijos puedan aprovechar la generosidad de sus padres con conductas oportunistas.

Por tanto, en las empresas familiares la reducción de los costes de agencia que resultan del clásico problema de agencia entre propietarios y directivos podría verse superada en sentido negativo por otros tipos de costes de agencia: los problemas de selección adversa y de riesgo moral que se derivan del altruismo propio de este tipo de empresas, el atrincheramiento de los directivos y la apropiación de beneficios privados por parte de los propietarios-directivos a costa de la riqueza de accionistas minoritarios.

En la medida en que la naturaleza familiar de la propiedad y control de una empresa sobre la base de ambas teorías, Enfoque de Recursos y Teoría de la Agencia, puede conllevar aspectos positivos y negativos cuyo efecto final no ha podido hasta el momento ser delimitado desde un punto de vista teórico y de forma concluyente, es necesaria la evidencia empírica para comprobar cuál es el resultado final de tales factores sobre la eficiencia y *performance* de la empresa familiar en relación con el resto de empresas. En este sentido, la investigación empírica realizada hasta el momento ha obtenido resultados dispares y no concluyentes para la cuestión de si las empresas familiares crean o no más valor que las empresas no familiares, de modo que sigue siendo una cuestión sin resolver. Así, hay trabajos que han encontrado una relación positiva entre la propiedad y control familiar y la *performance* de la empresa como, entre otros, McCounaghy *et al.* (1998), Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006), mientras que otros han revelado un impacto negativo de la propiedad y control familiar sobre el valor de la empresa como, por ejemplo, Cronqvist y Nilsson (2003), Barth *et al.* (2005) y Miller *et al.* (2007) y algunos no han obtenido ninguna asociación entre la propiedad y el control familiar y la *performance* como sucede en Maury (2006), Menéndez-Requejo (2006) y Sacristán y Gómez (2006). Esta disparidad de resultados se debe a que numerosos factores pueden alterar los resultados, tales como: la diversidad de definiciones de empresa familiar, de marcos institucionales, de medidas de *performance*, de metodologías utilizadas y de tipos de empresa familiar según viva o no el fundador, la generación dominante, etc.

A pesar de la importancia que ha tenido la empresa familiar en la economía de numerosos países a lo largo de la historia y la aceptación general de que presenta rasgos distintivos y propios respecto a los otros tipos de negocios, no ha sido hasta la década de los años 90 cuando el campo de investigación sobre la empresa familiar ha comenzado a ser considerado como una disciplina académica independiente [Bird *et al.* (2002)]. Desde entonces se ha producido un interés creciente por el estudio de estas empresas en el ámbito académico, lo cual se ha traducido en un incremento considerable de trabajos sobre la empresa familiar y, como resultado, en un importante acervo de conocimiento sobre la misma. Zahra y Sharma (2004) afirman que este es el momento propicio para el estudio de las empresas familiares.

La construcción de una teoría consistente sobre la empresa familiar requiere resolver todos aquellos aspectos que aunque han sido tratados no se ha logrado concluir de manera definitiva sobre ellos y, además, es necesario abordar otras áreas de la investigación que hasta el momento no han sido objeto de estudio. En este sentido, la decisión estratégica de la salida a bolsa de la empresa familiar y los efectos que se suceden tras la misma apenas han merecido la atención de los investigadores ni a nivel internacional ni, sobre todo, en el mercado español.

La decisión de salir a bolsa representa un hecho de gran relevancia en la trayectoria de una empresa, ya que supone cambios importantes en su naturaleza, operativa y relaciones con los distintos agentes que participan de su actividad. En concreto, produce un cambio en su estructura financiera y de propiedad, permite el acceso a una nueva fuente de financiación y posibilita a sus propietarios la realización de las ganancias acumuladas que resultan de su participación y la opción de diversificar sus inversiones [Jenkinson y Ljungqvist (2001)]. Dicha decisión se ve determinada por la valoración de las posibles consecuencias positivas y negativas que la cotización en bolsa puede implicar para la empresa. Este enfoque basado en los beneficios y costes que implica la salida a bolsa es el que se argumenta en la mayor parte de la literatura [Rydqvist y Högholm (1995), Röell (1996), Pagano *et al.* (1998)].

De acuerdo con el Instituto de la Empresa Familiar, cinco son los retos principales que han de superar las empresas familiares para su supervivencia y competitividad: la continuidad generacional, el incremento de su dimensión, la profesionalización, la permanente innovación tecnológica e industrial y la internacionalización.<sup>9</sup> Una de las limitaciones fundamentales que tienen las empresas familiares para cumplir con estos objetivos es la ausencia de recursos financieros suficientes, provocada en gran parte porque el deseo de preservar el control de la empresa en manos de la familia impide la entrada de nuevos inversores. Sin embargo, las aportaciones dinerarias por parte de los propietarios miembros de la familia y la obtención de financiación bancaria no siempre son posibles ni suficientes. Por ello, la salida a bolsa representa una solución para, entre otras ventajas, tener acceso a una fuente de financiación alternativa como es la emisión de valores negociables. Además, la cotización en bolsa proporciona liquidez y una valoración objetiva a los títulos y, por

---

<sup>9</sup> Instituto de la Empresa Familiar (España). En línea. Consultado el 10 de julio de 2014 <http://www.iefamiliar.com/web/es/ief.html>.

tanto, facilita la salida del negocio de antiguos propietarios. Esto último contribuye a resolver los conflictos internos y familiares que caracterizan a este tipo de empresas a medida que aumentan de tamaño y/o incorporan nuevas generaciones a la propiedad y la gestión del negocio.

No obstante, la decisión de cotizar en bolsa no está exenta de costes, de modo que puede implicar para las empresas familiares altos requerimientos de información y costes indirectos derivados de la pérdida de control del grupo familiar y, por tanto, de la posible disminución o pérdida de la *familiness* que puede ser fuente de ventajas competitivas en una empresa familiar. En este sentido, en la *web* de la Bolsa de Madrid se hace hincapié en que «empresa familiar y empresa cotizada en Bolsa no son conceptos excluyentes, la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, buen número de las empresas admitidas en Bolsa siguen estando bajo el control de grupos familiares, y en algunos casos la salida a Bolsa ha contribuido a asegurar la supervivencia de la empresa».<sup>10</sup>

La literatura sobre las salidas a bolsa, además de investigar sobre los factores que determinan esta decisión en función de las ventajas e inconvenientes que proporciona, ha dedicado un interés creciente al estudio de tres anomalías generalmente observadas tras el inicio de la cotización de una empresa. Se trata de la existencia de:

- Rentabilidades de mercado anormalmente elevadas en el corto plazo, debidas a una posible infravaloración de la oferta pública inicial.
- Rendimientos de mercado anormalmente bajos en el largo plazo.
- Caída de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa.

La evidencia a nivel internacional en relación con estos tres fenómenos generalmente observados tras el inicio de la cotización es abundante. Sin embargo, a pesar de la aceptación de que la empresa familiar representa un caso único de negocio, apenas encontramos en la literatura estudios que aborden la presencia de estos fenómenos en el caso de las empresas familiares que deciden salir a bolsa ni, sobre todo, si tales sucesos se manifiestan de forma diferente en las empresas familiares con

---

<sup>10</sup> Bolsa de Madrid (España). En línea. Consultado el 15 de julio de 2014 en <http://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/VenCotizar/VenCotizar2.aspx>.



respecto a las empresas no familiares. Esta ausencia de investigación todavía se hace más evidente en el caso del mercado español ya que no hemos encontrado ningún trabajo al respecto.

Por tanto, dada la importancia que adquiere el estudio de la empresa familiar, la relevancia de la decisión estratégica de salir a bolsa y la existencia de anomalías generalmente observadas tras este suceso, unido a la ausencia de investigación de las mismas para el caso de la empresa familiar, el objetivo general de esta tesis es contribuir a llenar ese vacío en la literatura. En concreto, el propósito de este trabajo es abordar el estudio para el caso de la empresa familiar española de dos de los tres sucesos que se producen con el inicio de la cotización: la infravaloración de las ofertas iniciales y la caída de la *performance* operativa de las empresas tras la salida a bolsa.

Con respecto al fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, tras la oferta inicial realizada por la empresa con el fin de salir a bolsa, se observa con carácter general que el precio de la acción en el primer día de negociación aumenta por encima del precio de la oferta. Según la literatura dicho hecho pone de manifiesto que la oferta inicial no ha sido correctamente valorada sino que por, el contrario, ha sido objeto de una infravaloración, lo cual ha permitido a los inversores que compraron las acciones en la emisión obtener rendimientos positivos y significativos a corto plazo.

Loughran *et al.* (1994), en su estudio de la infravaloración de las ofertas públicas iniciales en diferentes países, indican que por término medio los rendimientos iniciales que se producen tras una oferta pública inicial van del 4,2% al 80,3%. En España, Álvarez y Fernández (2003) encuentran que las ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el periodo 1985-1997 experimentaron una infravaloración media del 13,11%, en tanto que Farinós *et al.* (2007) obtienen una infravaloración media significativa del 31,6% en el caso de las empresas no públicas (propiedad del Estado) que salieron a bolsa en el periodo 1990-2001.

Este hecho ha motivado la realización de numerosos trabajos que lo constatan empíricamente y que tratan de racionalizar mediante la elaboración de modelos teóricos por qué las ofertas públicas iniciales son infravaloradas. En este sentido, Ibbotson (1975) constituye uno de los trabajos seminales que documentaron el fenómeno de la infravaloración. Este autor fue pionero en ofrecer una lista de posibles explicaciones

para la infravaloración en las ofertas públicas iniciales, el cual fue seguido por otros trabajos iniciales como, entre otros, Ritter (1984) y Rock (1986). Estas justificaciones teóricas han sido formalmente estudiadas por numerosos autores en trabajos posteriores. En esta línea, Ljungqvist (2007) agrupa los enfoques teóricos que tratan de explicar la infravaloración de las ofertas públicas iniciales en cuatro grupos: los modelos de información asimétrica, las teorías basadas en los rasgos institucionales de cada país en relación con los mercados de valores, los planteamientos teóricos que consideran los deseos de estructura de propiedad y de control de la empresa y los modelos de comportamiento.

Además de esta pauta anómala observada en el mercado tras la salida a bolsa de las empresas, la evidencia empírica también ha reflejado que las empresas sufren una caída significativa en sus niveles de *performance* operativa tras iniciar su cotización en bolsa a través de una oferta de valores [Jain y Kini (1994), Pagano *et al.* (1998), Mikkelsen *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)]. Algunos de estos estudios observan que la caída en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa va acompañada de ventas e inversiones en capital crecientes, de modo que no puede ser explicada por la ausencia de oportunidades de inversión o por problemas de demanda. Por ello, las investigaciones se han centrado en analizar la mayor dispersión de propiedad que supone la salida a bolsa y el incremento de los costes de agencia que ese cambio en la estructura de propiedad puede provocar como la causa fundamental de dicha disminución en la eficiencia de las empresas.

Así, con respecto a estos dos sucesos y con el fin de cumplir con el objetivo general de esta Tesis Doctoral, trataremos de responder a una serie de cuestiones.

En relación con el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales:

- ¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas que salen a bolsa en el mercado español?
- ¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas de naturaleza familiar que salen a bolsa en el mercado español?
- ¿Existen diferencias significativas entre la infravaloración de las ofertas iniciales de las empresas familiares y de las empresas no familiares en el mercado español?

- ¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?
- ¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en objetivos de propiedad y control para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?

En relación con la variación de la *performance* operativa de las empresas tras el inicio de su cotización nos planteamos las siguientes cuestiones:

- ¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas en el mercado español?
- ¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas familiares en el mercado español?
- ¿Existen diferencias significativas entre la variación de *performance* operativa que experimentan las empresas familiares y las empresas no familiares tras el inicio de su cotización en el mercado español?
- ¿La variación de la *performance* operativa de las empresas españolas tras el inicio de su cotización es consecuencia de la variación de la dispersión de propiedad que conlleva la salida a bolsa? ¿La naturaleza familiar de la empresa influye en la capacidad explicativa de esta posible relación?

Para responder a estos interrogantes, seleccionamos las empresas que iniciaron la cotización en el mercado bursátil español durante el periodo 1994-2012. Además, para cumplir con el propósito de este trabajo descomponemos la muestra en dos submuestras: empresas familiares y empresas no familiares. Conscientes de la problemática que supone la definición de empresa familiar y de que los resultados pueden variar en función de qué se entienda por empresa familiar, optamos por dos definiciones basadas ambas por razones operativas en la dimensión de implicación de la familia en la empresa según su influencia en la propiedad y el control de la misma, pero una según un criterio amplio y otra según un criterio más estricto.

En relación con la metodología, y respecto al fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, utilizamos las dos medidas siguientes: por un lado, tal y como se realiza en la literatura, estimamos la infravaloración como la variación relativa entre el primer precio de cierre de las acciones en el mercado bursátil y el precio de la oferta; por otro lado, medimos la infravaloración como el “dinero dejado sobre la mesa”, esto es, como la cantidad de recursos financieros que deja de obtener la empresa emisora en la oferta inicial bajo la asunción de que podría haber vendido las acciones a un precio igual al de cierre posterior en el mercado secundario [Loughran y Ritter (2002)].

Además, respecto a la primera medida, no solo calculamos el rendimiento inicial (esto es, la diferencia porcentual entre el precio de cierre del primer día de negociación y el precio de la oferta), sino también consideramos diferentes periodos con el fin de tener en cuenta la posible demora en la percepción de la infravaloración por parte del mercado y las posibles actuaciones de estabilización del precio durante los primeros días de negociación por parte de las entidades coordinadoras de la oferta. En este sentido, empleamos dos alternativas para la estimación del rendimiento asociado a los periodos de 10, 20 y 30 días posteriores a la salida a bolsa, a saber: la adición y la composición de los rendimientos diarios.

Asimismo, estimamos la infravaloración tanto calculando los rendimientos sin ajustar (rendimientos brutos) como corrigiéndolos mediante diferentes ajustes. En concreto, ajustamos los rendimientos de las empresas que realizan una oferta inicial mediante el rendimiento del mercado, utilizando para ello el Índice General de la Bolsa de Madrid, el rendimiento de una empresa de control emparejada de acuerdo con la característica tamaño y el rendimiento de una empresa de control seleccionada de acuerdo con las características tamaño y *book to market*.

Con respecto a la *performance* operativa de las empresas, la estimamos a través de tres medidas: *ROA*, rentabilidad económica o rentabilidad del activo, calculada como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo de la empresa; *ROE*, rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios, calculada como el cociente entre el resultado neto y los fondos propios; y *cash flow*, calculado como el beneficio antes de intereses e impuestos más las amortizaciones del activo no corriente dividido entre el activo. La rentabilidad económica o *ROA* proporciona una medida de la eficiencia en la utilización del activo con independencia de cómo se financie la

empresa. Sin embargo, la rentabilidad financiera o *ROE* evalúa la eficiencia de la actividad, teniendo en cuenta su financiación, para los propietarios de la empresa. La medida del *cash flow* nos da una valoración de la *performance* operativa alternativa al *ROA* que permite eliminar la actuación discrecional de los empresarios en el cálculo de las amortizaciones del inmovilizado.

Para cada una de las tres variables mencionadas y cada empresa de la muestra medimos sus niveles en una ventana de siete años: los tres años anteriores a la oferta, el año de la salida (año 0) y los tres años posteriores a la oferta. Asimismo, calculamos los cambios en tales variables para cada empresa como la diferencia porcentual de los valores de los años 0, 1, 2 y 3 respecto del valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. A continuación, obtenemos las medias y medianas tanto de los niveles como de las variaciones en la *performance* operativa.

En el análisis de la evolución de la *performance* operativa tras la salida a bolsa de las empresas es conveniente excluir aquella parte de la misma que sea provocada por factores propios de las industrias en las que tales organizaciones desarrollan su actividad. Por esta razón, repetimos los cálculos de las tres medidas de *performance* operativa pero en términos ajustados por industria.

Todos estos cálculos los realizamos sobre la muestra completa y para las submuestras de empresas familiares y no familiares, de acuerdo con los dos criterios de clasificación utilizados. Una vez realizados, llevamos a cabo un análisis univariante con contrastes paramétricos y no paramétricos con el fin de contrastar la existencia o no de las anomalías estudiadas y para comparar las posibles diferencias entre las empresas familiares y las no familiares. En concreto, utilizamos el test paramétrico *t-Student*, con el fin de analizar si los valores medios son o no significativamente distintos de cero y comparar si hay o no diferencias significativas entre los valores medios de las empresas familiares y de las empresas no familiares. Ante el reducido tamaño de las muestras, y con el fin de robustecer nuestros resultados, empleamos también la metodología *bootstrap* [Efron (1982)] mediante la cual se genera la distribución empírica de los rendimientos bajo la hipótesis nula, relajando así las hipótesis de normalidad, estacionariedad e independencia temporal de las observaciones. Dado que no es posible garantizar simetría en los datos, realizamos asimismo los contrastes para las medianas

de los valores utilizando la prueba de los rangos con signos de Wilcoxon y el test de Kruskal-Wallis.

Tras los análisis univariantes, llevamos a cabo análisis multivariantes mediante regresiones en sección cruzada para evaluar el poder explicativo de la naturaleza familiar en tales sucesos, así como de otras variables relevantes según las teorías que los justifican. Así, para explicar el fenómeno de la infravaloración contrastamos hipótesis basadas en las teorías que tratan de explicar este fenómeno a partir de la existencia de asimetrías informativas y en aquellas otras que lo justifican a partir de los objetivos de estructura de propiedad y de control de las empresas. Por lo que respecta a la explicación de la variación de la *performance* operativa de las empresas tras la salida a bolsa, además del carácter familiar o no de la empresa, utilizamos variables que recogen la variación de la dispersión de propiedad tras el inicio de la cotización con respecto al nivel previo a la misma y la propiedad retenida por los propietarios iniciales tras la oferta.

La evidencia obtenida en esta Tesis Doctoral a partir del estudio de la infravaloración de las ofertas iniciales y de la caída de la *performance* operativa de las empresas españolas tras su salida a bolsa pone de manifiesto que, al igual que sucede en otros países, tales fenómenos están presentes también en el mercado español y, fundamentalmente, que no es posible afirmar con carácter general que la naturaleza familiar de la estructura de propiedad de las empresas ejerza una influencia significativa en dichos sucesos.

De acuerdo con el objetivo establecido, la estructura de esta Tesis se compone de cuatro capítulos. En el Capítulo 1 nos centramos en la relevancia y problemática del estudio de la empresa familiar y la decisión de salir a bolsa. Para ello, dedicamos una sección a destacar el debate abierto que existe acerca de qué se entiende por empresa familiar. A continuación, señalamos algunos de los aspectos que están presentes en el estudio de la empresa familiar, para lo cual describimos algunas de las diversas revisiones que se han hecho acerca de la investigación existente sobre la empresa familiar. En el siguiente apartado, ponemos la atención en las dos teorías que subyacen de forma predominante en los trabajos sobre la empresa familiar, el Enfoque de Recursos y la Teoría de la Agencia. Por último, abordamos la decisión estratégica de la salida a bolsa y hacemos una reseña a la escasez de trabajos que encontramos en la

literatura acerca de la adopción de dicha decisión y del estudio de las anomalías observadas tras la misma en el caso de la empresa familiar.

En el Capítulo 2 estudiamos el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales. Para ello, como paso previo a describir este suceso llevamos a cabo una descripción de la actividad de las ofertas iniciales de acciones como mecanismo de salida a bolsa. En segundo lugar, dejamos constancia de la existencia con carácter general de infravaloración en este tipo de operaciones. En tercer lugar, realizamos una revisión de fundamentos teóricos que tratan de encontrar una justificación para este suceso y exponemos las hipótesis que sobre la base de esos argumentos teóricos nos proponemos contrastar en el capítulo siguiente. Finalmente, presentamos evidencia empírica que ofrece la literatura sobre las posibles explicaciones de la infravaloración de las ofertas iniciales.

En el Capítulo 3 realizamos el análisis empírico de la posible infravaloración de las ofertas iniciales de las empresas que han salido a bolsa en el mercado español y comparamos este suceso entre las empresas familiares y las empresas no familiares. Así, en la primera sección, presentamos la muestra de empresas sobre las que realizamos el trabajo empírico, describimos sus características y los rasgos de las ofertas iniciales con las que iniciaron su cotización en bolsa. A continuación, explicamos la metodología a través de la cual llevamos a cabo un análisis univariante y otro multivariante, así como las variables que empleamos. En el siguiente apartado, presentamos los resultados del análisis univariante sobre los niveles de infravaloración de las ofertas iniciales del total de empresas de la muestra y de las dos submuestras de empresa familiar y empresa no familiar, así como de los contrastes que revelan si se producen o no diferencias significativas en dicho suceso entre las empresas familiares y las no familiares. Asimismo, en la sección siguiente, mostramos los resultados del análisis multivariante en sección cruzada. Este análisis, a partir de las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y de objetivos de propiedad y control, persigue encontrar una explicación a este fenómeno observado de rendimientos de mercado anormalmente elevados en el corto plazo y, asimismo, analizar si el carácter familiar de una empresa tiene poder explicativo en dicha anomalía. Por último, exponemos las principales conclusiones que extraemos a partir de este estudio empírico del fenómeno de la

infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español y, en particular, para el caso de las empresas de naturaleza familiar.

Por último, en el Capítulo 4 estudiamos el comportamiento operativo tras la salida a bolsa de las empresas españolas en general y de la empresa familiar española en particular. Comenzamos con el análisis de los fundamentos teóricos que proporciona la Teoría de la Agencia y revisamos la evidencia empírica previa. En la mayor parte de la literatura sobre este tema se considera que el enfoque de los costes de agencia constituye una explicación para el deterioro observado en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa a través de una oferta de valores. En la siguiente sección, explicamos la metodología a través de la cual efectuamos el análisis empírico de esta anomalía. A continuación, mostramos los resultados que obtenemos del análisis univariante sobre los niveles y cambios en la *performance* operativa del total de las empresas de la muestra y de las dos submuestras de empresa familiar y empresa no familiar, así como los resultados de los contrastes que revelan si se producen o no diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares. En el siguiente apartado, presentamos los resultados del análisis multivariante en sección cruzada. Dicho análisis multivariante persigue encontrar una explicación a la variación en el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa y, en especial, analizar si es provocada por el cambio en la estructura de propiedad que conlleva la salida a bolsa y, asimismo, si el carácter familiar de una empresa tiene poder explicativo en dicho fenómeno. Finalmente, exponemos las principales conclusiones que extraemos del trabajo empírico sobre la variación en el comportamiento operativo que experimentan las empresas españolas tras su salida a bolsa y, en particular, las empresas familiares españolas.

La Tesis Doctoral finaliza con las conclusiones generales más importantes que resultan del trabajo realizado y las referencias bibliográficas que aparecen citadas a lo largo del mismo.

Consideramos necesario señalar que la elaboración de esta Tesis Doctoral ha contado con el respaldo financiero que ha supuesto la participación en el proyecto de investigación financiado por la Universitat de València «Alternativas de financiación en tiempos de crisis: El acceso al mercado bursátil de la empresa familiar y de la PYME» (UV-INV-PRECOMP12-80505).



No queremos concluir esta presentación y justificación de la Tesis sin hacer mención a los trabajos que hasta el momento ha dado como resultado el proceso de elaboración de la misma, los cuales se concretan en el artículo y las dos ponencias que se recogen en la tabla 1.

**Tabla 1. Trabajos resultantes en el proceso de elaboración de esta Tesis Doctoral.**

TIPO	AUTORES	TÍTULO	REVISTA/ CONGRESO
Ponencia	Farinós, J.E., García, C. y Martínez, F.	La infravaloración de las ofertas públicas iniciales en el mercado español: Empresa familiar <i>versus</i> empresa no familiar.	XXVII Annual Conference of the European Academy of Management and Business Economics (AEDEM) Islantilla (Huelva) (2013)
Artículo	Farinós, J.E., García, C. y Martínez, F.	La infravaloración de las ofertas públicas iniciales en el mercado español: Empresa familiar <i>versus</i> empresa no familiar.	Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa (2013), vol. 22, nº 4, 203-217.
Ponencia	Farinós, J.E., García, C. y Martínez, F.	<i>Performance</i> operativa tras la salida a bolsa de la empresa familiar Española.	XXVIII Annual Conference of the European Academy of Management and Business Economics (AEDEM) Trujillo (Cáceres) (2014)



# **Capítulo 1**

## **La empresa familiar y la salida a bolsa**

---



## 1.1. LA IMPORTANCIA DE LA EMPRESA FAMILIAR

Las empresas familiares, consideradas en términos generales como aquellas en las que la mayoría de la propiedad, el control y/o la gestión corresponde a una o más familias, representan una pilar fundamental dentro del tejido empresarial a nivel mundial. En la mayoría de las economías desarrolladas, la empresa familiar realiza una sustancial contribución tanto a nivel económico como a nivel social. Un número muy importante de empresas a lo largo del mundo están controladas por familias, representando más de la mitad de todas las empresas cotizadas de EEUU y de Europa y más de dos tercios en Asia.

Diferentes estudios destacan la dominancia de la propiedad familiar en las empresas. Entre ellos, se encuentran: Shleifer y Vishny (1986), La Porta *et al.* (1999), Morck *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2002), Faccio y Lang (2002) y Anderson y Reeb (2003).

Así, en el mercado americano Shleifer y Vishny (1986) examinan la identidad de los principales accionistas de una muestra de 456 empresas listadas en *Fortune 500* en 1980 y concluyen que 207 son instituciones, 149 son empresas familiares con representación familiar en el consejo de administración y 100 son otras empresas de propiedad familiar no representadas en el consejo. Según Anderson y Reeb (2003), en EEUU, durante 1992-1999, las empresas familiares constituyen alrededor del 35% del S&P 500 Industrial.

La Porta *et al.* (1999) investigan la propiedad última de una muestra de empresas cotizadas en 27 países desarrollados y encuentran que sobre el 53% están controladas por familias, mientras que solo el 40% de ellas tienen propiedad dispersa o están controladas por otras sociedades con propiedad dispersa, siendo el otro 10% restante propiedad del Estado.

Faccio y Lang (2002) analizan la propiedad última y control de 5.232 empresas cotizadas en 13 países del oeste europeo y encuentran que el 44% de las empresas son controladas por familias. En Canadá, Morck *et al.* (2000) también destacan la importancia la riqueza familiar respecto a su PIB.

Respecto al mercado asiático, Claessens *et al.* (2002) estudian 2.980 empresas de 9 países del este asiático y obtienen que más de dos tercios están controladas por un único accionista y sus directivos están normalmente relacionados con la familia del accionista mayoritario.

En cuanto a España, Sacristán y Gómez (2006) afirman que las empresas familiares representan el 86% del tejido empresarial español. Menéndez-Requejo (2006) analiza una muestra de 6.141 empresas españolas de tamaño mediano y grande para el año 2002 y encuentra que el 34% de las empresas grandes son familiares, mientras que entre las medianas la empresa familiar representa el 63%.

Según los datos del Instituto de la Empresa Familiar,<sup>11</sup> se estima que en España 2,8 millones de empresas tienen carácter familiar, esto es, el 85% de las empresas españolas, representan el 75% del empleo privado (lo que implica 10,13 millones de trabajadores) y su facturación equivale al 70% del PIB español. Asimismo, en la Unión Europea desarrollan su actividad 17 millones de empresas familiares, que emplean a 100 millones de personas y constituyen el 60% del conjunto de empresas. En la misma línea, en EEUU las empresas familiares suponen el 80% del total de empresas y aportan el 50% del empleo.

El predominio de la empresa familiar en el tejido empresarial de numerosos países no es la única razón para justificar las investigaciones sobre la misma, sino también la consideración de que los negocios familiares poseen características diferenciadoras con respecto a las empresas no familiares. Pueden identificarse diferencias significativas en las características demográficas (forma jurídica, edad, sector de actividad, etc.) [Westhead y Cowling (1998)] y especialmente en términos de *performance* (tamaño, crecimiento, rentabilidad, etc.) entre las empresas familiares y las no familiares [Gallo (1995), McConaughy *et al.* (1998), Westhead y Cowling (1997)]. De acuerdo con Daily y Dollinger (1991), se acepta con carácter general que existen diferencias en el estilo de gestión de la empresa familiar en relación con la empresa administrada por profesionales ajenos a un grupo familiar. Estos autores encuentran que las empresas familiares son más pequeñas, tienen mayores tasas de quiebra, usan diferentes estrategias y emplean menos sistemas formales de control que las empresas

---

<sup>11</sup> Instituto de la Empresa Familiar (España). En línea. Consultado el 5 de octubre de 2014 en [http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras\\_familia.html](http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras_familia.html).

no familiares. Además de diferencias de carácter estructural, la combinación de dos dimensiones, la empresarial y la familiar, les dota de particularidades en relación con el capital humano, social y financiero, así como, en los objetivos y relaciones que se establecen entre tales recursos. Así pues, las empresas familiares desarrollan su actividad sobre la base de una serie de factores inherentes a su naturaleza que les pueden reportar ventajas y/o desventajas respecto de otras formas de negocio.

Westhead y Cowling (1998) también enumeran una serie de razones que justifican la relevancia del estudio de la empresa familiar. Así, afirman que la mayoría de los negocios independientes son de propiedad familiar; el orden de prioridad de los objetivos es posiblemente distinto para los propietarios de negocios familiares respecto de los de empresas no familiares; la gestión es probablemente diferente en empresas familiares y no familiares; en los negocios familiares existe el deseo de legar el negocio a las siguientes generaciones de miembros de la familia, de modo que la fiscalidad es una cuestión importante; las autoridades políticas deberían conocer si las empresas familiares dan o no mejores resultados que las no familiares y, si así es, contemplar entonces la posibilidad de proporcionar soporte a la supervivencia y desarrollo de los negocios familiares con el fin último de fomentar la competitividad, la creación de riqueza y de empleo en la sociedad.

Sin embargo, a pesar de la importancia de la empresa familiar en las diferentes economías y de la asunción de tales diferencias respecto de empresas de otra naturaleza, la empresa familiar no ha sido objeto de investigación hasta época relativamente reciente. Así, según Bird *et al.* (2002), aunque las empresas familiares han existido y desarrollado su actividad durante miles de años, no es hasta comienzos de los 90 cuando se enfoca el estudio del negocio familiar como una disciplina académica con carácter propio. Daily y Dollinger (1991) afirman que una razón de la escasez de investigación hasta esos años puede ser la dificultad para distinguir entre las empresas de propiedad y gestión familiar de las que no lo son. Según explican, este problema deriva del hecho de que las empresas familiares suelen ser de tamaño pequeño o mediano, de modo que se dispone de menos información sobre las mismas. Como consecuencia, los diversos estudios que se vienen realizando difieren en la definición que se utiliza de empresa familiar, pasando de definiciones de carácter amplio basadas únicamente en el criterio de propiedad a definiciones más estrictas, que consideran además criterios de

participación en la alta gestión de la empresa, así como criterios más subjetivos como el deseo de continuidad de la familia en la empresa.

Por su parte, Vallejo (2005) estima que la falta de interés que hubo en tiempos pasados por las empresas familiares puede deberse a los siguientes motivos: la poca duración de la propiedad de las empresas en manos de una familia; la dificultad de estudio simultáneo de la familia y de la empresa; la consideración de que el negocio y la familia son dos mundos totalmente separados e independientes institucionalmente. Aspectos estos que se vienen superando a la vista del auge que actualmente caracteriza a los estudios sobre la empresa familiar.

En la actualidad, los rasgos distintivos del negocio familiar, unidos al peso relevante que ocupa en las economías de numerosos países, están motivando un interés creciente por la investigación de diversos asuntos relacionados con el funcionamiento de la empresa familiar. En este sentido, Zahra y Sharma (2004) afirman que este es el momento propicio para el estudio de las empresas familiares. Hay una conciencia creciente por parte de los políticos sobre el papel fundamental de la empresa familiar en la economía y las instituciones académicas reconocen la contribución de estas empresas creando centros y cátedras para su investigación. Como resultado, dicha investigación está experimentando un notable crecimiento y se está convirtiendo en una parte fundamental en los estudios sobre *entrepreneurship*,<sup>12</sup> incluyéndose en publicaciones especializadas y en otras revistas líderes sobre gestión empresarial.<sup>13</sup>

A nivel europeo, en 1997 se creó el *lobby* europeo de la empresa familiar conocido como *Grupo Europeo de Empresas Familiares* (GEEF), actualmente denominado *European Family Businesses* (EFB), compuesto por asociaciones europeas de empresas familiares, entre las que se encuentra, en España, el anteriormente citado Instituto de Empresa Familiar. Este Instituto se fundó en el año 1992 y «se ha consolidado como un cualificado y riguroso interlocutor en todo lo que afecta a la empresa familiar y a su desarrollo». Su propósito es «transmitir a la sociedad la

---

<sup>12</sup> No obstante, como señala Litz (1995) *entrepreneurship* tiene un significado diferente del concepto de empresa familiar. *Entrepreneurship* se refiere más a la iniciativa empresarial que a la gestión y continuidad de las relaciones familiares dentro de una organización empresarial.

<sup>13</sup> En 1988 se empieza a editar *Family Business Review*, como revista dedicada exclusivamente a los estudios sobre la empresa familiar. Además, se recogen investigaciones sobre empresa familiar en publicaciones especializadas en *entrepreneurship*, como: *Entrepreneurship Theory and Practice* y *Journal of Business Venturing Practice* y en otras más generales como *Academy of Management Review*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* y *Organizational Science*.



importancia de las empresas familiares como fuente generadora de riqueza y empleo y que son entidades comprometidas con su entorno, una consideración que se corresponde con su importancia en la sociedad». <sup>14</sup> Asimismo, destaca la *Family Business Network* (FBN), la federación mundial de asociaciones de empresa familiar, creada en 1990, como «asociación exclusivamente dedicada a incrementar la calidad del liderazgo y la gestión de las empresas familiares en todo el mundo» a través de tres pilares básicos: portavocía, educación e investigación. El Instituto de Empresa Familiar es su representante español.

En este sentido, la Comisión Europea (CE) viene mostrando un interés creciente por la empresa familiar, que le llevó en el año 2007 a crear un grupo de expertos con el fin de promover el entendimiento de la empresa familiar y determinar las políticas de ayuda más adecuadas. Este grupo se compuso por un representante de cada uno de los países y por tres expertos designados directamente por la CE. El resultado del trabajo de este grupo de expertos culminó con un informe final del que forma parte el documento titulado *Overview of Family Business Relevant Issues*. <sup>15</sup> Como señala Alberto Gimeno, <sup>16</sup> uno de los tres expertos seleccionados por la CE para la elaboración de dicho estudio, crear este grupo de trabajo contribuye al abandono por parte de la CE de la consideración de empresa familiar como término análogo al de PYME <sup>17</sup> y proporciona una definición oficial de empresa familiar que permite la identificación de la misma a los efectos de la realización de políticas públicas de apoyo. <sup>18</sup> Asimismo, en este informe se señalan los retos que a juicio de los autores deben afrontar las empresas familiares en relación con el entorno en el que desarrollan su actividad, sus aspectos internos y los aspectos educativos.

Así, en relación con el entorno las empresas familiares se enfrentan a:

---

<sup>14</sup> Instituto de la Empresa Familiar (España). En línea. Consultado el 5 de octubre de 2014 en [www.iefamiliar.com](http://www.iefamiliar.com).

<sup>15</sup> “Descripción de los problemas relevantes de la empresa familiar”. En línea. Consultado el 23 de junio de 2015 en [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/family\\_business\\_expert\\_group\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/family_business_expert_group_report_en.pdf).

<sup>16</sup> Gimeno, A.: “La Comisión Europea descubre a empresa familiar”. En línea. Consultado el 23 de junio de 2015 en <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/articulos/temas/legislacion/342-la-comision-europea-descubre-a-empresa-familiar>.

<sup>17</sup> Como destaca Litz (1995), la empresa familiar ha sido con frecuencia asimilada con empresa pequeña y, sin embargo, algunas de las empresas más grandes del mundo son controladas por familias.

<sup>18</sup> Nos referiremos a esta definición proporcionada por la CE en el siguiente apartado.

- La falta de conocimiento por parte de las autoridades públicas de sus particularidades y de la influencia que ejercen en el desarrollo de la economía y de la sociedad. Los autores del informe estiman que esto es debido a la discreción propia de las empresas familiares y ponen el énfasis en la necesidad de fomentar la investigación aplicada que contribuya a dar más visibilidad a la empresa familiar.
- Retos de índole financiera, tales como los relacionados con la fiscalidad de la sucesión y de la reinversión de los beneficios con respecto a la deuda, y los relativos al acceso a los mercados de capitales conservando el control familiar.

Con respecto a los factores que afectan internamente a las empresas familiares, destacan:

- La importancia que tiene para la empresa familiar la adecuada preparación de la misma con el fin de asegurar su continuidad en el tiempo.
- El necesario equilibrio entre familia, propiedad y empresa, para lo cual el grupo de expertos resalta la importante utilización de los diferentes instrumentos de gobierno corporativo.
- La contratación y conservación de personal competente, por medio de potenciar la profesionalidad y la inclusión en la alta dirección de ejecutivos no miembros de la familia.

Por último, en cuanto a los aspectos educativos, consideran necesaria por una parte la formación en comportamiento emprendedor y en gestión de la empresa familiar y, por otra, la investigación de las cuestiones específicas y propias de la empresa familiar.

De acuerdo con Alberto Gimeno, «el interés de la Comisión Europea por la empresa familiar es un claro indicador de la emergencia de este tipo de compañías, con mucho pasado pero también con un gran futuro. Es responsabilidad de las familias

empresarias, instituciones académicas, asociaciones empresariales y la administración pública que la empresa familiar pueda desarrollar su potencial». <sup>19</sup>

## 1.2. LA DEFINICIÓN DE EMPRESA FAMILIAR

El investigador de la empresa familiar se enfrenta como primer reto a la necesidad de definir la empresa familiar [Handler (1989)]. Es necesario clarificar los aspectos que distinguen las empresas familiares de otros tipos de empresas a través de una definición de empresa familiar. Sin embargo, la literatura sobre empresa familiar muestra la existencia de un debate abierto sobre las características que la definen. Esto plantea un importante problema en la medida en que las investigaciones sobre este tipo de negocios no disponen de unos márgenes delimitados claros de su objeto de estudio. Ello conduce a que estudios sobre un mismo aspecto de las empresas familiares puedan obtener resultados diversos por el simple hecho de haber definido de forma diferente la empresa familiar y, por tanto, la selección de la muestra. Así, cuando se aplican diferentes definiciones, el porcentaje de empresas familiares en la muestra puede variar incluso desde el 15% al 80% [Westhead y Cowling (1998)]. Todo ello dificulta en último término la creación de un cuerpo de conocimiento teórico y práctico consistente.

Handler (1989) ya señala esta falta de consenso en torno a la definición de empresa familiar y la importancia de poner atención a este aspecto con el fin de mejorar la validez científica de las investigaciones. Asimismo, considera que la dificultad para definir a la empresa familiar proviene de la diversidad de formas que pueden tomar las dimensiones utilizadas para distinguirla de otros tipos de empresas, es decir, diferentes grados de propiedad, de dirección, de implicación de la familia en el negocio y de miembros de la familia disponibles para asumir el relevo generacional (véase la figura 1.1). Tal diversidad es función de aspectos como el tamaño y el tipo de negocio.

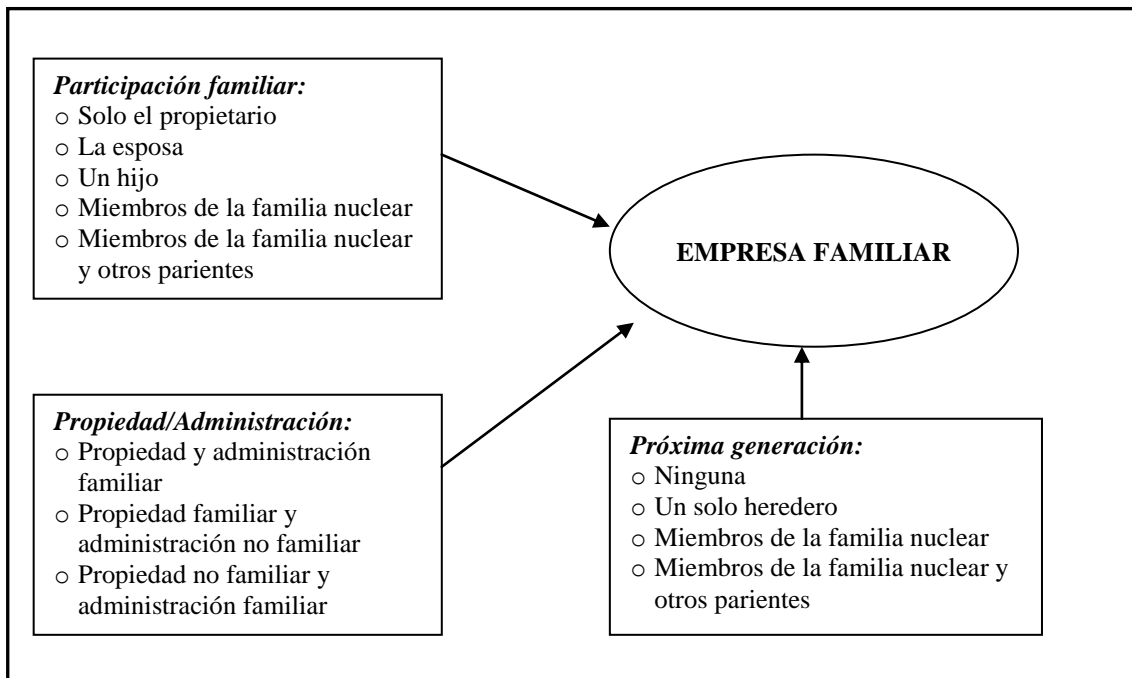
Los investigadores han dirigido sus esfuerzos en ofrecer un concepto de empresa familiar que permita su distinción respecto de las empresas no familiares. Algunos autores como Handler (1989), Westhead y Cowling (1997, 1998), Astrachan *et al.*

---

<sup>19</sup> Gimeno, A.: “La Comisión Europea descubre a empresa familiar”. En línea. Consultado el 23 de junio de 2015 en <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/articulos/temas/legislacion/342-la-comision-europea-descubre-a-empresa-familiar>.

(2002), Chua *et al.* (1999) y Shanker y Astrachan (1996) han hecho revisiones de las definiciones contempladas en trabajos anteriores con el propósito de consolidarlas y derivar una definición de consenso. En tales revisiones se pone de manifiesto que los criterios distintivos utilizados han sido diversos. Los investigadores más tempranos ponen la atención en los componentes que miden el grado de participación o implicación de la familia, tales como la propiedad, el control, el gobierno y la sucesión, mientras que investigadores más recientes se fijan en medidas de la esencia de una empresa familiar [Chrisman *et al.* (2003)].

Figura 1.1: Configuración de la empresa familiar



Fuente: Handler (1989)

Así, Handler (1989) distingue autores que señalan el grado de propiedad y/o dirección por parte de los miembros de la familia [Barry (1975), Alcorn (1982), Dyer (1986), Lansberg *et al.* (1988)]; otros que se centran en el grado de participación de la familia [Beckhard y Dyer (1983), Davis (1983)]; los que destacan el potencial para una transferencia generacional [Churchill y Hatten (1987), Ward (1987)] y, finalmente, los que emplean múltiples criterios [Donnelley (1964), Rosenblatt *et al.* (1985)].

Por su parte, Westhead y Cowling (1997) indican que son tres los aspectos claves que han sido frecuentemente utilizados, de forma simple o combinada, por los investigadores en sus definiciones de empresa familiar. En primer lugar, la posesión por parte de los miembros de una familia de más del 50% de las acciones de la compañía [Donckels y Fröhlich (1991), Stoy Hayward (1992), Smyrnios y Romano (1994), Cromie *et al.* (1995)]. En segundo lugar, la propia percepción que tiene un grupo con lazos familiares de su empresa como un negocio familiar [Gasson *et al.* (1988), Ram y Holliday (1993), Binder Hamlyn (1994), Carsrud (1994)]. Y, en tercer lugar, si la administración de la empresa es llevada a cabo por miembros de la familia [Daily y Dollinger (1992,1993)].

Westhead y Cowling (1996), a partir de estos tres criterios, componen cinco posibles definiciones operativas:

- a) Más del 50% de las acciones es propiedad de un grupo familiar con relaciones de sangre o matrimonio.
- b) Más del 50% de las acciones es propiedad de un grupo familiar con relaciones de sangre o matrimonio y la compañía es percibida por sus integrantes como un negocio familiar.
- c) Más del 50% de las acciones es propiedad de un grupo familiar con relaciones de sangre o matrimonio, la compañía es percibida por sus integrantes como un negocio familiar y uno o más miembros del equipo directivo pertenece a la familia propietaria.
- d) Más del 50% de las acciones es propiedad de un grupo familiar con relaciones de sangre o matrimonio, la compañía es percibida por sus integrantes como un negocio familiar y el 51% o más del equipo directivo pertenece a la familia propietaria.
- e) Más del 50% de las acciones es propiedad de un grupo familiar con relaciones de sangre o matrimonio, la compañía es percibida por sus integrantes como un negocio familiar, uno o más miembros del equipo directivo pertenece a la familia propietaria y la empresa es propiedad de la segunda o posteriores generaciones de la familia.

Se trata de cinco posibles definiciones que combinan los criterios más comúnmente empleados y que implican un grado descendente de inclusión de empresas, de modo que la primera sería la más amplia o inclusiva y la última la más restrictiva.

En este sentido, Shanker y Astrachan (1996) también clasifican las definiciones distinguiendo entre amplias, intermedias y restrictivas. Consideran como definición amplia, que también denominan como de “implicación familiar directa pequeña”, la que exige algún grado de participación de la familia en la dirección estratégica y el control efectivo de la organización y que exista cierta intención de continuidad de la familia en el negocio. Dentro de este tipo de definición se incluirían empresas en las que ningún miembro de la familia está en contacto directo con la gestión diaria del negocio, pero sí influyen en la toma de decisiones bien a través de su participación en el consejo de administración y/o la tenencia de un número de acciones significativo. Tienen carácter intermedio, que también denominan como con “algo de implicación familiar” las que además de lo incluido en la definición amplia requieren que el fundador o descendientes estén al frente de la marcha diaria del negocio. Por último, las restrictivas o “con mucha implicación familiar” son las que además de lo anterior requieren que varias generaciones estén implicadas en la gestión diaria del negocio y más de un miembro de la familia tenga responsabilidad fundamental en la administración del mismo.

Westhead y Cowling (1998) resumen en una tabla diversas definiciones utilizadas en la literatura con base a alguna de las diferentes dimensiones consideradas, tales como: la percepción que se tiene acerca de la implicación de la familia en la empresa [Binder Hamlyn (1994), Casrud (1994)]; la propiedad mayoritaria en manos de miembros de la familia [Donckels y Fröhlich (1991)]; la administración del negocio por parte de al menos un miembro de la familia propietaria [Daily y Dollinger (1992,1993)]; o la transferencia de la propiedad intergeneracional [Churchill y Hatten (1987), Ward (1987), Handler (1989)]. También se refieren a definiciones que se basan en múltiples condiciones [Church (1969), Gasson *et al.* (1988), Smymios y Romano (1994), Cromie *et al.* (1995)].

Astrachan *et al.* (2002) indican que autores como Barry (1975) y Lansberg *et al.* (1988) se fijan en la propiedad; Burch (1972) y Barnes y Hershon (1976) consideran la propiedad y la participación en la dirección de la familia propietaria; Ward (1987), Barach y Ganitsky (1995) y Heck y Scannell (1999) atienden a que exista o no deseo de

transferencia generacional del negocio; y definiciones más recientes se concentran en la cultura del negocio familiar [Litz (1995), Dreux y Brown (1999), Gallo (2000)].

Chua *et al.* (1999) distinguen entre definiciones teóricas y operativas. Consideran que una definición teórica debe identificar la esencia que distingue un negocio familiar del resto y es el estándar respecto al que se debe medir la bondad de las definiciones operativas, las cuales se basan fundamentalmente en los componentes que miden la implicación o participación de la familia en la empresa. Concluyen que estas últimas no son capaces de distinguir entre dos empresas que, teniendo el mismo nivel de inclusión de la familia, una se considera a sí misma como negocio familiar y la otra no. Para resolver esto, señalan que hace falta una definición que capture la esencia de la empresa familiar.

Respecto a las medidas de esencia de una empresa familiar, Litz (1995) sugiere la intención de la empresa familiar, Shanker y Astrachan (1996) la asimilan a la visión de un negocio familiar y Chua *et al.* (1999) hablan de comportamiento basado en intención y visión de la empresa familiar. Por su parte, Habbershon y Williams (1999) se refieren a visión e intención pero incorporan el concepto de *familiness* que engloba el conjunto de recursos y capacidades únicas, idiosincráticos y sinérgicos que resultan de las influencias sistémicas generadas por la interacción de los tres subsistemas que componen una empresa familiar: la unidad familiar, la unidad de negocio y los miembros de la familia a nivel individual. Con base en dicho concepto, Habbershon *et al.* (2003) definen una empresa familiar en función de la visión sistémica del grupo familiar que les conduce a perseguir *familiness* distintiva con el propósito de la creación de riqueza a través de generaciones, de modo que la *performance* o creación de riqueza en una empresa familiar es una función de su *familiness* particular.<sup>20</sup> En esta línea, Chrisman *et al.* (2003) pretenden ampliar la aportación de Habbershon *et al.* (2003), con el propósito de que la definición englobe más negocios que también pueden ser considerados familiares. Para ello, consideran como requisito la creación de valor a través de generaciones en lugar de la creación de riqueza y contemplan que dicha creación de valor puede alcanzarse no solo a través de objetivos económicos, sino también de fines no económicos.

---

<sup>20</sup> *Familiness* es un concepto vago con componentes indefinidos [Pearson *et al.* (2008)].

Litz (1995) trata de delimitar el concepto de empresa familiar a partir de la integración de dos enfoques complementarios: el primero se centra en las dimensiones estructurales de la organización, en concreto, en la propiedad y en la dirección; y el segundo se basa en las intenciones o aspiraciones de los miembros de la empresa con respecto a la presencia futura de la familia en la propiedad y dirección de la misma. El primer enfoque da lugar a nueve posibles tipos de organización empresarial que ilustran un rango diverso de alineación de intereses de la propiedad y la gestión, de modo que una empresa puede ser considerada familiar por el alcance en que la propiedad y el control de la dirección están concentrados dentro de una unidad familiar. El segundo enfoque distingue cuatro tipos de empresas familiares que difieren según el grado de deseo de ser o no un negocio familiar, de modo que una empresa puede definirse como familiar en función del deseo de sus miembros de incrementar el carácter familiar de la propiedad y la dirección de la organización. La integración de estos dos enfoques revela la ambigüedad asociada con la definición del alcance de la empresa familiar, de modo que algunas compañías son ejemplos claros de empresa familiar (solo uno de los nueve tipos de empresa que resultan del primer enfoque) o de empresa no familiar (dos de las nueve categorías) pero la mayoría (las seis restantes) podrían ser consideradas empresas en transición, es decir, empresas en las que no es definitiva su naturaleza familiar o no familiar.

Asimismo, Astrachan *et al.* (2002) afirman que las definiciones empleadas en la literatura revelan que no existe una demarcación clara entre las empresas familiares y las no familiares. Consideran más adecuado situar la naturaleza familiar o no de un negocio a lo largo de una escala continua, que recoja diferentes niveles de participación familiar, en lugar de clasificar las empresas según una variable dicotómica. Lo importante no es si la empresa puede ser calificada de familiar o no, sino el alcance y forma en que la participación familiar influye en el negocio. Para medir dicha influencia utilizan el índice *F-PEC (Family Power Experience Culture Scale)* que se basa en tres dimensiones: poder, experiencia y cultura. La dimensión *poder* evalúa el grado de influencia de la familia a través de su participación en la propiedad, el gobierno y la administración. La dimensión *experiencia* se relaciona con la sucesión en la empresa de las distintas generaciones y con el número de miembros de la familia dedicados al negocio. Por último, la dimensión *cultura* viene determinada por el compromiso y visión que tiene la familia del negocio, que a su vez es función de los valores propios de



la familia [Carlock y Ward (2001)]. Así, Astrachan *et al.* (2002) no pretenden dar una definición precisa de empresa familiar sino que proporcionan un instrumento, la escala *F-PEC*, que estiman útil porque consideran que permite la integración de diferentes posiciones teóricas y la comparación entre diferentes investigaciones.

A modo de resumen, en las tablas 1.1 y 1.2 recogemos algunas de las definiciones que se han utilizado en la literatura sobre empresa familiar. Se observa, en coincidencia con lo señalado por los autores ya citados, que muchas de estas definiciones ponen la atención en quién o quiénes ostentan la propiedad y control de la empresa [García-Pérez-de-Lerma (2002), Sraer y Thesmar (2007), Borbolla *et al.* (2006), Kowalewski *et al.* (2010)] y en quién o quiénes administran o gobiernan la empresa, esto es, quiénes tienen la capacidad para la toma de las decisiones empresariales fundamentales [Daily y Dollinger (1992, 1993), Filbeck y Lee (2000), McConaughy *et al.* (1998)]. Otros trabajos se fijan en la posibilidad de que la empresa trascienda a través de varias generaciones [Ward (1987)]; en la propia percepción o evaluación que los responsables del negocio tienen del mismo [Gallo *et al.* (2000)] y en la esencia propia o idiosincrática de una empresa familiar [Chua *et al.* (1999), Astrachan *et al.* (2002), Habbershon *et al.* (2003), Chrisman *et al.* (2003), Zellweger y Nason (2008)]. Algunos de los estudios utilizan estos criterios de manera individual (tabla 1.1) mientras que otros los combinan (tabla 1.2), dando lugar a definiciones más o menos amplias o restrictivas.<sup>21</sup>

Vallejo (2005) afirma que es necesario un concepto de empresa familiar que sea integrador, esto es, que sea válido y aplicable al universo de empresas familiares que pueda existir, con independencia de su estado evolutivo, de la generación familiar y de su tamaño, y las distinga de las que no tienen carácter familiar. Además, para que sea útil ha de ser operativo, es decir, debe permitir identificar de forma clara y sistemática cualquier empresa familiar.

---

<sup>21</sup> La mayoría de las definiciones recogidas en las tablas 1.1 y 1.2 tienen un carácter amplio, exigen poca implicación de los miembros de la familia en la gestión del día a día del negocio y no requieren la participación de varias generaciones.

**Tabla 1.1. Definiciones de empresa familiar basadas en una única dimensión.**

AUTORES	DEFINICIÓN
<b>Propiedad</b>	
Barnes y Hershon (1976)	La propiedad que ejerce el control pertenece a uno o varios de los miembros de una única familia.
Lansberg <i>et al.</i> (1988)	El control legal de la propiedad de la empresa se halla en manos de los miembros de una familia.
Donckels y Fröhlich (1991)	La familia posee al menos el 60% de la propiedad.
Galve y Salas (1996)	La familia tiene suficientes acciones para controlar efectivamente la empresa.
Gerald <i>et al.</i> (2002)	Un grupo familiar de accionistas posee el 50% o más del capital social.
García <i>et al.</i> (2002)	Los miembros de una familia disponen de la mayoría del capital.
Faccio y Lang (2002)	La familia posee más de 20% de la propiedad o control.
Sraer y Thesmar (2007)	Los miembros de una familia controlan al menos el 20% de las acciones.
Borbolla <i>et al.</i> (2006)	La participación mayoritaria se halla en poder de la unidad familiar.
Sacristán y Gómez (2006)	Aquella cuyo principal propietario es una familia o un individuo con un porcentaje de votos superior al 10%.
Barontini y Caprio (2006)	La familia posee al menos el 10% de las acciones pero además posee más del 51% de derechos de voto directos o controla más del doble de los derechos de voto directos del segundo accionista.
López-Gracia y Sánchez-Andujar (2007)	Son empresas con un accionista (individual o familia) propietario de más del 50% y con el resto de acciones relativamente repartidas.
Pindado <i>et al.</i> (2008)	El principal accionista es un individuo o familia con al menos el 10% de los derechos de voto de la compañía, porcentaje suficiente para ejercer el control efectivo.
Kowalewski <i>et al.</i> (2010)	La familia posee al menos el 25% de propiedad de la empresa.
Galve y Salas (2011)	La suma de las participaciones (directas o indirectas) en el capital social de la empresa en manos de una familia es superior a la suma correspondiente a las participaciones del resto de accionistas significativos.
<b>Administración</b>	
Barry (1975)	Empresa que en la práctica está dirigida por los miembros de una única familia.
Davis y Tagiuri (1985)	La dirección del negocio está influida por dos o más miembros de la familia.
Handler (1989)	Los miembros de la familia participan en la dirección o en el consejo de administración, de modo que influyen en las principales decisiones operativas y en los planes sucesorios.
Dreux (1990)	Aquellas en las que una o más familias ejercen un grado de influencia tal en el gobierno de la organización que determina de modo fundamental las acciones de la empresa.
Daily y Dollinger (1992, 1993)	Dos o más administradores clave del negocio miembros de la familia propietaria.
Filbeck y Lee (2000)	El fundador o algún descendiente el que adopta las decisiones más importantes.
McConaughy <i>et al.</i> (1998)	Empresas cuyos CEO son el fundador o un miembro de la familia fundadora.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 1.1 continuación. Definiciones de empresa familiar basadas en una única dimensión.**

<b>AUTOR/ES</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<b>Autoevaluación</b>	
Gallo <i>et al.</i> (2000)	La designación de empresa familiar queda a juicio de la persona que contesta el cuestionario.
<b>Continuidad</b>	
Donnelley (1964)	Al menos se identifican dos generaciones familiares lo que conduce a una importante vinculación entre la política de la empresa y los objetivos de la familia.
Churchill y Hatten (1987)	Una empresa es familiar cuando hay una transferencia del control del negocio a un miembro joven de la familia de manos de sus ascendentes o se anticipa que se producirá dicha sucesión.
Ward (1987)	Se define una empresa familiar como aquella que será legada para su gobierno y control a la próxima generación familiar.
Sharma <i>et al.</i> (1997)	La empresa es gobernada con el fin de mantener el negocio en manos de los miembros de una misma familia.
<b>Esencia</b>	
Astrachan <i>et al.</i> (2002)	El nivel de implicación de la familia medido por el poder que ostenta en la empresa, por su experiencia y por la cultura familiar, es lo que califica a una empresa como familiar o no.
<b>Evaluación del investigador</b>	
Gómez-Mejía <i>et al.</i> (2001)	Los autores consideran que una empresa es familiar cuando a través de alguno de los dos apellidos que se utilizan en España se deduce que hay una relación de parentesco entre el propietario/s, el CEO y el editor del periódico.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 1.2. Definiciones de empresa familiar basadas en varias dimensiones.**

<b>AUTOR/ES</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<b>Propiedad y administración</b>	
Davis (1983)	Una o varias familias influyen a través de la propiedad y algunas veces a través de la participación de miembros de la familia en la administración.
Carsud (1994)	La propiedad de la empresa y la toma de decisiones está dominada por miembros de un “grupo de parentesco emocional”.
Anderson y Reeb (2003)	La familia fundadora mantiene acciones de la empresa y/o los miembros de la familia fundadora están presentes en el consejo de administración.
Villalonga y Amit (2006)	Siguiendo a Anderson y Reeb (2003), el fundador o un miembro de su familia por sangre o matrimonio es un ejecutivo o un accionista mayoritario de la empresa.
Lee (2006)	Igual que Anderson y Reeb (2003), la familia fundadora mantiene acciones de la empresa o los miembros de la familia fundadora están presentes en el consejo de administración.
Menéndez-Requejo (2006)	La familia es el principal accionista y/o hay miembros de la familia en el consejo de administración.
Claver <i>et al.</i> (2006)	La mayoría de la propiedad y la dirección está en manos de una familia.
Blanco-Mazagatos <i>et al.</i> (2007):	Aquella en la que más del 50% de las acciones está en manos de una familia, la mayoría de los miembros del consejo directivo son miembros de la familia propietaria y un miembro de la familia era el CEO.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 1.2 continuación. Definiciones de empresa familiar basadas en varias dimensiones.**

<b>AUTOR/ES</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<b>Propiedad y administración</b>	
Allouche <i>et al.</i> (2008)	Considera tres tipos de empresa familiar: 1. Miembros de la familia forman parte de la alta gestión y de la propiedad principal. 2. Miembros de la familia son los principales propietarios pero no participan en la alta gestión. 3. Miembros de la familia participan en la alta gestión pero no son los principales propietarios.
Sciascia y Mazzola (2008)	Porcentaje de propiedad de la empresa en posesión de la familia y porcentaje de directivos de la empresa que son miembros de la familia.
Tsao <i>et al.</i> (2009)	Igual que Anderson y Reeb (2003), la familia fundadora mantiene acciones de la empresa o los miembros de la familia fundadora están presentes en el consejo de administración.
Arosa <i>et al.</i> (2010a)	El principal accionista es una persona o una familia con un porcentaje de participación de al menos el 20% y hay relaciones familiares entre accionistas y administradores.
Arosa <i>et al.</i> (2010b)	El principal accionista es una o más familias con un porcentaje de participación de al menos el 50% y hay relaciones familiares entre accionistas y administradores.
Miralles–Marcelo <i>et al.</i> (2012, 2014)	La empresa es propiedad y está administrada por una familia.
<b>Propiedad y autoevaluación</b>	
Galve y Salas (1993)	El mayor porcentaje de acciones recae en la familia y algún conocedor de la empresa la califica como empresa familiar.
Westhead y Cowling (1997)	Más del 50% de las acciones con voto pertenecen a un grupo familiar simple relacionado por sangre o matrimonio y la compañía es percibida por sus miembros como familiar.
<b>Propiedad y continuidad</b>	
Vallejo (2005)	Los miembros de una familia tienen participación suficiente, de modo formal o informal, en el capital de la empresa para dominar las decisiones del órgano de representación de propietarios y existe voluntad de continuidad familiar del negocio.
<b>Esencia y continuidad</b>	
Chua <i>et al.</i> (1999)	Es una empresa gobernada con el fin de desarrollar y perseguir la visión del negocio mantenido por un grupo dominante controlado por miembros de la misma familia o de un número reducido de familias de un modo sostenible a través de generaciones.
Habbershon <i>et al.</i> (2003)	Es un negocio caracterizado por la visión sistémica de una coalición familiar que genera <i>familiness</i> distintiva con el propósito de la creación de riqueza a través de generaciones.
Chrisman <i>et al.</i> (2003)	Siguiendo a Habbershon <i>et al.</i> (2003), es un negocio caracterizado por la visión sistémica de la coalición familiar que genera <i>familiness</i> distintiva con el propósito de la creación de valor a través de generaciones.
Zellweger y Nason (2008)	De acuerdo y a partir de la definición de Chua <i>et al.</i> (1999), la empresa familiar se caracteriza por tres aspectos: 1. Tiene un grupo <i>stakeholder</i> adicional, la familia, con objetivos únicos, muchos no económicos. 2. Como los individuos de la empresa familiar juegan múltiples roles (empleados, propietarios, directivos, miembros de la familia), se espera que tenga un mayor incentivo para asegurar la satisfacción particular de los individuos relacionados entre sí que pertenecen a diferentes grupos de <i>stakeholders</i> . 3. La empresa familiar desarrolla un importante capital social fruto de la perspectiva de continuidad generacional.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 1.2 continuación. Definiciones de empresa familiar basadas en varias dimensiones.

AUTOR/ES	DEFINICIÓN
<b>Administración y consideración institucional</b>	
Bonilla <i>et al.</i> (2010)	Tres posibilidades: 1. Consideración de empresa familiar por el organismo supervisor chileno del mercado de capitales a finales de 2007. 2. Si no se da lo anterior pero uno o más miembros de la familia forman parte del equipo directivo senior. 3. Si su consejo de administración está controlado por uno o más miembros de la familia.
<b>Propiedad, administración y continuidad</b>	
Litz (1995)	Una empresa es o no familiar en función del grado en que la propiedad y la dirección del negocio está concentrado dentro de una unidad familiar y del nivel de intención o deseo de sus miembros por realizar y/o mantener la naturaleza familiar de las relaciones dentro de la empresa.
Shanker y Astrachan (1996)	Una familia tiene el control efectivo de la dirección estratégica, hay varias generaciones implicadas en las operaciones diarias y hay una intención clara de mantener el negocio en manos de la familia.
Ayala y Navarrete (2004)	Con base a los tres criterios: propiedad, administración y continuidad, según los resultados del cuestionario.
<b>Propiedad, administración y autoevaluación</b>	
Tanewski <i>et al.</i> (2003)	El 50% o más de la propiedad está en manos de una familia, que es la que controla y gestiona efectivamente el negocio y los propietarios consideran su empresa como familiar.
<b>Propiedad, administración y cotización</b>	
Maury (2006)	Cuatro definiciones: 1. El principal accionista con al menos el 10% de los derechos de voto es una familia, un individuo o una empresa no cotizada. 2. El principal accionista con al menos el 10% de los derechos de voto es una empresa no cotizada. <sup>22</sup> 3. El principal accionista con al menos el 10% de los derechos de voto es una familia o un individuo. 4. El principal accionista con al menos el 10% de los derechos de voto es una familia o un individuo que ejerce la función de CEO, presidente honorífico, presidente o vicepresidente.

Fuente: Elaboración propia.

Actualmente, como hemos señalado, se dispone de una definición europea oficial de empresa familiar, aprobada en Bruselas por el GEEF y en Milán por el FBN el 7 de abril de 2008. De acuerdo con ella, una empresa es familiar cuando:<sup>23</sup>

1. La mayoría de las acciones con derecho a voto son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o son propiedad de la

<sup>22</sup> Siguiendo a Faccio y Lang (2002), las empresas no cotizadas son a menudo empresas de propiedad concentrada y, en consecuencia, suelen ser consideradas como una forma de control familiar.

<sup>23</sup> Comisión Europea. En línea. Consultado el 2 de julio de 2014 en [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/family\\_business\\_expert\\_group\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/family_business_expert_group_report_en.pdf).

persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).

2. La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
3. Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
4. Las empresas cotizadas cumplen los requisitos de ser familiares cuando la persona(s) que crearon o adquirieron la empresa, sus familiares o sus descendientes poseen un 25% del total de los derechos de voto.

Se trata de una definición bastante general basada en los componentes de tipo cuantitativo que miden el grado de inclusión de la familia en la firma, esto es: propiedad, control y gobierno, pero no considera los aspectos cualitativos referentes al deseo de la empresa de continuidad generacional, ni tampoco los que consideran la esencia de una empresa familiar. Esta definición nace con el fin de ser útil a objetivos institucionales consistentes en llevar a cabo políticas de soporte de la empresa familiar. En este sentido, Alberto Gimeno señala la trascendencia de la misma, ya que «otorga carta de naturaleza a la empresa familiar y permite que esta sea claramente identificada a los efectos de realización de políticas públicas de apoyo».<sup>24</sup> No obstante, en los estudios sobre empresa familiar todavía no está siendo utilizada de forma generalizada, de modo que la disponibilidad de esta definición europea oficial de empresa familiar aún no se ha traducido en una homogeneización de las investigaciones sobre la misma.

En nuestra opinión, respecto a la utilización o no del criterio de propiedad en la definición, es decir, que los miembros de una misma familia cuenten con una participación suficiente en la empresa, consideramos que es una dimensión necesaria para poder caracterizar una empresa como familiar. Creemos que para que un negocio sea familiar tiene que ser en gran medida patrimonio de una familia que tendrá el deseo de controlar el modo de aprovecharlo, conservarlo, expandirlo y transmitirlo a sucesivas generaciones. Esto es, el control familiar de la propiedad determina la influencia de la familia en el negocio, lo que justifica su carácter familiar. Dicha influencia se puede

---

<sup>24</sup> Gimeno, A: “La Comisión Europea descubre a empresa familiar”. En línea. Consultado el 23 de junio de 2015 en <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/articulos/temas/legislacion/342-la-comision-europea-descubre-a-empresa-familiar>.

producir bien a través de una dirección efectiva directa, en empresas de reducida dimensión, en las que no hay una separación de la propiedad y la gestión, bien a través de la supervisión indirecta que ejercen por medio de los miembros del consejo de administración nombrados por los propietarios, en empresas de mayor tamaño en las que sí existe una separación de la propiedad y la dirección. Por lo tanto, la intervención familiar en el negocio a través de la propiedad no requiere que los miembros de la familia participen en la gestión diaria de la empresa, de modo que podemos calificar como familiar una empresa en la que una familia tenga el control de la propiedad, tanto si sus miembros participan directamente en su gobierno como si lo hacen indirectamente. Así pues, no creemos necesario que el criterio de la gestión directa forme parte de la definición de empresa familiar. No obstante, sí debe existir el deseo de la familia propietaria de influir con su cultura, valores y actitudes en la explotación del negocio y en que este permanezca en manos de la familia para que siga estando presidido por la esencia familiar.

Asimismo, desde nuestro punto de vista, no sería requisito imprescindible exigir que al menos se haya producido un relevo generacional para garantizar el deseo de continuidad y el carácter familiar,<sup>25</sup> pues ello dejaría fuera de la muestra empresas que, estando en la primera generación, no habría duda de su esencia y carácter familiar, en la medida en que así lo indicara el control de la propiedad y la percepción que los responsables del negocio tienen del mismo. Como afirma Vallejo (2005), la ausencia de un relevo generacional no es un indicador definitivo de ausencia de voluntad de continuidad familiar del negocio. Consideramos que el hecho de que la propia empresa perciba de sí misma su naturaleza familiar lleva implícito su deseo de transferencia del negocio a través de varias generaciones y que serán las circunstancias familiares y empresariales y la habilidad para planificar y organizar efectivamente la sucesión las que determinen que se produzca o no el relevo generacional, no pudiendo afirmar que una empresa no es familiar si no se produce dicha sucesión con éxito.

De acuerdo con Dawson y Mussolino (2014), los investigadores todavía están debatiendo lo que hace únicas a las empresas familiares y las distingue de las no familiares. En resumen, la literatura ha proporcionado, además de los criterios de implicación de la familia en la propiedad, control y/o gestión, tres conceptos para

---

<sup>25</sup> Algunos autores, como Donnelley (1964), Gallo (1993) y Daily y Thompson (1994), consideran que al menos se debe haber producido una transferencia generacional para calificar un negocio como familiar.

ayudar a resolver esta cuestión: esencia [Chua *et al.* (1999), Chrisman *et al.* (2005)], *familiness* [Habbershon y Williams (1999)] y riqueza socioemocional [Gómez-Mejía *et al.* (2007)], que en ocasiones se superponen con el fin de clarificar la identidad particular de la empresa familiar. Dawson y Mussolino (2014, p. 12) aportan la siguiente definición de empresa familiar que engloba y relaciona estas dimensiones: «una empresa familiar es un negocio en el cual la implicación familiar es una condición necesaria (aunque no suficiente) para que la familia dominante mantenga una visión e intención del negocio a través de generaciones (*la esencia de los negocios familiares*), que contribuye a la generación de recursos idiosincráticos a nivel de empresa, *familiness*, para perseguir no solo objetivos económicos sino también objetivos de preservación de la *riqueza socioemocional* a lo largo del tiempo».

Steiger *et al.* (2015) en una revisión de las definiciones de empresa familiar utilizadas en 238 artículos de investigación empírica sobre la empresa familiar, publicados en el periodo 2002-2011 en las cinco revistas líderes de investigación sobre la empresa familiar,<sup>26</sup> concluyen también que todavía existe una falta de consenso acerca de lo que define a la empresa familia. Aunque expresan la esperanza de que un futuro próximo se alcance una definición estándar, también admiten que quizá no sea adecuada para aplicarse a cualquier tipo de empresa familiar. En este sentido, entre los resultados de su análisis, encuentran que las investigaciones empíricas sobre empresas familiares cotizadas suelen utilizar una definición de empresa familiar basada en el enfoque demográfico o de implicación de la familia en la empresa a través de las dimensiones de propiedad, control y/o gestión. Asimismo, explican que ello se debe a razones operativas ya que este tipo de investigaciones se apoya en amplias bases de datos públicas en las que esos datos están disponibles pero no así la información relativa a la esencia de la empresa familiar. Así, concluyen que lo ideal sería contar con varias definiciones estándar, cada una apropiada para un determinado tipo de estudio sobre la empresa familiar. Además, como señala Carney (2005), los diferentes entornos culturales e institucionales a nivel internacional también hacen inadecuada una definición genérica de empresa familiar, ya que según el contexto una característica propia de la empresa familiar puede traducirse o no en una ventaja competitiva. Carney (2005, p. 251) añade que «lo que es esencial es que, debido a su propiedad los

---

<sup>26</sup> Estas revistas son: *Entrepreneurship Theory and Practice*, *Family Business Review*, *Journal of Business Venturing*, *Journal of Small Business Management* y *Journal of Family Business Strategy*.



miembros de la familia disfrutan de determinados derechos de control sobre los activos de la empresa y usan esos derechos para ejercer su influencia en los procesos de toma de decisiones en la organización».

A los efectos de nuestro estudio, dada la información de la que disponemos, por esas razones de operatividad que apuntan Steiger *et al.* (2015) y de acuerdo con la última afirmación citada de Carney (2005), para la parte empírica de este trabajo adoptaremos dos definiciones de empresa familiar, una más estricta y otra más amplia, basadas ambas en el enfoque de implicación de la familia en la empresa a través de su influencia en la propiedad, control y/o gestión (véase apartado 3.1 del Capítulo 3).

### 1.3. LA INVESTIGACIÓN SOBRE LA EMPRESA FAMILIAR

Ya a finales de la década de los años 80, el trabajo de Handler (1989) puso de manifiesto la carencia de investigación sobre la empresa familiar en aquellos momentos, de modo que indica que no existía un cuerpo de conocimientos acerca de la empresa familiar sobre la base del rigor científico y metodológico, sino tan solo algún estudio aislado. Sin embargo, el ya citado peso que este tipo de negocios tiene en las diferentes economías ha dado lugar a un creciente interés por el estudio de estas empresas en el ámbito académico, lo cual se ha traducido en un incremento considerable de trabajos sobre la empresa familiar y, como resultado, en un importante acervo de conocimiento sobre la misma. Como señala Sharma (2004, p. 2), «cuando un cuerpo de estudio se desarrolla, es importante hacer pausas de forma intermitente para evaluar el progreso hecho y reflexionar sobre las direcciones a seguir en el futuro de modo que se consiga un profundo conocimiento del fenómeno de interés». En este sentido, diferentes autores han realizado una revisión del estado actual de este campo de investigación, de las carencias todavía existentes y de las posibles direcciones y líneas de investigación futuras. Entre dichos trabajos se hallan los de Sharma *et al.* (1997), Dyer y Sánchez (1998), Bird *et al.* (2002), Chrisman *et al.* (2003), Chua *et al.* (2003), Sharma (2004), Zahra y Sharma (2004), Casillas y Acedo (2007), Nordqvist *et al.* (2008), Debicki *et al.* (2009), Chrisman *et al.* (2010), Litz *et al.* (2012), Yu *et al.* (2012) y James *et al.* (2012). A continuación, dado su carácter más actual, comentamos los aspectos más relevantes de las cinco últimas revisiones citadas.

Debicki *et al.* (2009) trabajan sobre 291 artículos publicados entre 2001 y 2007 en 30 revistas de investigación líderes sobre gestión empresarial en relación a la empresa familiar. Su objetivo es determinar qué investigadores e instituciones académicas han contribuido en la investigación sobre la empresa familiar y qué materias han sido objeto de estudio en dicho campo. Asimismo, pretenden responder a por qué determinados investigadores e instituciones han sido más productivos que otros y por qué el estudio se ha centrado más en ciertos aspectos que en otros, a través de un análisis de las relaciones existentes entre los diferentes autores.

En relación con este trabajo nos parece interesante destacar los resultados que obtienen con respecto al análisis de los diversos tópicos que son objeto de estudio en la investigación sobre la empresa familiar. En este sentido, siguiendo a Chrisman *et al.* (2003), distinguen seis categorías principales de investigación y encuentran que tienen la siguiente importancia en los artículos que analizan:

- Metas y objetivos un 2,8%.
- Formulación y contenido de la estrategia un 28,2%.
- Implementación y control de la estrategia un 42,3%.
- Dirección o administración un 33,7%.
- Otros tópicos relevantes para la dirección estratégica un 11,7%.
- Asuntos de dirección no estratégica un 9,6%.

Esas seis áreas generales las desglosan en 21 subcategorías entre las cuales destaca el estudio de los temas relacionados con el gobierno corporativo (incluido dentro de la categoría principal de implementación y control de la estrategia), esto es, en concreto las investigaciones basadas en la Teoría de la Agencia, en la Teoría de la Administración y en otros asuntos de gobierno corporativo, y que aparece como el tópico principal en 56 del total de artículos estudiados lo que supone una importancia del 19,2%. Asimismo, las cuestiones sucesorias y de liderazgo y propiedad (incluidas en la categoría principal de dirección o administración) son tratadas de manera fundamental en el 15% de los trabajos analizados. El Enfoque Basado en los Recursos (incluido en la categoría principal de formulación y contenido de la estrategia) aplicado al estudio de la empresa familiar es abordado como asunto principal en el 8,6% de los artículos. Finalmente, el tema del comportamiento y los conflictos en las empresas familiares son investigados como tópico principal en el 6,5% de los trabajos.

Por otra parte, con respecto a las carencias en la investigación, observan poca atención al análisis de los objetivos económicos y no económicos y a su proceso de formulación en las empresas familiares y, sin embargo, consideran fundamental alcanzar un mayor conocimiento de cómo los objetivos no económicos afectan al comportamiento y *performance* de la empresa familiar. Encuentran también que la investigación tampoco se ha dedicado en gran medida al estudio de la estrategia en la empresa familiar, *stakeholders*, ética, responsabilidad social y profesionalización.

En relación con la tendencia en la investigación sobre la empresa familiar, mediante la comparación entre los resultados que obtienen y los que obtuvieron Chrisman *et al.* (2003), concluyen que, por un lado, se ha producido relativamente una menor atención al estudio de los aspectos de gobierno corporativo, liderazgo y propiedad y recursos y ventajas competitivas en la empresa familiar que en periodos anteriores. No obstante, por otro lado, detectan un crecimiento, aunque insignificante, de la investigación sobre las cuestiones relativas a estrategia, profesionalización, *stakeholders*, ética y responsabilidad social.

Por último, destacan cuatro áreas que incluyen aspectos importantes hacia los que se puede dirigir la investigación futura. En primer lugar, para construir una teoría completa sobre la empresa familiar destacan la necesidad de profundizar en el estudio de los objetivos no económicos que persiguen las empresas familiares a diferencia del resto de empresas, como por ejemplo el bienestar familiar, y cuyo proceso de formulación, esto es el equilibrio entre objetivos económicos y no económicos y la resolución de conflictos, puede ayudar a entender el éxito o fracaso de la empresa familiar. En segundo lugar, al igual que otros autores como Chrisman *et al.* (2005), indican que la Teoría de la Agencia y el Enfoque Basado en los Recursos de la empresa son las estructuras teóricas dominantes en la investigación y esperan que continúe así en el futuro, ya que constituyen el fundamento teórico para distinguir el comportamiento y *performance* de las empresas familiares del de las no familiares y, asimismo, entre los distintos tipos de las primeras. No obstante, consideran que también podrían ayudar la aplicación de otras teorías como la de la administración, la de la importancia del *stakeholder* y la Teoría Económica de los Costes de Transacción. En tercer lugar, estiman que es necesario avanzar en la investigación sobre la profesionalización y la sucesión y, en este sentido, considera que también son de aplicación la Teoría de la

Agencia y el Enfoque de Recursos. Finalmente, destacan la necesidad de estudios con mayor rigor metodológico y análisis a diferentes niveles, mayor convergencia en la definición de empresa familiar, información más completa sobre las características de la muestra y los estadísticos descriptivos y la utilización de técnicas estadísticas más sofisticadas.

Chrisman *et al.* (2010), por medio del análisis de 182 artículos publicados entre 2003 y 2008 en las cuatro revistas que publican la mayoría de estudios sobre empresa familiar,<sup>27</sup> identifican y analizan 25 artículos que consideran que han sido especialmente influyentes en la investigación sobre la empresa familiar sobre la base del número de veces que han sido citados. Con ello persiguen, por un lado, alcanzar una mejor comprensión de por qué la investigación se ha dedicado más a determinados aspectos del comportamiento de las empresas familiares en vez de a otros. Por otro lado, dado que consideran que los estudios se han centrado en el área de las finanzas y la economía, pretenden ofrecer información que instruya a aquellos investigadores del área de la administración que todavía no han abordado el estudio de la empresa familiar. Y, finalmente, desean identificar las carencias y limitaciones presentes en la investigación que se realiza actualmente sobre la empresa familiar.

Así pues, clasifican y destacan la relevancia de esos 25 trabajos en función de tres áreas de estudio. Una primera es de carácter general e incluye artículos que realizan revisiones de la literatura, abordan la problemática de la definición o analizan otros tópicos, como por ejemplo, los objetivos de la empresa familiar. En estos trabajos se destaca la importancia de la implicación de la familia [Astrachan *et al.* (2002)] pero también se propone poner la atención en una definición de empresa familiar basada en la esencia de la misma [Chua *et al.* (1999), Chrisman *et al.* (2005)]. Una segunda área comprende los trabajos basados en la Teoría de la Agencia, que explican el “particularismo” (*particularism*) del comportamiento de las empresas familiares [Carney (2005)] al perseguir objetivos de naturaleza no económica y explican el concepto de riqueza socioemocional [Gómez-Mejía *et al.* (2007)]. Y una tercera que engloba los artículos que se fundamentan en el Enfoque Basado en los Recursos de la empresa [*Resource-Based View* (RBV)] y que a partir de este planteamiento se refieren a la *familiness* de las empresas familiares [Habbershon y Williams (1999), Sirmon y

---

<sup>27</sup> Dichas revistas son: *Entrepreneurship Theory and Practice*, *Family Business Review*, *Journal of Business Venturing* y *Journal of Small Business Management*.

Hitt (2003)]. En las tablas 1.3, 1.4 y 1.5 recogemos la relación de estos 25 artículos más influyentes y sus principales aportaciones para el estudio de la empresa familiar según Chrisman *et al.* (2010), en cada una de las tres áreas consideradas, respectivamente.

Asimismo, señalan aquellos temas que todavía no han sido suficientemente tratados y, por tanto, plantean la posibilidad de su investigación futura con el fin de ampliar el conocimiento en aras de una mayor comprensión acerca del comportamiento de las empresas familiares y de su papel en la economía. Así, en relación con los sistemas de gobierno familiar consideran que no hay suficiente trabajo acerca de los mecanismos de supervisión del agente por parte del principal que se utilizan en las empresas familiares, probablemente de tipo informal, y que es necesaria más investigación sobre la relación entre la composición, funcionamiento y políticas de los consejos de administración en las empresas familiares y su *performance*. Con respecto a los costes de agencia entre distintos tipos de propietarios estiman que es necesario: un mayor estudio de los atributos en la empresa familiar que dan lugar al problema del atrincheramiento; un mayor análisis en las empresas familiares de los factores que facilitan o impiden el poder que tienen los accionistas mayoritarios para expropiar riqueza de los minoritarios en comparación con los que influyen en la capacidad de los directivos para expropiar riqueza de los accionistas en general, dado que parece que el problema de agencia entre distintos tipos de propietarios reduce menos la *performance* que el problema de agencia propietario-directivo; y una mayor comprensión de las implicaciones que tienen sobre la riqueza social los costes de agencia entre distintos tipos de propietarios de las empresas familiares. Finalmente, remarcan la necesidad de mejorar el conocimiento sobre los objetivos no económicos de las empresas familiares y sus consecuencias.

**Tabla 1.3. Artículos más influyentes según Chrisman *et al.* (2010) en el área general.**

AUTORES	TIPO DE ARTÍCULO	APORTACIÓN
Tagiuri y Davis (1992)	Empírico	Evidencian que muchos de los objetivos de las empresas familiares son de naturaleza no económica.
Kets de Vries (1993)	Empírico	Revela ventajas y desventajas de las empresas familiares e impedimentos para la sucesión. Consideración del altruismo tanto en Teoría de la Agencia como en el enfoque de recursos.
Sharma <i>et al.</i> (1997)	Revisión de literatura	Plantean la necesidad de centrar los estudios en el comportamiento e intercambios entre los dos sistemas: empresa y familia. Resumen de investigación previa, diferentes aspectos que distinguen las empresas familiares del resto, cuestiones y enfoque para guiar la investigación futura.
Chua <i>et al.</i> (1999)	Definiciones, empírico	Indican la necesidad de una definición teórica basada en la “esencia” de la influencia de la familia antes que una definición operativa y de poner el énfasis en las diferencias entre empresas familiares y el resto, y dentro de aquellas.
Astrachan <i>et al.</i> (2002)	Definiciones, métodos	Crean el índice <i>F-PEC</i> que permite evaluar el grado de inclusión de la familia en la empresa a través de un continuo y, de ese modo, estudiar cómo diferentes niveles de influencia familiar inciden en el funcionamiento de la empresa.
Aldrich y Cliff (2003)	Revisión/conceptual	Aportan la idea de <i>embeddedness</i> familiar y explican cómo los cambios de roles y relaciones entre los miembros de la familia pueden afectar a las oportunidades y recursos disponibles para emprender nuevos retos.
Sharma (2004)	Revisión de literatura	Revisa la literatura en función de la unidad de análisis: individuo, relaciones interpersonales, organizaciones familiares y papel de la empresa familiar en la sociedad. Identifica carencias y presenta estrategias futuras para la investigación.
Chrisman <i>et al.</i> (2005)	Conceptual	Indican la necesidad de considerar en la definición de empresa familiar no solo dimensiones de implicación de la familia sino también criterios de esencia. La Teoría de la Agencia y el Enfoque de Recursos deben adaptarse no solo a la consecución de objetivos económicos por parte de las empresas familiares.

**Tabla 1.4. Artículos más influyentes según Chrisman *et al.* (2010) en el área de la Teoría de la Agencia.**

AUTORES	TIPO DE ARTÍCULO	APORTACIÓN
Jensen y Meckling (1976)	Conceptual	Sientan las bases de la Teoría de la Agencia y argumentan que el valor de las empresas con propiedad concentrada es mayor que en aquellas con propiedad dispersa ( <i>Hipótesis de supervisión y alineación de intereses</i> ). Destacan la necesidad de considerar objetivos económicos y no económicos (a través, entre otros, del altruismo que a su vez implica beneficios y costes económicos) para explicar la <i>performance</i> de las empresas familiares.
Fama y Jensen (1983a)	Conceptual	Plantean que la separación de la propiedad y la gestión puede reportar más beneficios que costes de agencia debido a la toma de decisiones más eficientes. Sobre esta base explican que las empresas familiares (propiedad concentrada) son más conservadoras y el gobierno familiar está más presente en las empresas más pequeñas ( <i>Hipótesis de atrincheramiento de la gestión</i> ).
Morck <i>et al.</i> (1988)	Empírico	Estudian la relación entre la propiedad gerencial y la <i>performance</i> de la empresa a partir de las hipótesis de alineación de intereses y de atrincheramiento. Trabajo pionero en evidenciar el problema de agencia entre <i>insiders</i> y <i>outsiders</i> por la posibilidad que tienen los primeros de extraer beneficios privados a costa de la maximización de la riqueza de la empresa. Idea que se considera cada vez más en los estudios sobre empresa familiar.
La Porta <i>et al.</i> (1999)	Empírico	Evidencian que fuera de los EEUU la mayoría de los países se caracterizan por empresas con propiedad concentrada, mayoritariamente familiar. El control familiar de las empresas es más común en países con menor protección legal de accionistas minoritarios y dicho control se ejerce a través de estructuras de propiedad piramidales y de inclusión de la familia en la gestión.
Schulze <i>et al.</i> (2001)	Empírico	Introducen la aplicación del concepto de altruismo en la investigación sobre empresa familiar que implica tanto beneficios como costes de agencia y proporciona una explicación teórica de por qué las empresas familiares persiguen objetivos no económicos y de las consecuencias económicas de dicho propósito.
Gómez-Mejía <i>et al.</i> (2001)	Empírico	Plantean que el atrincheramiento de la gestión en las empresas familiares se debe a que los contratos que tienen carga emocional son menos sensibles a una mala <i>performance</i> o a la asunción de un riesgo excesivo. Ponen de manifiesto que aparte de los problemas de agencia entre propietarios y directivos, en las empresas familiares también hay problemas de agencia entre los propietarios-CEO familiares y otros accionistas.
Schulze <i>et al.</i> (2003a)	Empírico	Encuentran una relación cúbica entre la dispersión de propiedad y el uso de la deuda en empresas familiares no cotizadas. Explican cómo el altruismo, la sobreinversión, el oportunismo y la resistencia en las empresas familiares puede aumentar tanto los problemas de agencia entre propietarios y gestores como entre distintos tipos de propietarios, especialmente cuando la propiedad familiar está dividida a partes iguales entre un pequeño número de familiares.

**Tabla 1.4 continuación. Artículos más influyentes según Chrisman *et al.* (2010) en el área de la Teoría de la Agencia.**

AUTORES	TIPO DE ARTÍCULO	APORTACIÓN
Schulze <i>et al.</i> (2003b)	Empírico	Proporcionan evidencia de la importancia del altruismo para explicar el comportamiento y performance de las empresas familiares. Encuentran que en ciertas situaciones hay una relación positiva entre la <i>performance</i> de la empresa y el pago de incentivos a los gestores miembros de la familia, como mecanismo de control de los costes de agencia.
Anderson y Reeb (2003)	Empírico	Es uno de los primeros estudios de las posibles diferencias de <i>performance</i> entre las grandes empresas cotizadas familiares y no familiares y si tales diferencias se deben a aspectos como la edad, el nivel de propiedad familiar y si el <i>CEO</i> es miembro de la familia. Encuentran que la <i>performance</i> en las empresas familiares es mejor que en las no familiares. Asimismo, evidencian que hay una relación no monótona entre la propiedad familiar y la <i>performance</i> y que la rentabilidad en los negocios familiares está relacionada con tener un miembro de la familia como <i>CEO</i> , mientras que la <i>performance</i> de mercado mejora solo si el <i>CEO</i> es el fundador o un <i>outsider</i> .
Morck y Yeung (2003)	Conceptual	Rebaten la hipótesis presente en los trabajos sobre empresa familiar acerca de su contribución positiva en las economías de los países, en concreto en aquellos diferentes de EEUU y Reino Unido donde las grandes empresas están controladas por familias a través de estructuras piramidales, lo cual provoca costes de agencia.
Chrisman <i>et al.</i> (2004)	Empírico	Comparan los costes de agencia entre las empresas familiares y las no familiares. Evidencian que los mecanismos de control de los costes de agencia influyen positivamente sobre la <i>performance</i> en mayor medida en las empresas no familiares que en las familiares, de lo que deducen que en las primeras los costes de agencia son más importantes. Muestran que la Teoría de la Agencia puede ser aplicada a las pequeñas empresas no cotizadas, familiares y no familiares.
Carney (2005)	Conceptual	Considera que el gobierno familiar es una fuente de ventaja competitiva sobre la base de sus tres atributos: <i>parsimony</i> , <i>personalism</i> y <i>particularism</i> , que le permiten competir en entornos de escasez, emplear el capital social y aprovechar oportunidades de inversión.



**Tabla 1.5. Artículos más influyentes según Chrisman *et al.* (2010) en el área del Enfoque Basado en los Recursos [Resource-Based View (RBV)].**

AUTORES	TIPO DE ARTÍCULO	APORTACIÓN
Barney (1991)	Conceptual	Sienta las bases de la RBV de la que se deduce que la interacción entre tipos y atributos de recursos presentes en las empresas familiares y no en el resto, como la relación entre los dos sistemas familia y negocio, permite comprender las diferencias entre el comportamiento y funcionamiento de las empresas familiares y el de las no familiares.
Habbershon y Williams (1999)	Conceptual	A partir de la RBV proporcionan el concepto de <i>familiness</i> .
Cabrera-Suárez <i>et al.</i> (2001)	Conceptual	A partir de la RBV y del enfoque basado en el conocimiento señalan los factores críticos que determinan el éxito del proceso sucesorio y la necesidad de una adecuada transferencia de conocimiento a los sucesores.
Habbershon <i>et al.</i> (2003)	Conceptual	A partir de la RBV y de su concepto de <i>familiness</i> , proporcionan un modelo de sistemas unificados (miembros de la familia, unidad familiar y negocio familiar) de la <i>performance</i> de la empresa familiar. La <i>familiness</i> puede traducirse en ventajas que permitan a la familia empresaria alcanzar su objetivo de creación de valor a través de generaciones, que constituye la razón económica de la existencia de las empresas familiares.
Sirmon y Hitt (2003)	Conceptual	A partir de la RBV explican el proceso de gestión de recursos y los tipos de recursos en las empresas familiares (capital humano, capital social, capital financiero paciente, capital de supervivencia y estructuras de gobierno) y cómo dicha gestión puede crear ventajas con respecto al resto de empresas.

Litz *et al.* (2012), para conmemorar el 25 aniversario de la publicación *Family Business Review* (FBR), realizan una revisión estratégica de la investigación sobre la empresa familiar por medio del enfoque de Mintzberg (1995)<sup>28</sup> con el fin de, a través de la visión desde varias perspectivas, proporcionar una mayor comprensión de la dimensión futura que dicha investigación podría alcanzar. Para ello, realizan un estudio a nivel internacional mediante un cuestionario entre 83 investigadores de la empresa familiar con el objetivo de dar respuesta a las siguientes cuestiones: cuál es el estado actual de la investigación sobre la empresa familiar, cuáles son las motivaciones de los investigadores, cuáles son los retos y las oportunidades que se le presentan a este campo

<sup>28</sup> Mintzberz (1995) plantea siete formas de llevar a cabo la visión estratégica sobre alguna cuestión: hacia delante y hacia atrás, hacia arriba y abajo, hacia el lado y más allá y, finalmente, a través (en el original en inglés: *seeing ahead, seeing behind, seeing above, seeing below, seeing beside, seeing beyond, seeing it through*).

de estudio y cuáles son las consecuencias a nivel profesional que resultan de elegir este ámbito de estudio.

Así, en primer lugar, con respecto a las respuestas que dieron los encuestados sobre la comprensión que ha alcanzado la investigación realizada (*seeing behind*) sobre diferentes temas, consideran que el mayor conocimiento se ha producido con respecto a las cuestiones relacionadas con la definición y conceptualización, con los aspectos organizacionales de la sucesión y con los relativos al gobierno de la empresa.<sup>29</sup> Sin embargo, estiman que hay un menor conocimiento sobre los intereses de *stakeholders* específicos, tales como: primos, no familiares, esposas y familiares políticos. En segundo lugar, en relación con las respuestas sobre los avances más importantes y las mayores oportunidades y retos futuros (*seeing ahead*) señalan que los avances más significativos son: la mayor importancia de la investigación sobre la empresa familiar; el conocimiento creciente de materias principales como la sucesión, la propiedad, el gobierno, la definición de la empresa familiar y las similitudes y diferencias entre las empresas familiares y el resto de empresas; y la relevancia de teorías consolidadas como la Teoría de la Agencia, el Enfoque de Recursos y la Teoría de la Administración. Las mayores oportunidades y retos que plantean para el futuro son una mayor diversidad en la investigación con la integración de diferentes perspectivas y disciplinas, la mejora de los métodos de investigación, el análisis de cuestiones difusas sobre todo en relación a los factores relativos a la familia y el aumento del reconocimiento y la reputación de este área de estudio mediante, entre otros, el desarrollo de teorías propias. En tercer lugar, los motivos que consideran los entrevistados que promueven el estudio de la empresa familiar (*seeing below*) son principalmente la percepción que se tiene de que las empresas familiares son intrínsecamente interesantes y de que la investigación de las mismas resulta adecuada junto con el interés por otras áreas de estudio. El bloque cuarto de preguntas extrae información acerca de la consideración de los encuestados sobre la idoneidad de los enfoques teóricos y métodos de investigación (*seeing beyond*). En este sentido, observan diferencias significativas entre la percepción que tienen sobre la idoneidad de los enfoques teóricos y de los métodos de investigación que conocen para el estudio de la empresa familiar, de modo que consideran más adecuados estos últimos. También encuentran diferencias significativas entre la preparación que han recibido

---

<sup>29</sup> No obstante, los autores señalan que dado que estos resultados se basan en valores medios que se obtienen en muchas ocasiones a partir de bastantes puntuaciones bajas, hay que entender que aun así la comprensión de estos temas es limitada

para abordar el estudio de la dimensión familiar y el de la dimensión empresa, siendo mayor en este último caso. Por último, obtienen una respuesta significativamente más favorable a la necesidad de disponer de enfoques teóricos nuevos más apropiados para la realidad de las empresas familiares que a la conveniencia de métodos de investigación nuevos. En la quinta parte del cuestionario se analiza la percepción de los investigadores acerca de las implicaciones que tiene el estudio de la empresa familiar en su carrera profesional (*seeing it through*) y de sus respuestas los autores deducen que, salvo la dificultad que encuentran para publicar sus trabajos sobre la empresa familiar en las 40 publicaciones que integran el *ranking* de investigación del *Financial Times*, no perciben otras consecuencias negativas. En la sección sexta del cuestionario se persigue indagar acerca de la sostenibilidad futura de la investigación en las instituciones, facultades y universidades en las que trabajan los encuestados (*seeing beyond*) y los resultados ponen de manifiesto la creencia de que parece haber un número creciente de investigadores sobre la empresa familiar.

Finalmente, como resultado de la integración de estas perspectivas de análisis del estado de la investigación sobre empresa familiar (*seeing above*), Litz *et al.* (2012) concluyen con respecto a la situación actual de este campo de estudio que ha habido un progreso importante en el estudio de algunos temas trascendentales pero todavía se observan signos de estancamiento especialmente por lo que se refiere a la investigación sobre la “ciencia de la familia”. Asimismo, indican que son cuatro las líneas clave de desarrollo futuro a las que parece aspirar este ámbito de investigación: una mayor consideración de la “ciencia de la familia” en el análisis de la empresa familiar, el empleo de métodos de investigación más sofisticados que permitan estudiar los rasgos propios del funcionamiento tanto de la empresa como de la familia, así como una mayor diversidad de cuestiones y con un alcance internacional, la inclusión de nuevas generaciones de investigadores en este campo de estudio y la obtención de medidas de resultados explícitos acerca de la legitimidad de este cuerpo de conocimientos.

Por otra parte, Yu *et al.* (2012), con el objetivo de contribuir a la construcción de una teoría sobre la empresa familiar más rigurosa, ponen el énfasis en identificar las variables dependientes que se considera que hay que explicar para el desarrollo teórico del estudio de la empresa familiar ya que, de acuerdo con Chua *et al.* (2003), estiman que es una cuestión clave para alcanzar dicho desarrollo. Yu *et al.* (2012, p. 34) señalan

que «a través de la observación de las variables dependientes críticas, los investigadores de la disciplina de la empresa familiar pueden obtener una comprensión más profunda del alcance y de la identidad distintiva de este campo». En consecuencia, con este trabajo persiguen detectar las variables dependientes que son únicas en el estudio de la empresa familiar, las relaciones existentes entre las variables dependientes y aquellas que no están siendo objeto de estudio. Para ello, identifican 327 variables dependientes/medidas de resultados usadas en 257 trabajos empíricos sobre la empresa familiar en el periodo 1998-2009. Mediante un procedimiento Delphi modificado, las agrupan en 34 categorías y, posteriormente, a través de la utilización de un escalado multidimensional y un análisis *cluster* jerárquico, condensan las 34 categorías en 7 grupos o *clusters*, trazados a lo largo de dos dimensiones: negocio-familia y corto plazo-largo plazo. Tres de ellos están orientados al negocio: *performance*, que se refiere a “la eficacia del sistema de negocio familiar”; *estrategia*, que se define como “las políticas y planes diseñados por el negocio familiar”; e *impacto económico y social*, que recoge “los intercambios recíprocos entre el negocio familiar y su entorno”. Tres están basados en la familia: *sucesión*, que se define como “el éxito y sostenibilidad de la empresa familiar en el largo plazo”; *roles del negocio familiar*, definido como “los roles y actitudes de los miembros y los no miembros de la familia”; y *dinámicas de la familia*, que se refiere a “las interacciones y aspiraciones de los miembros de la familia”. El grupo restante se halla en el centro del mapa: *gobierno*, que se define como “los procesos de decisión y mecanismos de control que equilibran las necesidades del sistema familia y el sistema negocio”. Yu *et al.* (2012) señalan la importancia de este grupo denominado *gobierno*, que incluye el mayor número de categorías y consideran que desempeña un papel fundamental para lograr el equilibrio y la coordinación entre los temas relativos al largo y al corto plazo y entre los asuntos familiares y del negocio, de modo que estiman que es clave para el futuro de la investigación.<sup>30</sup> Asimismo, Yu *et al.* (2012, p. 45) concluyen que «la disciplina de los negocios familiares parece enfocarse en cómo unas pocas variables independientes están relacionadas con muchas variables dependientes». Destacan que la tendencia dominante es el estudio del efecto que ejerce una variable independiente como, por ejemplo, la propiedad familiar, sobre una variedad de resultados.

---

<sup>30</sup> Es decir, si bien tradicionalmente se le viene dando un papel preponderante a la dimensión de la propiedad, considerada como un subsistema en el modelo de los tres círculos [Gersick *et al.* (1997)], este artículo traslada dicho rol a todo un grupo de categorías de variables dependientes, denominado *gobierno*.

En la tabla 1.6 mostramos estos siete grupos con las categorías de variables dependientes que incluyen, así como la frecuencia en que dichas categorías han sido estudiadas en los artículos analizados por Yu *et al.* (2012). Como puede observarse, por un lado, a nivel de las categorías es importante señalar que las variables dependientes más recurrentes en los trabajos estudiados han sido las relativas, en primer lugar y con gran diferencia con respecto al resto, a la *performance* financiera de las empresas familiares, seguidas de las relacionadas con la toma de decisiones, la implicación de la familia en el negocio y los valores de la familia. Por otro lado, a nivel de grupos, el grupo de categorías de variables dependientes que es estudiado con más frecuencia es el denominado *gobierno*, seguido del de *performance*. Los autores señalan que hay pocos trabajos cuyas variables dependientes tengan en cuenta la conciliación o el conflicto entre los resultados del corto y del largo plazo o que contemplen simultáneamente ambos objetivos, de modo que este *gap* sugiere una oportunidad futura de investigación.

Yu *et al.* (2012) sugieren que un modo de avanzar en el propósito de establecer el carácter distintivo del estudio de la empresa familiar podría venir a través de, por un lado, analizar la influencia de variables independientes que se usan en general en la investigación sobre las empresas, obtenidas de otras disciplinas, sobre variables dependientes específicas de los negocios familiares. Y, por otro lado, examinar el impacto de variables independientes propias de los negocios familiares sobre variables dependientes genéricas del estudio de la empresa en general.

Además, Yu *et al.* (2012), mediante un cuestionario a investigadores de la empresa familiar, identifican las variables dependientes que tienen un carácter único o propio de los estudios sobre empresa familiar con respecto a otros estudios. Sus resultados revelan que las cinco categorías de variables dependientes que son percibidas como únicas en mayor medida por los investigadores son: la participación de la familia en el negocio (100%), los valores de la familia (90,9%), las características del negocio familiar (90,9%), la actitud de los miembros de la familia hacia el negocio familiar (86,4%) y los procesos de sucesión (77,3%).

**Tabla 1.6. Grupos y categorías de variables dependientes identificadas por Yu *et al.* (2012) y frecuencia de aparición en los artículos analizados.**

<b>GRUPOS</b>	<b>CATEGORÍAS</b>	<b>FRECUENCIA (%)</b>
<b><i>Performance</i></b>		16.49
	Éxito de la <i>performance</i> global	3.55
	<i>Performance</i> financiera	12.94
<b><i>Estrategia</i></b>		15.66
	Contenido estratégico	3.13
	Políticas de inversión	1.88
	Estructura financiera	5.01
	Internacionalización	2.09
	Supervivencia y crecimiento	3.55
<b><i>Impacto económico y social</i></b>		9.60
	Espíritu emprendedor	4.38
	Capital social y transferencia de conocimiento	1.88
	Contribución económica	1.25
	Entorno empresarial y legislativo	2.09
<b><i>Gobierno</i></b>		20.47
	Recursos humanos	2.30
	Misión/objetivos del negocio	1.88
	Rol de la red o sistema	1.46
	Toma de decisiones	5.64
	Estructura de gobierno	3.34
	Control familiar	1.88
	Propiedad familiar	3.97
<b><i>Sucesión</i></b>		11.48
	Profesionalización de la gestión	1.88
	Procesos de sucesión	2.51
	Planes de sucesión	1.67
	Resultados de sucesión/transición	4.38
	Indemnización	1.04
<b><i>Roles del negocio familiar</i></b>		10.02
	Rol del esposo/a o socio emprendedor	1.25
	Rol de los miembros de la familia de la mujer	1.25
	Actitud hacia el negocio familiar de los miembros no familiares	0.63
	Actitud hacia el negocio familiar de los miembros de la familia	1.04
	Actitud hacia el negocio familiar del CEO	0.63
	Implicación de la familia en el negocio	5.22
<b><i>Dinámicas de la familia</i></b>		16.28
	Valores de la familia	5.43
	Satisfacción	1.88
	Compromiso	1.25
	Conflicto	3.13
	Características del negocio familiar	4.59

Asimismo, obtienen información sobre las variables dependientes que según los encuestados se echan en falta y las que merecen ser objeto de estudio en el futuro. Respecto a las primeras, señalan como variables dependientes omitidas: “relaciones de

afinidad”, “longevidad”, “objetivos familiares”, “riqueza socioemocional”, “asuntos legales” y “creación de trabajo”, entre otras. Con relación a las segundas, en general, las variables dependientes que consideran que deben ser objeto de mayor atención en el futuro son las relacionadas con los objetivos no económicos o propios de las familias en las empresas familiares como, por ejemplo, sostenibilidad, supervivencia y longevidad, y con su *performance* no financiera. Esto es, es necesario asumir que es importante la combinación de los objetivos del negocio y los de la familia. En resumen, los expertos encuestados indican que «deberíamos conocer más sobre las familias propietarias de negocios, sus motivaciones, y la manera en que gobiernan sus empresas para desarrollar con éxito el negocio de modo que se cumplan la visión y los objetivos de la familia» [Yu *et al.* (2012, p. 48)].

Por último, el trabajo de James *et al.* (2012) pone el foco de atención en identificar los fundamentos teóricos que han sido utilizados en la investigación sobre la empresa familiar con independencia de los temas concretos estudiados. Para ello, analizan 2.240 trabajos realizados en este campo de estudio en el periodo 1985-2010. Clasifican estas investigaciones con base a dos dimensiones: la publicación en la que se han divulgado, para la que distinguen cuatro tipos (“negocio”, “familia”, “economía” y “otros”) y el enfoque teórico en el que se basan, para el que consideran cinco categorías (“negocio”, “familia”, “economía”, “otros”, “no explícito”). Los resultados de su análisis ponen de manifiesto que la investigación sobre la empresa familiar se ha visto dominada de forma creciente por los estudios que adoptan planteamientos teóricos relativos al negocio o empresa en detrimento de las perspectivas teóricas basadas en la familia. Señalan que los trabajos realizados en esos 25 años si bien han contribuido a dar legitimidad académica a este campo de estudio, se basan en buena parte en dos hipótesis implícitas que convendría revisar. La primera se refiere a la inclinación a considerar un comportamiento homogéneo (altruista, conservador de la riqueza familiar, etc.) de los miembros de las familias propietarias de negocios, cuando diferentes autores asumen la necesidad de tener en cuenta la existencia de distintos tipos de empresas familiares [Sharma (2011)], por lo que James *et al.* (2012) apoyan, al igual que otros autores [Dyer (2006), Gersick *et al.* (1997)] «poner una mayor atención al trabajo previo de investigadores de las ciencias de la familia sobre la diversidad de las familias». La segunda hipótesis elemental implícita en la mayoría de los estudios sobre empresa familiar es la «tendencia a analizar las consecuencias sobre la organización -

tales como supervivencia, cambio y *performance* de la empresa- como variables dependientes críticas (sino únicas) de interés» [James *et al.* (2012, p. 94)]. Sin embargo, estiman que no se debe descuidar el estudio de «si, por qué y cómo la propiedad de un negocio podría afectar al bienestar de los miembros de la familia» [James *et al.* (2012, p. 94)].

Estos autores proponen la integración de los enfoques teóricos basados en el negocio y los relativos a la familia como solución teórica para avanzar en la investigación de la empresa familiar, contemplando además su diversidad y efectos en el bienestar de la familia. En este sentido, con respecto a las teorías de familia, consideran como las dos más influyentes y comúnmente utilizadas el *estructural funcionalismo* [Parsons (1951)] y el *interaccionismo simbólico* [Mead (1934), Cooley (1956), Blumer (1969)]. Señalan que ambos enfoques coinciden en entender la familia como la institución fundamental en el desarrollo de la sociedad, aunque el *estructural funcionalismo* se centra en «cómo la familia y sus miembros realizan una función particular como importante bloque constructor de la sociedad», mientras que el *interaccionismo simbólico* «pone mayor atención en cómo las interacciones entre los miembros de la familia conforman la vida de los individuos y de la familia, la cual, a su vez, da forma a organizaciones mayores» [James *et al.* (2012, p. 95)]. Asimismo, indican que la cuestión fundamental dentro del paradigma del *estructural funcionalismo* es «¿cuáles son los efectos de la estabilidad e inestabilidad familiar en otras instituciones?» en tanto que en el *interaccionismo simbólico* es «¿cómo los significados simbólicos y los patrones de interacción de la familia afectan a la manera en que los individuos miembros de la familia piensan, sienten y actúan?» [James *et al.* (2012, p. 96)].

Por su parte, en relación con las teorías basadas en el negocio, estiman que las dos más relevantes y con más frecuencia empleadas en la investigación sobre la empresa familiar son la Teoría de la Agencia [Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a, 1983b)] y el Enfoque Basado en los Recursos [Penrose (1959), Wernerfelt (1984), Barney (1991)]. Afirman que la Teoría de la Agencia, que se basa en la existencia de relaciones contractuales entre los distintos participantes en una empresa los cuales persiguen sus propios intereses, lo que puede conllevar conflictos y costes de agencia, en el contexto del estudio de la empresa familiar plantea la siguiente cuestión



fundamental: «¿los costes de agencia son mayores o menores en las empresas familiares en relación con las empresas no familiares, y con qué implicaciones para la comparación de la *performance* entre unas y otras?» [James *et al.* (2012, p. 97)]. En relación con el Enfoque Basado en los Recursos, que se centra en los efectos estratégicos de la *familiness* [Habbershon y Williams (1999)], la cuestión clave es «¿qué conjunto único de recursos, esto es, distintivo (o constrictivo) “*familiness*” poseen las empresas familiares que contribuye a su ventaja competitiva sostenible (o desventaja) en relación con las empresas no familiares?» [James *et al.* (2012, p. 97)].

Así, James *et al.* (2012), guiados por la noción de pluralismo informado de Willmott (2008), de integración de disciplinas de Agarwal y Hoetker (2007) y la recomendación de Zahra y Sharma (2004, p. 339) de «integrar teorías aparentemente no relacionadas dentro de una estructura coherente» y de que «debemos aprender a comunicar y conectar con los investigadores de otras disciplinas hermanas y encontrar maneras de devolver a las disciplinas de las cuales nos suministramos» [Zahra y Sharma (2004, p. 337)], apoyan que la investigación sobre las empresas familiares puede ser mejorada con las aportaciones de la ciencia de la familia y, a su vez, las teorías de la familia pueden ser enriquecidas con las contribuciones de las teorías sobre los negocios familiares. Proponen para ello la colaboración entre los investigadores de las diferentes disciplinas con el fin de alcanzar una comprensión más completa en el campo del estudio de la empresa familiar.

En resumen, hemos analizado cinco trabajos que a través de la revisión de las investigaciones existentes sobre la empresa familiar ponen el énfasis en el estudio de los diferentes factores relevantes en un área de investigación: investigadores e instituciones académicas, materias objeto de estudio, artículos más influyentes, variables dependientes objetivo, enfoques teóricos, carencias... con el fin de detectar las oportunidades y limitaciones en la legitimidad de este cuerpo de conocimiento.

Conviene destacar que estos estudios coinciden en señalar a la Teoría de la Agencia y el Enfoque Basado en los Recursos como las teorías consolidadas más relevantes y más utilizadas en el estudio de la empresa familiar. Así, como señalan James *et al.* (2012), la investigación sobre la empresa familiar se ha visto dominada de forma creciente por los estudios que adoptan planteamientos teóricos relativos al negocio o empresa, como son la Teoría de la Agencia y el Enfoque de Recursos, en

detrimento de las perspectivas teóricas basadas en la familia y, además, ha estado centrada fundamentalmente en indagar los efectos sobre el negocio en cuanto a su supervivencia, cambio y *performance*. En este sentido, Yu *et al.* (2012) ponen de manifiesto que las variables dependientes más recurrentes en los trabajos sobre empresa familiar han sido las relativas, en primer lugar y con gran diferencia con respecto al resto, a la *performance* financiera de las empresas familiares. Con respecto a las materias poco estudiadas y a la necesidad de que la investigación futura sobre la empresa familiar avance en ellas, los artículos comentados ponen el énfasis en los aspectos relacionados con los objetivos no económicos o propios de las familias tales como supervivencia, longevidad y *performance* no financiera y, en general, en aquellas variables propias o idiosincráticas de la naturaleza familiar del negocio. Y, para ello, James *et al.* (2012) consideran deseable la integración de las teorías basadas en el negocio con las teorías basadas en la familia.

A continuación, dada su importancia, comentamos las dos estructuras teóricas que fundamentan principalmente las investigaciones sobre la empresa familiar y en concreto el presente trabajo, esto es, el Enfoque de Recursos y la Teoría de la Agencia, poniendo fundamentalmente la atención en su utilización en el estudio sobre la *performance* de las empresas familiares.

#### **1.4. EL ENFOQUE DE RECURSOS Y LA TEORÍA DE LA AGENCIA EN LA INVESTIGACIÓN SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR**

Uno de los retos fundamentales de la investigación sobre la empresa familiar es identificar qué hace que las empresas familiares sean particulares y diferentes de las empresas no familiares. Como hemos señalado, Chrisman *et al.* (2005) sugieren que la Teoría de la Agencia y el Enfoque Basado en los Recursos de la empresa son los planteamientos teóricos dominantes en la investigación sobre la empresa familiar y estiman que continuarán siéndolo en el futuro, ya que constituyen el fundamento teórico para distinguir el comportamiento y *performance* de las empresas familiares del de las no familiares y, asimismo, entre los distintos tipos de las primeras.

El Enfoque de Recursos y Capacidades, con los trabajos pioneros entre otros de Penrose (1959) y Wernerfelt (1984), permite sugerir que las empresas familiares pueden poseer capacidades y recursos valiosos y propios, no presentes en empresas de otra naturaleza, que les confieran la posibilidad de obtener ventajas competitivas. Aunque también dicha naturaleza familiar puede conllevar limitaciones que incidan negativamente sobre su funcionamiento y resultados. Diversos autores han contribuido a explicar los atributos únicos de las empresas familiares a partir del Enfoque de Recursos [Habbershon y Williams (1999), Habbershon *et al.* (2003), Chrisman *et al.* (2003), Sirmon y Hitt (2003), Pearson *et al.* (2008), Zellweger *et al.*, Cabrera-Suárez *et al.* (2011)].

Habbershon y Williams (1999) son los primeros que demuestran cómo la Teoría de Recursos es un enfoque adecuado para comprender las ventajas competitivas de las empresas familiares. Esto es así en la medida en que este planteamiento teórico permite aislar los recursos específicos que son complejos, intangibles y dinámicos a nivel de unidad de negocio y, en este sentido, las empresas familiares son consideradas como una organización peculiar caracterizada por tales tipos de *inputs*. Si bien en la literatura sobre *performance* se recurre a diferentes enfoques teóricos (tales como: Modelos de Organización Industrial, Economía Neoclásica, Teoría de Transacción y de Agencia, Teoría Organizacional, Comportamiento Organizacional, Dirección Estratégica), defienden que solo la Teoría de Recursos sintetiza y unifica muchos de esos planteamientos y proporciona una estructura adecuada que liga los factores a nivel de empresa con sus resultados de *performance*. Afirman que la Teoría de Recursos proporciona un modelo teórico apropiado para analizar las relaciones que se producen entre los procesos, activos, estrategia y *performance* de una empresa familiar con la obtención de ventajas competitivas sostenibles en la misma.

«La Teoría de Recursos establece que las empresas son heterogéneas y que es su conjunto de recursos idiosincráticos, inamovibles, inimitables y a veces intangibles lo que les da una oportunidad de ventaja competitiva y de mayor *performance*» [Habbershon y Williams (1999, p.5)]. De esta manera, este enfoque relaciona los factores internos de las compañías con los procesos y sus resultados de *performance*. Como señalan Sirmon y Hitt (2003) esta relación entre recursos y *performance* que

plantea el Enfoque de Recursos ha sido ampliamente apoyada [Miller y Shamsie (1996), Hitt *et al.* (2001), Brush y Artz (1999)].

Habbershon y Williams (1999, p.1) denominan *familiness* al «conjunto de recursos que son distintivos de una empresa como resultado de la implicación en ella de la familia». <sup>31</sup> Así, estos autores, a partir de lo que se ha afirmado de forma genérica en la literatura previa, repasan una serie de características únicas de las empresas familiares, resultado de la integración de la familia y la empresa, que se podrían traducir en una potencial ventaja sobre las empresas no familiares, algunas de las cuales resumimos en la tabla 1.7.

Los atributos propios de las empresas que les pueden proporcionar ventajas competitivas incluyen tanto activos físicos como intangibles tales como: habilidades individuales y corporativas, procesos organizacionales, información, conocimiento y gustos o preferencias [Barney (1991)], esto es, recursos y capacidades. No obstante, Barney (1991) señala que un recurso y/o capacidad ha de poseer cuatro características para poder ser fuente de una ventaja competitiva sostenible para la empresa: debe ser valioso, es decir, ha de permitir aprovechar oportunidades o proteger a la empresa de amenazas del entorno; debe ser raro entre los competidores actuales y potenciales; no ha de poder ser imitado a la perfección; y no puede haber recursos sustitutivos valiosos que no sean ni raros ni difíciles de imitar.

Es decir, las características mencionadas de una forma genérica en la literatura como propias de los negocios familiares no implican en sí mismas que proporcionen a esas empresas ventajas competitivas. El Enfoque de Recursos plantea identificar qué características propias de una empresa dada y, en concreto de una empresa familiar, son fuente de ventaja competitiva a través de analizar su relación con los resultados de la empresa en términos de *performance*.

---

<sup>31</sup> Estos autores consideran que su concepto de *familiness* resuelve el problema de la definición de empresa familiar. Esto es, afirman que más que investigar si una empresa familiar (que puede ser definida de diferentes maneras) tiene mejor *performance* que una empresa no familiar lo que se debería hacer es identificar la *familiness* de una empresa y evaluar su impacto en sus capacidades estratégicas.

**Tabla 1.7. Características distintivas de la empresa familiar.**

ÁREA	CARACTERÍSTICAS
<i>Recursos humanos</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayores salarios [Donckels y Frohlich (1991)]</li> <li>• Capacidad de sacar lo mejor de sus empleados [Moscatello (1990)]</li> <li>• Prácticas de trabajo más flexibles para sus empleados [Goffee y Scase (1985)]</li> <li>• Menores costes de contratación, menores costes de recursos humanos y más eficaces que otras compañías en los negocios intensivos en factor humano [Levering y Moskowitz (1993)]</li> <li>• Los miembros de la familia son considerados más productivos que los trabajadores que no pertenecen a la familia [Rosenblatt <i>et al.</i> (1985)]</li> <li>• Entorno de trabajo único orientado a la familia que inspira un mayor cuidado del trabajador y una mayor lealtad de este [Ward (1988)]</li> </ul>
<i>Estructura organizativa</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menos estructura organizacional [Daily y Dollinger (1992)]</li> <li>• “Lenguaje familiar” que les permite comunicarse más eficientemente y de forma más privada [Tagiuri y Davis (1996)]</li> </ul>
<i>Toma de decisiones</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Canales informales de toma de decisiones eficientes [Daily y Dollinger (1992)]</li> <li>• Toma de decisiones centralizada entre los miembros de la familia de más nivel, lo cual disminuye los costes e incrementa la flexibilidad de la empresa [Goffee y Scase (1985), Hall (1988), Poza <i>et al.</i> (1997), Tagiuri y Davis (1996)]</li> </ul>
<i>Costes</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menores costes de transacción [Aronoff y Ward (1995)]</li> <li>• Menores costes de supervisión y control [Daily y Dollinger (1992), Aronoff y Ward (1995), McConaughy <i>et al.</i> (1998)]</li> </ul>
<i>Valores</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor reputación [Tagiuri y Davis (1996), Ward y Aronoff (1991)]</li> <li>• Las relaciones familiares generan una motivación especial, una lealtad sólida y un aumento de confianza [Tagiuri y Davis (1996)]</li> <li>• Los negocios familiares son más creativos [Pervin (1997)]</li> <li>• Mayor compromiso con su misión y mayor capacidad de auto-análisis [Moscatello (1990)]</li> <li>• Énfasis de los valores personales y de la familia sobre los empresariales e integridad y compromiso en las relaciones [Lyman (1991)]</li> </ul>
<i>Misión, objetivos y estrategia</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte sentido de la misión y objetivos a largo plazo bien definidos [Moscatello (1990)]</li> <li>• Los objetivos familiares y las estrategias del negocio son inseparables, dando lugar a una estrategia a largo plazo más unificada y un mayor compromiso con ella [Aronoff y Ward (1994)]</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 1.7 continuación. Características distintivas de la empresa familiar.**

ÁREA	CARACTERÍSTICAS
<i>Relación con el entorno</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La reputación de la familia y las relaciones con proveedores, clientes y otros <i>stakeholders</i> externos son supuestamente más fuertes y cargadas de valor [Lyman (1991)]</li> <li>• A nivel internacional, las empresas familiares que comparten valores familiares comunes a través de culturas pueden superar las barreras culturales de forma más efectiva [Swinth y Vinton (1993)]</li> <li>• Responden mejor a los cambios del entorno [Dreux (1990)]</li> <li>• Los competidores tiene menos información sobre operaciones o condiciones financieras [Johnson (1990)]</li> <li>• Menos interdependencia con el entorno macroeconómico y, en consecuencia, menos sensibles a sus ciclos recesivos [Donckels y Frohlich (1991)]</li> </ul>
<i>Performance financiera</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tienen “capital paciente” [De Visscher <i>et al.</i> (1995)]</li> <li>• Capacidad para invertir en proyectos que dan rendimiento a largo plazo más que estar sometidos a la obtención de rendimientos trimestrales [Dreux (1990)]</li> <li>• Énfasis en el potencial de crecimiento de la empresa más que en el crecimiento de las ventas a corto plazo [Donckels y Frohlich (1991)]</li> <li>• Menos sensibles a los ciclos económicos [Ward (1997)]</li> <li>• Menor coste de capital [Aronoff y Ward (1995)]</li> <li>• Superan el <i>Standard &amp; Poor's 500</i> [Moscatello (1990)]</li> <li>• Las empresas familiares cotizadas tienen mayores márgenes de beneficio, mayores tasas de crecimiento, mayores ganancias estables y menores tasas de reparto de dividendos [McConaughy <i>et al.</i> (1998)]</li> <li>• Menores ratios de endeudamiento [Dreux (1990), Gallo y Vilaseca (1996)]</li> <li>• Estructura de capital mejor gestionada y asignación más eficiente de recursos [Monsen (1969)]</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

Habbershon y Williams (1999, p. 7) agrupan los distintos factores de una empresa que pueden proporcionar una ventaja competitiva en cuatro tipos de recursos: «recursos de capital físico (planta, materias primas, localización, tesorería, acceso a la financiación, propiedad intelectual), recursos de capital humano (habilidades, conocimiento, formación, relaciones), recursos de capital organizacional (competencias, controles, políticas, cultura, información, tecnología) y recursos de capital proceso (conocimiento, habilidades, disposición y compromiso con la comunicación, liderazgo y el equipo)».

Así, con respecto a las empresas familiares dentro de los recursos de “capital humano” incluyen características únicas citadas por la literatura para estas empresas, tales como: mayor reputación [Tagiuri y Davis (1996)], más creatividad [Pervin

(1997)], más sensibilidad a cambios del entorno empresarial [Dreux (1990)], mayor productividad de los miembros de la familia que de los empleados ajenos a la misma [Rosenblatt *et al.* (1985), Levering y Moskowitz (1993)], más flexibilidad en las prácticas de trabajo [Goffee y Scase (1985)] y más rapidez en la toma de decisiones [Ward (1997)].

Entre las características propias de las empresas familiares que incluyen dentro de los recursos de “capital organizacional” se hallan: más atención puesta en I+D [Ward (1997)], uso más probable de un modelo de roles que de un código formal de comportamiento ético [Adams *et al.* (1996)], mejor gestión de la estructura de capital [Monsen (1969)], comparten valores familiares comunes a través de culturas y, por ello, tienen la posibilidad de superar las barreras culturales de forma más efectiva [Swinth y Vinton (1993)], más centralización de la toma de decisiones y, en consecuencia, más eficiencia y eficacia [Tagiuri y Davis (1996)], mayor énfasis en el potencial de crecimiento de la empresa que en el incremento de las ventas a corto plazo [Donckels y Frohlich (1991)], mayor orientación hacia el largo plazo, menos sensibilidad a los ciclos económicos y mayor estabilidad [Ward (1997)], la orientación al largo plazo es facilitada por la no obligación de presentar informes trimestrales [Dreux (1990)], más atención al desarrollo de la imagen de marca [Ward (1997)], poseen una cultura organizacional [Dyer (1986), Astrachan (1988)] y menores niveles de endeudamiento [Gallo y Vilaseca (1996)].

En relación con los factores propios de las empresas familiares que consideran dentro de los recursos de “capital proceso” incluyen: los competidores tienen menos información sobre operaciones o condiciones financieras [Johnson (1990)], menos interdependencia con el entorno macroeconómico [Donckels y Frohlich (1991)], salarios más altos [Donckels y Frohlich (1991)] y más cuidado del trabajador y una mayor lealtad del mismo [Ward (1988)].

Por último, dentro de los recursos de “capital físico” incluyen que: disponen de “capital paciente” [De Visscher *et al.* (1995)] y soportan un menor coste de capital [Aronoff y Ward (1995)].

Según estos autores, a partir del Enfoque de Recursos, una vez se identifican las características propias de una empresa familiar y se integran en estas cuatro categorías

de recursos, hay que evaluar bajo qué condiciones ese conjunto único de recursos de esa empresa familiar dada, *familiness*, proporcionaría una ventaja competitiva y, por tanto, crearía riqueza.

En este sentido, Sirmon y Hitt (2003, p. 339) afirman que «los recursos apropiados son necesarios pero insuficientes para lograr una ventaja competitiva. Los recursos deben ser gestionados eficazmente». Examinan la gestión de recursos en las empresas familiares<sup>32</sup> e identifican sus características únicas con respecto a cinco recursos y atributos de las empresas familiares que les pueden proporcionar ventajas potenciales sobre las empresas no familiares. Estos recursos y atributos son: “capital humano”, “capital social”, “capital paciente”, “capital de supervivencia” junto con el atributo de “estructura de gobierno”.

Con respecto al “capital humano” (conocimiento, habilidades, aptitudes), destacan la complejidad del mismo en las empresas familiares, ya que resulta de una dualidad de relaciones que mantienen los miembros de la familia, en el negocio y en la familia y, en consecuencia, incluye tanto atributos positivos como negativos. Así, entre los positivos se hallan un compromiso extraordinario [Donnelley (1964), Horton (1986)], relaciones íntimas y afectuosas [Horton (1986)] y la existencia de un conocimiento tácito sobre la empresa que se transfiere entre los miembros de la familia a través de la exposición directa y la experiencia [Lane y Lubatkin (1998)]. Sirmon y Hitt (2003) estiman que el “capital humano” es el recurso más importante en las empresas familiares, ya que dada su complejidad resulta difícil de imitar. No obstante, señalan que este recurso tiene un atributo negativo en las empresas familiares, a saber, la dificultad para atraer y retener directivos altamente cualificados.

En relación con el “capital social” (relaciones entre individuos o entre organizaciones) consideran que se compone de tres dimensiones: estructural, basada en la red de relaciones; cognitiva, que se refiere al lenguaje e historia compartida; y relacional, relativa a la confianza, normas y obligaciones. Señalan que cada una de estas categorías integradas dentro de la empresa familiar y en su interacción con los agentes externos le facilita unas buenas relaciones con proveedores, clientes y entidades financieras. Asimismo, destacan la importancia de disponer de un fuerte “capital social” en la empresa familiar para permitir el desarrollo del “capital humano” de sucesivas

---

<sup>32</sup> Adoptan la definición de empresa familiar de Litz (1995).



generaciones. Por su parte, Arregle *et al.* (2007) afirman que las empresas familiares son únicas con respecto al “capital social” ya que poseen dos tipos: el de la familia y el de la empresa, de modo que el primero contribuye a la creación del segundo, ya que las fuertes relaciones que los miembros de la familia establecen con clientes, proveedores, etc. ayudan a desarrollar el “capital social” de la compañía. Asimismo, Cabrera-Suárez *et al.* (2011) argumentan que las características específicas o *familiness* de las empresas familiares en relación con el “capital social” proporcionan un mayor potencial de desarrollo de las bases culturales y de comportamiento que promueven una orientación de mercado y, por tanto, la obtención de ventaja competitiva, a través de tres elementos básicos: la adopción de un enfoque de administración, el desarrollo de capacidades específicas para la gestión del conocimiento y el desarrollo de una imagen de marca basada en la familia.

Por lo que se refiere a las finanzas de las empresas familiares, Sirmon y Hitt (2003) destacan que a diferencia de otras empresas, debido a su orientación a largo plazo y su deseo de conservar el negocio para futuras generaciones, poseen “capital paciente”, es decir, capital disponible para invertir a largo plazo, lo cual les permite además perseguir estrategias más creativas e innovadoras [Kang (2000), Teece (1992)]. No obstante, tienen recursos financieros limitados debido a su reticencia a la entrada de inversores que reduzcan el control familiar.

El “capital de supervivencia” se refiere al conjunto de recursos personales que los miembros de la familia están dispuestos a prestar o compartir para el beneficio de la empresa familiar [Haynes *et al.* (1999), Horton (1986), Dreux (1990)], tales como, por ejemplo, trabajo gratis o préstamos. El vínculo familiar, la lealtad y el compromiso con la empresa a largo plazo permiten que se den este tipo de recursos de supervivencia en las empresas familiares, que les ayudan a superar situaciones adversas, a diferencia del resto de empresas.

Finalmente, con respecto a la “estructura de gobierno”, señalan que la Teoría de la Agencia sugiere, por un lado, que las empresas familiares tienen menores costes de agencia derivados del clásico conflicto entre propietarios y directivos [Jensen y Meckling (1976)] pero en ellas se producen otros problemas de agencia como los provocados por el excesivo altruismo [Lubatkin *et al.* (2001)].

Sirmon y Hitt (2003), una vez identifican estos cinco recursos diferenciales de las empresas familiares, desarrollan un modelo de gestión de tales recursos que en función de cómo las empresas familiares lo pongan en práctica permitirá que tales recursos únicos se traduzcan en una mayor o menor *performance*. Dicho proceso de gestión de recursos se compone de tres etapas complementarias. Una primera etapa consiste en hacer inventario de los recursos, lo cual supone la evaluación, la selección y adquisición, y la depuración de los mismos. La segunda fase se refiere a la agrupación de los recursos y la tercera a la utilización eficaz de los mismos para conseguir una ventaja competitiva. Es decir, las dos últimas se refieren a la configuración de los recursos e integración en una estrategia que permita aprovecharlos de modo que supongan una ventaja competitiva y, por tanto, la creación de riqueza.

Habbershon *et al.* (2003) desarrollan un modelo de sistema unificado de *performance* de la empresa familiar que relaciona los recursos y capacidades que se generan en los sistemas empresariales familiares con su potencial para la creación de riqueza a través de generaciones. Por su parte, Chrisman *et al.* (2003) realizan una contribución adicional al dotar de mayor alcance al modelo de Habbershon *et al.* (2003) a través de tres extensiones del mismo: sustituyen la creación de riqueza por la creación de valor a través de generaciones como objetivo último, añaden los beneficios no económicos como un determinante más de la creación de valor e incluyen *feedbacks* desde la creación de valor hacia tanto la *familiness* como hacia los recursos y capacidades no relacionados con la familia.

Relacionada con el Enfoque de Recursos se halla la Teoría de la Agencia, ya que también plantea la existencia y permite aflorar posibles recursos característicos de una empresa familiar, como son aquellas relaciones y mecanismos de supervisión que se traducen en menores costes de agencia y que, por tanto, podrían representar para la empresa una fuente de ventaja competitiva [Habbershon y Williams (1999)].

Los fundamentos teóricos que sustentan las investigaciones sobre los efectos de la propiedad de una empresa sobre su *performance* proceden de las aportaciones de la Teoría Económica de las Organizaciones y, especialmente, de una de sus ramas fundamentales, la Teoría de la Agencia. Según la Teoría Económica de las Organizaciones la eficiencia productiva de una empresa, además de otros factores, depende de la estructura de propiedad y control y del diseño organizativo interno de la

empresa. La Teoría de la Agencia, basada en la existencia de diferentes intereses y de asimetrías informativas entre los participantes en la empresa, trata de resolver los diversos conflictos que inciden en el funcionamiento de la misma a partir de concebirla como un conjunto de relaciones contractuales entre esos participantes, los cuales persiguen satisfacer sus propios intereses. A partir de esa forma de concebir la empresa, la Teoría de la Agencia atribuye diferente eficiencia a empresas con concentración de propiedad, en las que coincide la propiedad y el control con respecto a empresas con estructura de propiedad dispersa y, por tanto, menor control de la propiedad sobre la gestión. Ello es debido a que en este último caso los costes de contratación son superiores, pues se deben «redactar y administrar contratos con beneficiarios residuales externos y con órganos decisorios internos» [Fama y Jensen (1985, p. 105)]. Además, esos costes de contratación pueden variar según la naturaleza de los principales propietarios que controlan la sociedad.

De acuerdo con Galve y Salas (1993), la naturaleza del grupo que controla una empresa puede influir en sus resultados tanto a través de las diferencias en los fines que persiguen, que pretenden trasladar a los objetivos de la empresa a través de su control, como a través de los costes de agencia a que dan lugar los contratos cuyo fin es mantener la armonía y cohesión del grupo o los que sirven para regular el conflicto con otros participantes minoritarios. Así, las características de los objetivos y de las relaciones en la empresa familiar podrían contribuir a reducir determinados costes de agencia pero quizás también a generar otros.

Como señalan estos autores, la empresa familiar representa el *antiparadigma* de la separación entre propiedad y control descrito por Berle y Means (1932) en la gran empresa americana. Esto es, la empresa familiar se caracteriza por ser una empresa con una elevada concentración de la propiedad, en la que la familia posee el porcentaje más elevado de participación en el negocio y, normalmente, está involucrada en la gestión de la misma, de modo que hay una coincidencia entre propiedad, control y gestión. Además, la empresa familiar presenta una estructura contractual especial en la que se superponen las relaciones económicas y familiares. Es decir, como indican Gómez-Mejía *et al.* (2001, p. 82)], «un contrato de relación entre un propietario de una empresa familiar y un agente (miembro de la familia) implica un vínculo común y un conjunto de expectativas mutuas que es más probable que se basen en emociones y sentimientos

de lo que sucede en un contrato de ese tipo en una empresa no familiar. Por lo tanto, los vínculos familiares dan lugar a contratos que tienden a apartarse de la racionalidad económica». Así pues, resulta adecuado aplicar los postulados de la Teoría de la Agencia para estudiar los resultados que esa superposición de relaciones económicas y familiares ejerce sobre la eficiencia de estas empresas.

Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976) atribuyen a la concentración de propiedad de una empresa un efecto positivo sobre el valor de la misma, ya que reduce el clásico conflicto de intereses entre propietarios y directivos y, por tanto, los costes de agencia que supone establecer mecanismos de supervisión y de vinculación del agente así como los que resultan de una posible pérdida residual. Dada la alineación de la propiedad, el control y la gestión en la empresa familiar y, por tanto, de los intereses y objetivos de los propietarios y directivos, con frecuencia se le ha atribuido a la empresa familiar menores costes de agencia y, por consiguiente, una mayor eficiencia [Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a), Daily y Dollinger (1992), Harvey (1999)]. Sin embargo, también se detectan actuaciones que provocan una disminución del valor de la empresa, tales como la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, la ineficiencia en la asunción de riesgos y en la toma de decisiones de inversión<sup>33</sup> [Fama y Jensen (1983a)].

Así, la Teoría de la Agencia también contempla que en las empresas con propiedad concentrada y gerencial aparece otro tipo de problema de agencia que tiene lugar entre distintos tipos de propietarios, es decir, entre aquellos con elevado porcentaje de propiedad y que además controlan efectivamente la empresa y aquellos otros que son minoritarios y no intervienen en la gestión de la compañía. Este nuevo problema surge del aprovechamiento de beneficios privados del control por parte de los principales accionistas que además controlan la gestión de la empresa, lo cual se traduce en una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios externos. Este tipo de conflicto de agencia puede dar lugar a costes que superen los beneficios derivados de la mayor supervisión y alineación de intereses que se da en las empresas con propiedad concentrada y gerencial [Villalonga y Amit (2006)].

---

<sup>33</sup> En las empresas con propiedad concentrada y gerencial, los principales accionistas-directivos tienen su cartera de valores materializada fundamentalmente en la empresa, de modo que no se pueden beneficiar de la posibilidad de reducir riesgos a través de la diversificación de sus inversiones financieras. Esto motiva que las decisiones de inversión que adoptan en la empresa estén presididas por el objetivo de no asumir grandes riesgos, lo cual puede conllevar ineficiencia en la toma de decisiones de inversión.

En este sentido, las empresas familiares están típicamente controladas por un gran accionista que disfruta de enormes beneficios privados del control [Faccio y Lang (2002)] y que se centra en la maximización de sus propios beneficios más que en los de todos los accionistas [Bertrand y Schoar (2006)]. Croci *et al.* (2011, p. 864) señalan que «como originalmente observaron Demsetz y Lehn (1985) y Holderness y Sheehan (1988) los accionistas que individualmente controlan una empresa y, por extensión, las familias con una fuerte titularidad y control de la empresa, valoran las oportunidades de aprovechar incentivos o beneficios en mayor medida que los accionistas mayoritarios de otras empresas, especialmente, porque poseen beneficios privados no monetarios y no transferibles». Es decir, el tamaño de los beneficios privados que disfrutaban los propietarios de las empresas familiares es mayor que los de las empresas no familiares. Atendiendo a la distinción hecha por Ehrhardt y Nowak (2001), en las empresas controladas por una familia resultan especialmente destacables, respecto a las otras empresas, además de los otros tipos de beneficios privados, el peso de los beneficios relacionados con la reputación, sobre todo en aquellas todavía dirigidas por el fundador. El prestigio social de la familia, su tradición, la promoción de miembros de la misma dentro de la empresa y el poder de las relaciones personales entre los mismos son aspectos que constituyen parte importante de las características propias de la empresa familiar o *familiness*. Por tanto, en los negocios familiares la familia máxima propietaria que además controla las decisiones puede utilizar su posición de control en la empresa para extraer beneficios privados a costa de los accionistas minoritarios, lo que requerirá de un mayor control por parte de estos últimos con el consiguiente incremento en los costes de agencia. En este sentido, hay trabajos que concluyen que las empresas familiares cotizadas pagan una prima de rentabilidad para compensar a los accionistas minoritarios del riesgo que corren ante esa posible expropiación de riqueza por parte de los accionistas principales que controlan la gestión [Shleifer y Vishny (1986), La Porta *et al.* (1999)].

Además, una de las principales características de la empresa familiar es el altruismo, que puede tener repercusiones positivas y negativas con respecto a los costes de agencia y, por tanto, en el valor de la empresa. Como señalan Schulze *et al.* (2003b), desde el punto de vista económico el altruismo es entendido como una función de utilidad en la que la riqueza de un individuo está directamente relacionada con la riqueza de otros [Bergstrom (1989)], de modo que si uno de ellos favorece la riqueza de

los otros se está favoreciendo a sí mismo. Este rasgo se produce dentro de las familias, de modo que los padres se ven impulsados a proteger a sus hijos y a fomentar relaciones de cuidado, compromiso y lealtad entre los miembros de la familia. Este altruismo dentro del seno de la familia se traslada a la empresa de la que es propietaria y favorece que los miembros de la familia se involucren en la misma con esos valores y ello incrementa la comunicación y la cooperación dentro de la empresa familiar y, por tanto, se reduzcan las asimetrías informativas y aumenten los acuerdos informales [Jensen y Meckling (1976), Daily y Dollinger (1992)].

No obstante, como indican Schulze *et al.* (2003b) el altruismo no solo ofrece una cara positiva sino que además tiene una segunda cara que es negativa, ya que esta misma característica presente en la familia puede conducir a que los miembros de la misma tengan incentivos para adoptar decisiones que perjudiquen tanto la riqueza de la familia como de la empresa y, en consecuencia, aumenten los costes de agencia. Es decir, se producen problemas tales como el nepotismo, la dificultad de la familia para seleccionar y sustituir a los empleados familiares ineficientes y el riesgo moral de que los hijos puedan aprovechar la generosidad de sus padres con conductas oportunistas, de holgazanería y de despilfarro en detrimento de la profesionalidad en la gestión de la empresa. Así, los padres se enfrentan al llamado “dilema del samaritano” [Buchanan (1975)] en el que deben elegir bien sus actuaciones para que los beneficiarios de las mismas no las utilicen en su propio perjuicio, esto es, han de ejercer un autocontrol de sus decisiones. Schulze *et al.* (2003b) destacan que una posible solución a este problema es que los padres establezcan con sus hijos acuerdos de transferencias de beneficios condicionados a su buen comportamiento. Sin embargo, admiten que la existencia de asimetrías informativas «dificulta que los padres altruistas sean a la vez generosos y justos e incrementa el riesgo de que los planes de transferencia contingentes no solo fallen en motivar adecuadamente al beneficiario, sino que podrían también desatar conflictos o celos entre hermanos y dentro del entorno familiar» [Schulze *et al.* (2003b, p. 477)]. En resumen, el altruismo en las empresas familiares se puede traducir en problemas de selección adversa y de riesgo moral. Además, estos autores resaltan que estos efectos negativos derivados del altruismo se agravan en las empresas familiares cuando dado su porcentaje de propiedad, el control de los recursos de la empresa se halla a la entera discreción del *CEO* de la empresa, que frecuentemente es uno de los progenitores de la familia.

Schulze *et al.* (2003b) demuestran en su trabajo que el 71% de las empresas familiares en USA pagan incentivos a los miembros de la familia empleados consistente con el resultado de estudios previos que también revelan que más del 70% de las empresas familiares de USA ofrecen dichos pagos de incentivos a los trabajadores miembros de la familia [Fraser (1990), Greco (1997)], lo cual contradice lo que la teoría clásica de agencia predice en cuanto a la no necesidad de mecanismos de supervisión en la empresa familiar. Además, encuentran que la efectividad de esos pagos de incentivos sobre la *performance* de la empresa familiar está moderada por el altruismo. Es decir, en concreto está condicionada por la información existente acerca del patrimonio de los accionistas principales y sus intenciones de transferir sus acciones así como si la empresa se mantendrá bajo el control familiar. En definitiva, Schulze *et al.* (2003b) ponen de manifiesto que el altruismo da lugar a problemas de agencia únicos en las empresas familiares y que estas empresas pueden mejorar su *performance* mediante mecanismos de control de los costes de agencia tales como el pago de incentivos o la planificación estratégica.

Asimismo, dado el mayor tamaño de los beneficios privados de que disfrutaban los propietarios-directivos de las empresas familiares, además de los problemas de selección adversa y de riesgo moral que derivan del altruismo, cabe esperar un mayor atrincheramiento en la gestión por parte de esos directivos [Morck *et al.* (2000)], esto es, que tiendan a mantenerse atrincherados en sus puestos de trabajo incluso aunque su gestión no sea beneficiosa para la empresa [Gómez-Mejía *et al.* (2001)].

Por tanto, en las empresas familiares la reducción de los costes de agencia que resultan del clásico problema de agencia entre propietarios y directivos se puede ver superada en sentido negativo por la aparición de otros tipos de costes de agencia que provendrían en última instancia de la inexistencia de mecanismos formales de control sobre los propietarios-directivos miembros de la familia. Es decir, los vínculos emocionales entre los miembros de la familia reducen la existencia de esos procedimientos formales de control y, sin embargo, a pesar de la supuesta alineación de intereses entre propietarios y directivos en las empresas familiares, parece que continua siendo necesario que se instrumenten y se apliquen para evitar los problemas de selección adversa y de riesgo moral que se derivan del altruismo propio de este tipo de

empresas, el atrincheramiento de los directivos y la apropiación de beneficios privados por parte de los propietarios-directivos a costa de la riqueza de accionistas minoritarios.

No obstante, tal y como recuerdan Chrisman *et al.* (2004), los costes de agencia que surgen del conflicto entre principal y agente se producen únicamente cuando se contravienen los intereses u objetivos del principal. En este sentido, Chrisman *et al.* (2004) consideran que si hay una conducta, por ejemplo, de nepotismo motivada por el deseo o interés de los propietarios miembros de la familia de beneficiar a sus familiares y dicha actuación reduce la *performance* de la empresa, aun así no puede considerarse como un coste de agencia. Es decir, en las empresas familiares no solo son importantes los objetivos económicos sino también los no económicos<sup>34</sup> y, por tanto, «la naturaleza de los costes de agencia en las empresas familiares merece una consideración más cuidadosa» [Chrisman *et al.* (2004, p. 336)]. Así, plantean la tesis de que las familias pueden obtener beneficios no económicos como consecuencia de su implicación en la empresa y, por ello, exigir una menor rentabilidad por el capital aportado, «lo cual podría explicar parcialmente el predominio de las empresas familiares en la economía global» [Chrisman *et al.* (2004, p. 339)].

Chrisman *et al.* (2004) asumen que los costes de agencia son diferentes en las empresas familiares y las empresas no familiares y realizan una comparación teórica de los mismos distinguiendo cuatro tipos de costes de agencia en función de su origen:

- Aquellos que surgen del altruismo asimétrico.
- Los que provienen de la separación entre la propiedad y la gestión.
- Los que resultan del conflicto de intereses entre propietarios y prestamistas.
- Y los que se derivan del conflicto de intereses entre accionistas principales y minoritarios.

Así, con respecto al primer tipo, siguiendo a Schulze *et al.* (2001, 2003b) aceptan que el altruismo solo está presente en las empresas familiares y, por tanto, solo estas empresas y no las no familiares sufren los costes de agencia a que da lugar dicho atributo. Con relación al segundo tipo, afirman que si los dos tipos de empresas se caracterizan por una propiedad concentrada y gerencial, en ninguna de ellas se

---

<sup>34</sup> Puede consultarse, por ejemplo, Lee y Rogoff (1996).



producirán costes de agencia propios de la separación entre la propiedad y la gestión.<sup>35</sup> Sin embargo, si ese rasgo se da en la empresa familiar, pero no en la empresa no familiar, de modo que en esta última la gestión no es llevada a cabo por propietarios, los costes de agencia que surgen del conflicto entre propietarios y directivos serán superiores en la empresa no familiar que en la empresa familiar. En cuanto a los costes de agencia que resultan del problema entre propietarios y prestamistas, *ceteris paribus*, serán iguales en las empresas familiares y las no familiares si se financian con los mismos prestamistas, pero serán inferiores en las empresas familiares si en ellas los miembros de la familia están dispuestos a sacrificar e invertir sus propios recursos en situaciones de crisis, especialmente cuando el porcentaje de participación que tiene la familia en la empresa es importante [Anderson *et al.* (2003)]. Por último, aunque admiten que no hay evidencia sistemática que lo valide, si la dispersión de la propiedad es diferente en la empresa familiar y en la no familiar, presumen que los costes de agencia que provienen del conflicto entre distintos tipos de propietarios serán inferiores en la empresa familiar que en la empresa no familiar, tanto si la comparación se establece entre una empresa familiar no cotizada y una empresa no familiar no cotizada, como si ambas empresas son no cotizadas. No obstante, admiten que en el caso de empresas familiares con accionistas externos se producen costes de agencia únicos [Slator (2002)]. Por lo tanto, Chrisman *et al.* (2004) concluyen desde un punto de vista teórico o conceptual que no es posible determinar si el total de costes de agencia será mayor o menor en las empresas familiares con respecto a las empresas no familiares, de modo que es una cuestión a resolver empíricamente.

En este contexto de aplicación de la Teoría de la Agencia a la investigación de la empresa familiar, Carney (2005) realiza una interesante contribución que permite ligar la Teoría de Agencia y el Enfoque de Recursos. Carney (2005) pone de manifiesto que distintas estructuras de gobierno corporativo se caracterizan por diferentes sistemas de incentivos, patrones de autoridad y normas de responsabilidad, lo cual se puede traducir en ventajas o desventajas competitivas. Así, identifica tres características que considera que definen el sistema de gobierno corporativo en las empresas familiares: “parsimonia”, “personalismo” y “particularismo”. Según explica, la “parsimonia” se refiere a que en la medida en que en las empresas familiares las decisiones estratégicas

---

<sup>35</sup> Matizan que en ocasiones esos costes no serían nulos porque se podrían producir conductas oportunistas de los trabajadores que en las pequeñas empresas es difícil controlar.

afectan a la propia riqueza personal de la familia y los directivos son además propietarios, hay una tendencia a una conservación y asignación de recursos más cuidadosa que en empresas con otras formas de gobierno. Denomina “personalismo” al hecho de que en las empresas familiares la autoridad última del gobierno de la empresa reside en la persona de un propietario-directivo miembro de la familia, que le permite eludir restricciones internas y externas y proyectar su propia perspectiva dentro de la empresa. Por “particularismo” entiende que a diferencia de lo que sucede en empresas con otras estructuras de gobierno, en la empresa familiar las decisiones no solo se adoptan siguiendo un criterio de racionalidad económica, sino que esa autoridad concentrada en algún miembro/s de la familia les dota de libertad para ejercerla según su criterio particular, basado en el altruismo o nepotismo, «lo cual podría atenuar la propensión a la parsimonia» [Carney (1995, p. 255)].

Carney (2005) considera que, por una parte, las empresas familiares a menudo se enfrentan a restricciones de capital y de capacidad de gestión, las cuales suponen una fuente de desventajas competitivas que limitan su supervivencia y crecimiento. Las restricciones de capital provienen de que a este tipo de empresas se le atribuye una dependencia por los recursos financieros proporcionados por la familia y una reticencia hacia las aportaciones externas para evitar la pérdida de control, lo que condiciona su crecimiento. Las restricciones de capacidad de gestión se refieren a que es menos probable que las empresas familiares contraten directivos externos con alto grado de cualificación. En concreto sugiere que estos dos tipos de limitaciones impiden a las empresas familiares crear valor por medio de estrategias de diferenciación y de aumento de la cuota de mercado. Sin embargo, por otra parte, afirma que la combinación de las tres características propias de la forma de gobierno de las empresas familiares: “parsimonia”, “personalismo” y “particularismo” puede generar ventajas competitivas. Así, indica que la característica de “parsimonia” ofrece ventajas a las empresas familiares en el desarrollo de estrategias de liderazgo en costes y flexibilidad en “entornos escasos”<sup>36</sup> con respecto a otros tipos de empresas que requieren una mayor cantidad de recursos para desarrollar sus complejas estructuras. El “personalismo” y el “particularismo” conjuntamente son fuente de ventaja competitiva en las empresas

---

<sup>36</sup> Se refiere a mercados caracterizados por una producción intensiva en trabajo, tecnologías maduras, pocas barreras de entrada y pocos requerimientos de capital tales como, por ejemplo, la industria de servicios de comida o, en economías emergentes y en desarrollo, la producción global de bienes de consumo (ropa, calzado deportivo, etc.).

familiares en la medida en que favorecen la creación de “capital social”, el cual genera valor para la empresa porque reduce los costes de transacción relativos a la búsqueda, supervisión, modificación y ejecución de contratos [Gulati (1998)]. Además, señala que las tres características permiten aprovechar con rapidez y decisión oportunidades de inversión en las empresas familiares, lo que resultaría más difícil y lento para los directivos profesionales de otro tipo de empresas, ya que los propietarios-directivos de las empresas familiares gozan de la libertad de asignar recursos y aprovechar oportunidades con base en su criterio particular e intuitivo. En cualquier caso, manifiesta que tales posibles ventajas derivadas de esos rasgos únicos en las empresas familiares serán más probables en unos entornos que en otros.

En definitiva, en la medida en que la naturaleza familiar de la propiedad y control de una empresa sobre la base de ambas teorías, Enfoque de Recursos y Teoría de la Agencia, puede conllevar aspectos positivos y negativos cuyo efecto final no ha podido hasta el momento ser delimitado desde un punto teórico y de forma concluyente, es fundamental el recurso a la evidencia empírica para comprobar cuál es el resultado final de tales factores sobre la eficiencia y *performance* de la empresa familiar en relación con el resto de empresas. Así, en el anexo 1.1 se recoge una muestra de algunos de los trabajos que se han realizado sobre la influencia de la implicación de la familia en la empresa sobre su *performance*.

La investigación empírica realizada hasta el momento (parte de ella mostrada en el anexo 1.1) ha obtenido resultados dispares y no concluyentes para la cuestión de si las empresas familiares crean o no más valor que las empresas no familiares, de modo que sigue siendo una cuestión sin resolver. Así, hay trabajos que encuentran una relación positiva entre la propiedad y control familiar y la *performance* de la empresa como, entre otros, McCounaghy *et al.* (1998), Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006), mientras que otros revelan un impacto negativo del control familiar sobre el valor de la empresa como, por ejemplo, Cronqvist y Nilsson (2003), Barth *et al.* (2005) y Miller *et al.* (2007) y algunos no obtienen ninguna relación entre el control familiar y la *performance* como sucede en Maury (2006), Menéndez-Requejo (2006) y Sacristán y Gómez (2006). Esta disparidad de resultados se debe a que son muchos los factores que pueden alterar los resultados, tales como: la diversidad de definiciones de empresa familiar, los marcos institucionales, las medidas de *performance*, las

metodologías utilizadas y los tipos de empresa familiar según viva o no el fundador, la generación dominante, etc.

De acuerdo con Westhead y Cowling (1997) son múltiples las críticas de las que son objeto los estudios sobre la *performance* de las empresas familiares, algunas de las cuales se siguen observando en la actualidad. En primer lugar, la mayoría de los estudios se siguen centrando en analizar la *performance* de empresas familiares grandes y cotizadas [Carsrud (1994)], cuando la realidad empresarial en numerosos países está dominada por pequeñas y medianas empresas familiares no cotizadas. En segundo lugar, hay una falta de acuerdo acerca de la definición adecuada de empresa familiar [Handler (1989), Westhead y Cowling (1996)]. En tercer lugar, los estudios sobre *performance* de empresa familiar generalmente emplean una única medida de *performance* [Gartner (1986)] y existe poco consenso sobre el mejor indicador para recoger con exactitud la *performance* de las pequeñas y medianas empresas no cotizadas [Begley y Boyd (1987), Daily y Dollinger (1992)]. Asimismo, a estas críticas que revisan Westhead y Cowling (1997) se puede añadir que la mayoría de los análisis olvidan la consideración de las características individuales específicas de cada empresa familiar ligadas a la cultura y valores propios de la familia y que determinan su comportamiento y, por tanto, sus resultados, ya que no resultan fáciles de medir [Pindado *et al.* (2008)]. Y, por último, la mayoría de los trabajos no contemplan la posibilidad de una relación no lineal entre la naturaleza familiar y la *performance*, ni los posibles problemas de endogeneidad entre la concentración de propiedad familiar y la *performance* [Demsetz y Villalonga (2001)].<sup>37</sup>

## 1.5. LA DECISIÓN DE SALIDA A BOLSA

El Instituto de Empresa Familiar señala que son cinco los retos principales que han de superar las empresas familiares para su supervivencia y competitividad: la continuidad generacional, el incremento de su dimensión, la profesionalización, la

---

<sup>37</sup> No obstante, esta crítica ya es resuelta en diversos trabajos como, por ejemplo, Filatotchev *et al.* (2005), Villalonga y Amit (2006), Barontini y Caprio (2006), Maury (2006), Pindado *et al.* (2008), Kowalewski *et al.* (2010), Sacristán *et al.* (2011).

permanente innovación tecnológica e industrial y la internacionalización.<sup>38</sup> Uno de los principales inconvenientes que encuentran las empresas familiares para cumplir con estos retos es la falta de recursos financieros suficientes, motivada en gran parte por el deseo del mantenimiento del control de la empresa dentro de la familia. Sin embargo, la aportación de recursos al negocio por parte de los actuales socios y la obtención de fondos en el mercado de crédito no siempre son posibles ni suficientes, ya que en la mayoría de los casos se trata de empresas de reducido tamaño con las consiguientes restricciones al crédito. Por ello, la salida a bolsa aparece como una alternativa clara para conseguir, entre otras ventajas, la financiación necesaria a través de ampliaciones de capital. Por otro lado, el acceso a la bolsa obliga a articular formalmente la estrategia de mando de las empresas familiares y, de este modo, contribuye a resolver los conflictos internos y familiares que caracterizan a este tipo de empresas a medida que aumentan de tamaño y/o incorporan nuevas generaciones a la propiedad y la gestión del negocio.

Asimismo, cabe considerar que la salida a bolsa de las empresas familiares puede implicar un nuevo tipo de costes indirectos derivado de la pérdida de control del grupo familiar y, por tanto, de la posible disminución o pérdida de la *familiness* que puede ser fuente de ventajas competitivas en una empresa familiar. No obstante, en este sentido, en la *web* de la Bolsa de Madrid se hace hincapié en que «empresa familiar y empresa cotizada en Bolsa no son conceptos excluyentes. Al contrario, un buen número de las empresas admitidas en Bolsa siguen estando bajo el control de grupos familiares».<sup>39</sup> No se precisa que haya un abandono de las fórmulas de gobierno de la familia propietaria para controlar su gestión, puesto que el Mercado de Valores permite su mantenimiento.

La decisión de salir a bolsa representa un hecho de gran relevancia en la trayectoria de una empresa, que supone cambios importantes en su naturaleza, operativa y relaciones con los distintos agentes que participan de su actividad. En concreto, produce un cambio en su estructura financiera y de propiedad, permite el acceso a una nueva fuente de financiación y posibilita a sus propietarios la realización de las ganancias acumuladas que resultan de su participación y la opción de diversificar sus

---

<sup>38</sup> Instituto de la Empresa Familiar (España). En línea. Consultado el 5 de octubre de 2014 en <http://www.iefamiliar.com/web/es/ief.html>.

<sup>39</sup> Bolsa de Madrid (España). En línea. Consultado el 15 de julio de 2014 en <http://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/VenCotizar/VenCotizar2.aspx>.

inversiones [Jenkinson y Ljungqvist (2001)]. Como señalan Pagano *et al.* (1998), existe una tendencia a considerar la salida a bolsa de una empresa simplemente como una etapa en su ciclo de vida. Sin embargo este pensamiento no puede explicar por sí solo el patrón de salidas a bolsa observado, ya que existen empresas de gran tamaño que se mantienen fuera de los mercados de valores y la gran mayoría de las empresas existentes no negocian sus valores en un mercado bursátil. En consecuencia, la decisión de salir a bolsa no puede concebirse como una fase lógica y esperada en la evolución de toda empresa, sino como el resultado de una elección concreta en cada una de ellas. Dicha elección se ve determinada por la valoración de las posibles consecuencias positivas y negativas que la decisión de salir a bolsa puede implicar para la empresa. Este enfoque basado en los beneficios y costes que implica la salida a bolsa es el que se argumenta en la mayor parte de la literatura [Rydqvist y Högholm (1995), Röell (1996), Pagano *et al.* (1998), Fischer (2000), Gill y Pope (2004), Mayor y Kumar (2006)].

Röell (1996), tras una revisión de los estudios de Ransley (1984), Buckland y Davis (1989), Ferrari (1992) y Rydqvist y Högholm (1995), que analizan las salidas a bolsa de una serie de empresas inglesas, americanas, italianas y suecas, respectivamente, señala como **ventajas de la salida a bolsa**, en el orden de importancia indicado por tales empresas, las siguientes:

- ❖ La principal razón citada por las empresas que desean iniciar la cotización de sus acciones es la posibilidad de obtener nueva financiación. El crecimiento y la expansión son objetivos fundamentales en las empresas pero requieren disponer de volúmenes importantes de recursos financieros. Si bien la salida a bolsa de una empresa no proporciona financiación a la empresa, sí facilita la emisión de nuevas acciones, lo cual representa un medio de financiación alternativo a la autofinanciación, al crédito bancario y a la aportación privada de capital, los cuales no siempre son suficientes, accesibles o implican, como en el caso del crédito bancario, un aumento del riesgo financiero y un posible desequilibrio financiero en la empresa.

- ❖ En segundo lugar de importancia, las empresas justifican su salida a bolsa porque consideran que mejora la imagen y la publicidad de la compañía frente a proveedores, clientes y trabajadores. La salida de una empresa a bolsa refuerza su imagen corporativa y la de sus productos, aportándole un cierto prestigio. En la

medida en que la cotización en bolsa ofrece no solo una certificación inicial de los profesionales del mercado de valores sobre la calidad de la empresa sino también una medida del valor a largo plazo, los aportantes de fondos tienen mayor información para su decisión de conceder crédito, los trabajadores pueden ver una mayor estabilidad de su trabajo y los clientes pueden esperar una garantía *post-venta* para los productos que compran. En definitiva, a una empresa cotizada se le suele atribuir una mayor capacidad profesional. Además, una empresa cotizada tiene presencia en medios de comunicación especializados, lo que le proporciona una publicidad gratuita que contribuye a su difusión.

❖ Otra de las razones alegadas que justifican la salida a bolsa de una empresa es que permite una mayor motivación e involucración de directivos y empleados en la actividad y futuro de la empresa, mediante la entrega de acciones cotizadas como parte de su remuneración, de modo que aquellos tienen incentivos para actuar en la dirección de maximizar el valor de las acciones, lo cual reduce costes de agencia. Cada vez es más frecuente el empleo de esquemas de incentivos que vinculan parte de la retribución del personal clave de la empresa a los resultados que alcanzan y la bolsa facilita su establecimiento.

❖ Otro motivo que puede llevar a los accionistas de una empresa a decidir salir a bolsa es su deseo de vender toda o parte de su participación en la compañía, bien a través de una oferta inicial o a través de ofertas subsiguientes. Autores como Zingales (1995), Rydqvist y Hoghölml (1995), Mello y Parsons (1998) y Black y Gilson (1998) destacan este argumento.<sup>40</sup>

❖ El aprovechamiento de una ventana de oportunidad, esto es, la posibilidad de aprovechar las ineficiencias en la formación del precio de las acciones en los mercados de valores puede impulsar también las salidas a bolsa en momentos en los que el inversor muestra un sentimiento excesivamente optimista,<sup>41</sup> tal como indica abundante evidencia empírica [Ibbotson y Ritter (1995), Pagano *et al.* (1998)],

---

<sup>40</sup> No obstante, en los folletos de emisión se elude hacer mención a este motivo, ya que afectaría negativamente al precio y, además, a los fundadores de las empresas se les atribuye el deseo de retener el control de las mismas.

<sup>41</sup> Ritter (1991) fue el primero en señalar la posibilidad de que las empresas elijan llevar a cabo una oferta pública inicial en un momento del tiempo tal que les permita aprovechar el hecho de que otras empresas de la misma industria estén sobrevaloradas. Rajan y Servaes (1997) modelizaron y contrastaron esta ventana de oportunidad.

o cuando los propios directivos consideran que la empresa está en una buena situación económica y financiera y esperan, en consecuencia, una mayor valoración en el mercado, como señalan Myers y Majluf (1984).

Asimismo, Rydqvist y Högholm (1995) señalan que la teoría identifica como beneficios de la salida a bolsa:

❖ *La transferencia de riesgos y diversificación.* Por un lado, las empresas que han experimentado un periodo de fuertes inversiones y crecimiento pueden, a través de una oferta inicial, reequilibrar su estructura financiera por medio de un aumento de la financiación propia que compense los niveles de deuda asumidos [Rydqvist y Högholm (1995), Pagano *et al.* (1998)]. Por otro lado, la salida a bolsa supone una dispersión de la propiedad de la empresa, de modo que cuando la propiedad es repartida, los riesgos pueden ser compartidos entre diferentes inversores que diversifican bien sus carteras. Además, la cotización en el mercado bursátil, por una parte, facilita a la empresa la obtención de recursos que puede destinar a la adquisición de acciones de otras compañías y, de ese modo, diversificar el negocio y, por otra, proporciona a los propietarios de la empresa la posibilidad de vender sus acciones y tomar participaciones en otras empresas con el fin de gestionar adecuadamente sus carteras de inversión. Autores como Pagano (1993), Zingales (1995), Stoughton y Zechner (1998) y Chemnanur y Fulghieri (1999) destacan el papel de la diversificación como motivo de la salida a bolsa.

❖ *La mejora de la liquidez.* La admisión en Bolsa supone que las acciones de la empresa se pueden negociar en un mercado organizado en el que concurren numerosos participantes, inversores institucionales o individuales, con deseos de comprar y vender acciones, de modo que es la mejor manera de dotarlas de liquidez. La mayor liquidez permite a los inversores reequilibrar sus carteras a un bajo coste, aumenta el valor de la recompensa que se les da a los trabajadores vía entrega de acciones y facilita que los miembros de la familia propietaria de una empresa puedan negociar y transferir el control de la misma para resolver problemas de sucesión. Brau *et al.* (2005), a partir de los resultados obtenidos en un cuestionario repartido entre directivos financieros de empresas norteamericanas, concluyeron que junto con la financiación del crecimiento, la mejora de la liquidez es la principal razón para la salida a bolsa.



❖ *La información englobada en la valoración de mercado.* Conocer el valor de una empresa es una información que interesa a directivos y accionistas. Aunque existen diversos métodos de valoración de empresas, posiblemente sea el precio que fija el mercado para los títulos de una compañía el método más objetivo y de más rápida aplicación. La valoración bursátil no se basa solo en la situación actual de la empresa, sino en su capacidad de generar beneficios futuros, es decir, en sus expectativas de negocio y beneficio futuro. Además, en la medida en que esta información está disponible para todos se produce mayor simetría informativa, la cual aumenta la liquidez y, a su vez, si esta es valorada por los inversores entonces conduce a aumentar el valor de mercado. Esto puede ser aprovechado por los emisores que pueden decidir ofrecer las acciones en dos etapas, mediante una oferta inicial y una oferta subsiguiente, con el fin de aprovechar en la segunda la reducción de la selección adversa. Asimismo, la valoración del mercado puede usarse como medida de la eficiencia en la gestión [Holmstrom y Tirole (1993)].

Otras ventajas de la salida a bolsa de una empresa, tal como indica la consultora Braxton,<sup>42</sup> son:

❖ *El establecimiento de una estructura accionarial más adecuada* según los requerimientos de la etapa del ciclo vital en la que se encuentre la empresa. Las empresas a lo largo de su vida atraviesan por diferentes etapas, cada una de las cuales supone distintas características y exigencias tanto en cuanto a estilo directivo como a estructura de propiedad. La salida al mercado bursátil puede facilitar la adaptación de la estructura accionarial de la empresa ante las necesidades que exige el paso de una etapa a otra. En este sentido, destaca su utilidad para resolver el problema sucesorio al que se enfrentan las empresas familiares, cuando tiene lugar el paso de una generación a la siguiente y, asimismo, cuando las empresas se hallan en una fase que requiere una mayor profesionalización en la gestión.

❖ *La posibilidad de realizar operaciones corporativas.* Cada vez son más habituales las estrategias de crecimiento basadas en las fusiones o adquisiciones de empresas. El mercado bursátil permite la rápida valoración de las acciones de las empresas involucradas en la operación, favorece las operaciones de canje de acciones

---

<sup>42</sup> Consultora Braxton-Group. En línea. Consultado el 15 de abril de 2013 en <http://www.braxton-group.com/es/firmas/braxton-capital/corporate-finance/cotizar-en-bolsa/requisitos/>.

entre ellas y proporciona liquidez a los nuevos accionistas. Zingales (1995) afirma que una oferta pública inicial puede ser un primer paso en la adquisición de una empresa a un precio atractivo. Brau *et al.* (2003) apoyan dicho argumento de que las ofertas públicas iniciales permiten que las acciones cotizadas de una empresa se puedan usar como moneda de cambio tanto en la adquisición de otras compañías como en acuerdos para ser adquiridas.

Por lo que respecta a las **desventajas de la salida a bolsa**, Röell (1996) extrae las siguientes:

❖ En primer lugar, *los costes tanto directos como indirectos*. La salida a bolsa y la cotización bursátil suponen una serie de costes directos asociados al hecho de dar publicidad de la compañía, preparar el folleto informativo, pagar honorarios a las entidades colocadoras y/o aseguradoras de la emisión, así como, los gastos de carácter fijo que supone la cotización, esto es, las tasas bursátiles y los costes derivados de la preparación y difusión periódica de la información pública sobre la compañía, costes de auditoría, etc. Esos costes, relativamente fijos, desincentivan a las empresas de poco tamaño a salir a bolsa, de modo que cabe esperar una relación positiva entre el tamaño empresarial y la probabilidad de salir a bolsa. Asimismo, la cotización bursátil implica costes indirectos, como las restricciones a la libertad de acción en la toma de decisiones empresariales e implicaciones fiscales y, especialmente, los costes de selección adversa y de riesgo moral. Como señalan Rydqvist y Högholm (1995), cuando los gestores de una empresa poseen más información sobre la misma que la que se conoce externamente, hay un problema de selección adversa, ya que es más probable que las empresas de baja calidad pongan en venta sus acciones. Frente a ello, en equilibrio, los inversores externos se protegen a través de ofrecer un menor precio de compra de las acciones. Cabe esperar que estos costes de selección adversa disminuyan con la edad o historia y el tamaño de la empresa. En este sentido Chemmanur y Fulghieri (1999) indican que el coste de la selección adversa es mayor en compañías más jóvenes y de menor tamaño, dado el menor nivel de información disponible. Por otra parte, cuando en una empresa la propiedad está concentrada y hay poca separación entre propiedad y control se produce una mayor alineación de intereses entre propietarios y directivos, pero pueden darse actuaciones de los principales propietarios que supongan una

expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios. Sin embargo, si la empresa sale a bolsa y, con ello, se produce una dispersión de la propiedad y una separación de la propiedad y control, se reduce la posibilidad de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios, pero aumenta el problema de riesgo moral en la medida en que puede haber mayor divergencia de intereses entre directivos y propietarios. Ante este riesgo, los inversores externos buscarán un descuento en el precio de las acciones, que el emisor puede intentar reducir por medio de una colocación privada a un gran inversor pero a costa de la liquidez y valoración del mercado, de gastar recursos en la contratación de consejeros externos para que aumenten la supervisión o a través de la participación de un banco de inversión que inspeccione a la empresa en los primeros años después de su salida a bolsa.

❖ En segundo lugar, *el peligro de la pérdida de control de la empresa*. Como indican Rydqvist y Högholm (1995), la salida a bolsa puede implicar la pérdida de control, la revelación de información a los competidores y la exposición a la posibilidad de una OPA hostil. Sin embargo, la emisión de dos clases de acciones, con y sin derecho de voto, y la utilización de otras medidas de defensa frente a las OPA puede resolver en alguna medida estos costes. Brau y Fawcett (2006), a partir de un cuestionario entre directores financieros de una muestra de empresas americanas, encontraron que el principal motivo para mantener la empresa fuera del mercado de valores es el deseo de preservar el control de la toma de decisiones y la propiedad. Cabría esperar que cuanto mayor sean los beneficios privados del control menor será la probabilidad de salir a bolsa. Hay creciente evidencia que apunta a que los beneficios privados tienen mayor importancia en las empresas de propiedad familiar que en las no familiares [Burkart *et al.* (2003), Anderson *et al.* (2003)], de modo que es de esperar que la naturaleza familiar tenga un efecto negativo en la decisión de salir a bolsa.

Otros inconvenientes señalados en los estudios revisados por Röell (1996) son: la mayor presión sobre los directivos al estar expuestos a la valoración pública, los requerimientos informativos que pueden llevar a mayor presión de los sindicatos para que se suban los salarios, el escrutinio de los inversores externos, la presión de los dividendos y la exposición a una OPA [Ransley (1984)].

La teoría también señala la pérdida de confidencialidad como un aspecto importante que frena la salida a bolsa de una empresa. Frente a la ventaja que supone un mayor conocimiento y mejora de imagen de la empresa, la salida a bolsa presenta el inconveniente que obliga a la empresa a dar difusión de aspectos estratégicos actuales y futuros de su negocio, tales como desarrollos tecnológicos y planes de marketing, en el folleto de admisión a negociación y en los requerimientos informativos periódicos y, por tanto, a revelar tal información al público en general y a sus competidores en particular.

Por lo tanto, y como remarcan Mayur y Kumar (2006), la literatura muestra que la obtención de financiación a través de los mercados de capitales no es la única razón para decidir la salida a bolsa y revela que la diversidad de motivos que justifican tal decisión difieren de unos estudios a otros. Así, Pagano *et al.* (1998) encontraron que el equilibrio de la estructura de capital es el principal motivo de la salida a bolsa. Greenwood (2005) observó que las empresas que llevan a cabo una oferta pública inicial aprovechan la ventaja que les supone hacer la emisión cuando las empresas de la misma industria están sobrevaloradas. Brau y Fawcett (2006) concluyeron que la posibilidad de hacer adquisiciones de compañías es la principal motivación de la salida a bolsa. Brau *et al.* (2005) mostraron que las empresas que hacen una oferta pública inicial mejoran su reputación en el mercado. Como señalan Duréndez *et al.* (2015), en el caso de la empresa familiar la decisión de salir a bolsa añade consideraciones particulares ya que, por un lado, supone permitir la entrada de inversores ajenos a la familia empresaria, cederles control y aumentar la transparencia y, por otro, puede ayudar a resolver el problema sucesorio y la supervivencia de la empresa [Mazzola y Marchisio (2002), Jaskiewicz *et al.* (2005)]

En relación con esos factores que determinan que una empresa decida salir a bolsa, la literatura recoge una serie de trabajos empíricos, aunque todavía escasos,<sup>43</sup> que tomando como base las teorías sobre los beneficios y costes asociados a la salida a bolsa y bien a través de la realización de un cuestionario entre los responsables de la empresa, como ya se han señalado algunos, o bien a través de un análisis estadístico de los datos financieros de la empresa y de variables macroeconómicas, con carácter *ex-ante* y/o *ex*

---

<sup>43</sup> Como señalan Gill y Pope (2004), hay una escasez de trabajos que contrasten empíricamente las predicciones teóricas en relación a los factores que determinan la salida a bolsa, debido principalmente a la falta de disponibilidad de datos sobre empresas no cotizadas, necesarios para investigar la elección de salir o no a bolsa.

–*post* a la oferta pública inicial, concluyen acerca de aquellas características que influyen en mayor medida a la hora de que una empresa tome la decisión de iniciar su cotización en el mercado de valores. En la tabla 1.8 se enumeran algunos trabajos empíricos y sus conclusiones acerca del tipo de efecto que tienen algunos de esos factores determinantes en la decisión de salir a bolsa.

**Tabla 1.8. Evidencia empírica sobre el efecto de diferentes factores en la decisión de salida a bolsa.**

<b>FACTORES</b>	<b>TRABAJOS</b>	<b>EFECTO</b>
<b>Tamaño</b>	Leland y Pyle (1977), Ritter (1987), Pagano <i>et al.</i> (1998), Chemmanur y Fulghieri (1995), Helwege y Packer (2003), Gill y Pope (2004), Chemmanur <i>et al.</i> (2005), Kim y Sung (2005), Rosen <i>et al.</i> (2005), Yang-Pin y Wei (2006), Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	Positivo
<b>Edad</b>	Rock (1986), Welch (1989), Chemmanur y Fulghieri (1995), Pagano <i>et al.</i> (1998)	Positivo
	Helwege y Packer (2003), Boehmer y Ljungqvist (2004), Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	Negativo
<b>Esfuerzo inversor</b>	Fischer (2000), Chemmanur <i>et al.</i> (2005), Farinós y Sanchis (2009)	Positivo
<b>Valoración de la industria</b>	Pagano <i>et al.</i> (1998), Helwege y Packer (2003), Smith <i>et al.</i> (2002), Gill y Pope (2004), Boehmer y Ljungqvist (2004), Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	Positivo
<b>Rentabilidad</b>	Pagano <i>et al.</i> (1998), Fisher (2000), Mayur y Kumar (2006), Yang-Pin y Wei (2006)	Positivo
	Gill y Pope (2004)	Negativo
<b>Endeudamiento</b>	Helwege y Packer (2003), Busaba <i>et al.</i> (2001), Gill y Pope (2004), Kim y Sung (2005), Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	Negativo
<b>Necesidades financieras</b>	Pagano <i>et al.</i> (1998), Fisher (2000), Gill y Pope (2004), Mayur y Kumar (2006), Yang-Pin y Wei (2006)	No efecto
	Smith <i>et al.</i> (2002)	Positivo
<b>Riesgo</b>	Fisher (2000), Chemmanur <i>et al.</i> (2005), Mayur y Kumar (2006)	Positivo
<b>Crecimiento de ventas</b>	Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	No efecto
	Fisher (2000), Chemmanur <i>et al.</i> (2005)	Positivo
<b>Coste de la deuda</b>	Mayur y Kumar (2006), Farinós y Sanchis (2009)	No efecto
<b>Revelación de información</b>	Mayur y Kumar (2006)	Negativo
	Fisher (2000)	Positivo
<b>Actividad de oferta pública inicial</b>	Boehmer y Ljungqvist (2004)	Negativo
<b>Propiedad familiar</b>	Boehmer y Ljungqvist (2004)	Negativo

Además de los trabajos que estudian los factores que determinan la salida a bolsa de una empresa, la literatura sobre las salidas a bolsa también ha dedicado un interés creciente al estudio de tres fenómenos generalmente observados. Nos referimos a la existencia de:

- Rentabilidades de mercado anormalmente elevadas en el corto plazo, debidas a una posible infravaloración de la oferta pública inicial.
- Rendimientos de mercado anormalmente bajos en el largo plazo.
- Caída de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa.

Estos fenómenos se han observado comunes tanto en las salidas a bolsa realizadas según el modelo anglosajón como en las llevadas a cabo bajo el modelo continental europeo. Sin embargo, en ambos modelos también se han observado características diferenciadoras, tanto en cuanto al tipo de empresa que decide salir a bolsa como en la práctica de llevar a cabo dicha salida [Loughran *et al.* (1994), Giudici y Roosenboom (2002)].

No obstante, son muy escasos los estudios que se centran en el análisis de la decisión de salir a bolsa y de las anomalías observadas tras dicho suceso para el caso de la empresa familiar, tanto a nivel internacional como especialmente en el mercado español. Entre tales estudios y en relación con la decisión de salir a bolsa se hallan Rydqvist y Högholm (1995) y Marchisio y Ravasi (2000).

Rydqvist y Högholm (1995), sobre una muestra de 308 empresas que salieron a bolsa en el mercado sueco durante el periodo 1970-1991 (de las cuales 166 son empresas familiares, esto es el 54%) estudian las motivaciones que impulsaron a esas empresas a tomar dicha decisión. Entre sus resultados destacan que: la empresa media que opta por iniciar la cotización es vieja y bien establecida, los propietarios utilizan la oferta inicial para vender una proporción importante de sus acciones, las oleadas de actividad de salidas a bolsa tienen lugar después de un incremento excepcional del precio de las acciones y, finalmente, la actividad de salidas a bolsa no está relacionada con el ciclo de negocio. Estos resultados sugieren, por un lado, que las empresas suecas no deciden salir a bolsa para financiar su crecimiento y, por otro, la elevada proporción de acciones secundarias que se venden con la salida a bolsa indica que los propietarios

iniciales eligen salir a bolsa con el fin de financiar su consumo o diversificar riesgos. Asimismo, la elección del inicio de la cotización tras un aumento extraordinario de los precios de las acciones en el mercado permite a los propietarios reequilibrar sus carteras de modo que el beneficio de la liquidación de sus acciones exceda el coste de la salida a bolsa.

Marchisio y Ravasi (2000), por su parte, investigan cómo la salida a bolsa proporciona a las empresas familiares la capacidad de construir y sostener una nueva ventaja competitiva que refuerce y consolide su posición a través del incremento de su reputación y su capital social. Para ello, combinan la evidencia basada en el estudio de seis casos de empresas familiares que salieron a bolsa en el mercado italiano y la que extraen de los resultados de un cuestionario distribuido entre las 74 empresas que salieron a bolsa en el mercado italiano en los últimos cinco años, de las que 43 eran empresas familiares. Señalan que tradicionalmente la literatura apunta a que las empresas familiares deciden comenzar a cotizar fundamentalmente por razones de carácter financiero [Jones (1979), Wucinich (1979), Peterson *et al.* (1983), De Visscher *et al.* (1995)]<sup>44</sup> y para solucionar los problemas sucesorios y garantizar la supervivencia de la empresa tras la salida de la empresa de su fundador [Corbetta (1995), Jovenitty (1998), Perrini (1999)]. Marchisio y Ravasi (2000) encuentran que, además de los motivos financieros, la decisión de salir a bolsa de la empresa familiar se ve estimulada como un medio de aumentar su visibilidad, confianza y reputación y, de ese modo, mejorar su capital social, esto es, sus relaciones externas con potenciales participantes en la empresa: competidores, inversores, clientes y proveedores.

Las empresas familiares, en su mayoría de tamaño pequeño y mediano, se enfrentan a la dificultad de obtener los recursos financieros necesarios para aprovechar las oportunidades de inversión y permitir el crecimiento de la empresa. Las aportaciones dinerarias de la familia resultan insuficientes y el acceso al crédito difícil y muy costoso. La salida a bolsa amplía las posibilidades de financiación y capacita a las empresas para negociar con las entidades de crédito en mejores condiciones. Asimismo, las empresas familiares a lo largo de su ciclo de vida se enfrentan a un problema añadido derivado del trasvase generacional que conduce a un aumento del número de propietarios familiares con vínculos afectivos más débiles, los cuales plantean

---

<sup>44</sup> Se trata de literatura sobre la pequeña empresa en general más que sobre la empresa familiar en particular, ya que antiguamente se asimilaba la pequeña empresa con la empresa familiar.

importantes conflictos en la gestión y ponen en peligro la supervivencia de la empresa. La opción de cotizar las acciones de la empresa permite dotarlas de una valoración objetiva y de mayor liquidez y, por tanto, facilita que los propietarios familiares que no se sienten vinculados con el negocio familiar puedan vender con facilidad sus participaciones a un valor de mercado. Además, la salida a bolsa exige una mayor profesionalización de la empresa, de modo que insta y ayuda a la empresa familiar a seleccionar a su personal de acuerdo con sus competencias y capacidades profesionales, reduciendo el nepotismo y favoreciendo su supervivencia y crecimiento.

Por otra parte, Durukan (2006) y Yu y Zheng (2012) investigan la influencia de la naturaleza familiar de la propiedad sobre la infravaloración de las ofertas públicas iniciales. Durukan (2006), sobre una muestra de 112 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el mercado emergente de valores de Estambul durante el periodo 1994-2003, encuentra una relación débil entre la estructura de propiedad y la infravaloración. Sin embargo, Yu y Zheng (2012), a través del análisis de una muestra de 151 empresas de propiedad concentrada que realizaron ofertas públicas iniciales en el *Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)* en el periodo 2002-2006, obtienen que los niveles más altos de infravaloración de las ofertas públicas iniciales están asociados con la mayor implicación de los miembros de la familia en la gestión de la empresa y con un mayor potencial de repartirse entre ellos la propiedad de la misma. Asimismo, encuentran que la fuerte implicación familiar en la empresa, que conlleva una mayor infravaloración de la oferta pública inicial, atrae una mayor dispersión en la suscripción de la oferta evitando la entrada de grandes inversores.

Asimismo, Mroczkowski y Tanewski (2005), sobre una muestra de 600 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el *Australian Stock Exchange (ASX)* en el periodo 1988-1999, de las cuales 127 (21,2%) son empresas familiares y 473 (78,8%) son empresas no familiares, hallan una infravaloración significativamente inferior en las ofertas iniciales de las empresas familiares que en las de las empresas no familiares.

Ding y Pukthuanthong-Le (2008), a partir de una muestra de 84 ofertas públicas iniciales de empresas familiares y 84 de empresas no familiares realizadas durante el periodo 1987-2004 en Taiwan y Hearn (2011) en una muestra de 63 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el periodo 2000-2009 en la región del norte de África (Marruecos, Algeria, Egipto y Túnez) también observan una infravaloración



significativamente inferior en las ofertas públicas iniciales de las empresas familiares que en las de las empresas no familiares.

Por último, Schmid y Jithendranathan (2012) analizan una muestra de 118 empresas familiares y 118 empresas no familiares que realizaron una oferta pública inicial en el periodo 1996-2004 en USA con el objetivo de detectar si existen diferencias significativas en la infravaloración de las ofertas de las empresas familiares y las de las no familiares y también obtienen que el rendimiento inicial medio, y por tanto la infravaloración de la oferta, es significativamente inferior en las ofertas de las empresas familiares que en las de las empresas no familiares. Asimismo, encuentran una relación negativa y significativa entre la naturaleza familiar de la empresa y la infravaloración de su oferta inicial.

Si bien son diversos los trabajos que han analizado la *performance* de empresas familiares cotizadas en relación con la de las no familiares (véase anexo 1.1), la investigación de las diferencias de los efectos de la salida a bolsa en la *performance* de mercado y operativa de la empresa familiar con respecto a la no familiar es muy escasa. Así, por lo que se refiere a la *performance* de mercado tras la salida a bolsa, Ehrhardt y Nowak (2003) en el mercado alemán, Chahine (2007) en el mercado francés y Jaskiewicz *et al.* (2005) en los mercados español y alemán, estudian la anomalía de los rendimientos de mercado a largo plazo que se producen tras las ofertas públicas iniciales de empresas familiares. Ehrhardt y Nowak (2003) y Jaskiewicz *et al.* (2005), consistente con la evidencia previa existente para las empresas en general, obtienen rendimientos anormales negativos a largo plazo en las empresas familiares tras su salida a bolsa. Sin embargo, Chahine (2007) observa rentabilidades anormales positivas a largo plazo tras la salida a bolsa de las empresas familiares en el mercado francés. En particular, el trabajo de Jaskiewicz *et al.* (2005) examina la *performance* de mercado a largo plazo de las ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el periodo 1990-2000 en el mercado alemán (153 ofertas públicas iniciales) y en el mercado español (43), distinguiendo entre las empresas familiares y las no familiares. Jaskiewicz *et al.* (2005) encuentran que tres años después de la salida a bolsa los inversores obtuvieron por término medio rendimientos anormales a largo plazo negativos y significativos tanto en las ofertas públicas iniciales alemanas como en las españolas y que, solo cuando se

emplea como referencia el índice de mercado, la *performance* de mercado a largo plazo es significativamente inferior en las empresas familiares que en las no familiares.

Finalmente, con respecto a la *performance* operativa de las empresas familiares tras su salida a bolsa, Mazzola y Marchisio (2002), con el objetivo de resaltar las ventajas que ofrece la salida a bolsa para el crecimiento de las empresas, analiza de manera descriptiva la evolución de diferentes características de *performance* de 36 empresas que iniciaron su cotización en el mercado de valores italiano en el periodo 1995-1998 y distingue entre empresas familiares (26) y empresas no familiares (10). Observan que las empresas familiares doblan su facturación desde tres años antes de la oferta inicial a tres años después y que el crecimiento de la facturación en las empresas no familiares es en un ratio ligeramente superior. En cuanto a la rentabilidad (*ROA* y *ROE*), encuentran una tendencia similar tanto para las empresas familiares como para las no familiares, esto es, un crecimiento importante previo a la salida a bolsa y un decrecimiento en el año posterior a la oferta, aunque dos años después de la salida a bolsa vuelve a crecer.

Ferreira (2008) investiga por qué las empresas familiares tras su salida a bolsa experimentan una caída significativa en sus niveles de rentabilidad, eficiencia, empleo y actividad y muestran un incremento en las ventas y en la inversión en capital. Para ello, analizan una muestra de 25 empresas familiares que salieron a bolsa en el mercado portugués durante el periodo 1989-2004. Concluye que la caída en la *performance* tras la salida a bolsa es significativamente mayor cuando se dan alguna/s de las siguientes situaciones: no hay propietarios en la gestión, lo cual supone un aumento de los costes de agencia; el nivel de concentración de propiedad tras la salida a bolsa es bajo; el porcentaje de propiedad retenido por el fundador es pequeño; la situación económica en el momento de la oferta inicial no es buena; y el antiguo *CEO* es sustituido.

Kartika (2012) estudia la *performance post-oferta* pública inicial de 121 empresas que iniciaron su cotización en la bolsa de Malasia en el periodo 2005-2008, comparando las empresas familiares con las no familiares. En términos descriptivos muestra que tras la salida a bolsa la *performance* de las empresas familiares no es mejor que la de las no familiares. Sin embargo, el análisis multivariante revela que la composición del consejo de administración y de la propiedad influye en la *performance* futura de las empresas tras la oferta pública inicial.

Chahine y Goergen (2013), sobre la base de los postulados de la Teoría de la Agencia, estudian los efectos contrapuestos (incremento o reducción de los costes de agencia según prevalezca el efecto positivo de la alineación de intereses o el efecto negativo de la expropiación a los accionistas minoritarios) sobre la *performance* operativa tras la oferta pública inicial tanto de los lazos familiares como de las relaciones sociales entre los miembros del consejo de administración y los miembros de la alta dirección. Para ello, trabajan sobre una muestra de 500 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en USA durante el periodo 1997-2008. Encuentran que la *performance* operativa tras la salida a bolsa está positivamente asociada con el alcance de las relaciones sociales pero está negativamente vinculada con la dimensión de los lazos familiares. Asimismo, obtienen que controlando por las relaciones sociales la independencia del consejo de administración incrementa la *performance* operativa tras la oferta inicial.

Por lo que respecta al mercado español, el número de estudios sobre la salida a bolsa de la empresa familiar es extremadamente reducido. Podemos citar los realizados por Sacristán (2001), García-Pérez-de-Lerma *et al.* (2011) y Duréndez *et al.* (2015), quienes se centran en las motivaciones de las empresas familiares para salir a bolsa. Estos autores ponen de manifiesto el protagonismo activo y creciente de la empresa familiar en el mercado de valores español. Sin embargo, no hemos encontrado investigación que analice las tres anomalías generalmente observadas tras la salida a bolsa para el caso de las empresas familiares en nuestro mercado.<sup>45</sup>

Sacristán (2001) señala que la empresa familiar antes de salir a cotizar es por término medio más rentable y ha experimentado menores tasas de crecimiento en su activo que la empresa no familiar. Asimismo, encuentran que las razones que justifican la salida a bolsa de las empresas familiares no son tanto de carácter estratégico, comercial y organizativo, sino más bien de índole financiero, de modo que una vez obtenido todo el endeudamiento bancario posible, las empresas familiares deciden salir a bolsa en busca de otras fuentes alternativas de financiación.

García-Pérez-de-Lerma *et al.* (2011), a través de un cuestionario enviado a 102 empresas pequeñas y medianas que estarían en condiciones de acceder al segmento de

---

<sup>45</sup> A excepción del trabajo ya comentado de Jaskiewicz *et al.* (2005) que analiza la anomalía de los rendimientos de mercado a largo plazo tras la salida a bolsa de las empresas familiares en el mercado alemán y en el mercado español.

Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MaB-EE), investigan y comparan las preferencias financieras y las diferentes actitudes en relación al MaB-EE entre las empresas familiares y las no familiares. Sus resultados revelan que son cuatro las principales ventajas que percibe la empresa familiar para salir a bolsa, por orden de importancia: tener acceso a una fuente de financiación alternativa y evitar el racionamiento del crédito, garantizar la supervivencia de la empresa, obtener liquidez y diversificar riesgos. Por su parte, indican que las empresas familiares estiman dos inconvenientes para tomar dicha decisión: la resistencia al cambio de propietarios-directivos y factores internos en relación con la carencia de habilidades específicas. Además, estos autores encuentran diferencias significativas entre las preferencias de las empresas familiares y de las empresas no familiares en relación con las ventajas e inconvenientes de salir a bolsa. Así, las empresas familiares consideran de forma significativamente más importante que las empresas no familiares como ventajas de salir a bolsa: superar el problema del racionamiento del crédito, aumentar la profesionalización de la gestión, mejorar la liquidez y obtener una valoración de la compañía, diversificar riesgos e incrementar las inversiones en innovación y en I+D. Pero también las empresas familiares dan más importancia significativa a las diversas barreras que se presentan para salir a bolsa, tales como: complejidad de requisitos, revelación de información, pérdida de control y confidencialidad, resistencia al cambio de los propietarios y los directivos y carencia de sistemas de control de la gestión y de personal cualificado. No obstante, no encuentran diferencias significativas en la percepción que tienen sobre estas ventajas e inconvenientes las empresas familiares que se hayan controladas por distintas generaciones.

Duréndez *et al.* (2015), de forma similar al trabajo de García-Pérez-de-Lerma *et al.* (2011), con el objetivo de identificar el interés de las empresas familiares por cotizar en el MaB-EE y las principales ventajas e inconvenientes que perciben, realizan un análisis de corte transversal mediante una encuesta realizada en 2010 a una muestra de 830 empresas (477 familiares y 353 no familiares). El principal resultado que obtienen es que las empresas familiares son más reacias a salir a cotizar al MaB-EE que las empresas no familiares, debido a su mayor conservadurismo y resistencia al cambio y que la pérdida de control y de confidencialidad son los principales obstáculos que encuentran las pequeñas y medianas empresas para decidir la salida a bolsa.

Por tanto, a pesar de la importancia creciente que tiene el estudio de la empresa familiar, la relevancia de la decisión estratégica de salir a bolsa y la existencia de anomalías generalmente observadas tras este suceso, existe una escasez de trabajos sobre estos fenómenos anómalos para el caso de las empresas familiares en los diferentes mercados y, en particular, son inexistentes en el mercado español. Por ello, el objetivo de esta Tesis es analizar, en los capítulos siguientes, si dos de esos tres sucesos, a saber, la infravaloración de las ofertas iniciales y la caída de la *performance* operativa de las empresas tras la salida a bolsa, se producen en el mercado español, especialmente en las empresas familiares, y si la naturaleza familiar de la empresa conlleva alguna diferencia significativa en tales anomalías con respecto a la empresa no familiar.



**ANEXO 1.1. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**

Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Westhead y Cowling (1997)	887 empresas no cotizadas de UK (1991-1994)	Más del 50% de los derechos de voto pertenecen a una familia y la empresa se considera a sí misma empresa familiar.	Ingresos ventas Empleados Crecimiento ventas Productividad Rentabilidad Exportaciones	No encuentran diferencias significativas entre la <i>performance</i> de las EF y las ENF y ambos tipos de empresas tienen similares ambiciones de crecimiento.
McConaughy <i>et al.</i> (1998)	219 empresas americanas cotizadas (1986 a 1988)	El <i>CEO</i> es el fundador o un miembro de su familia.	Ratio <i>market to book</i> <sup>46</sup>	Impacto positivo de la familia fundadora como <i>CEO</i> sobre el valor de mercado de la empresa para igual tamaño, industria y nivel de concentración de propiedad. Este resultado persiste cuando se comparan las EF con empresas de propiedad dispersa. Lo que afecta al valor no es la estructura de propiedad (concentrada y gerencial o dispersa) sino la naturaleza de la misma (familiar o no familiar) El efecto positivo es mayor cuando la empresa está en manos de los descendientes.
Anderson y Reeb (2003)	403 empresas cotizadas en el New York Stock Exchange (S&P 500) (1992-1999)	La familia fundadora posee acciones de la empresa y/o los miembros de la familia fundadora están presentes en el consejo de administración.	<i>q</i> de Tobin <sup>47</sup> <i>ROA</i> <sup>48</sup>	Con independencia de la edad de la empresa, mejor <i>performance</i> en la EF que en la ENF. Este resultado es más favorable cuando algún miembro de la familia ejerce de <i>CEO</i> y, especialmente, si este es el fundador en lugar de los herederos. No obstante, hay una relación no uniforme entre la <i>performance</i> y los niveles de propiedad familiar.
Villalonga y Amit (2006)	508 empresas cotizadas incluidas en <i>Fortune 500</i> <sup>49</sup> (1994-2000)	Siguiendo a Anderson y Reeb (2003), el fundador o un miembro de su familia por sangre o matrimonio es un ejecutivo o un accionista mayoritario de la empresa.	<i>q</i> de Tobin <sup>50</sup> <i>q</i> de Tobin ajustado por industria	La propiedad familiar crea valor solo cuando el fundador sirve como <i>CEO</i> o como presidente con un heredero como <i>CEO</i> .

<sup>46</sup> Calculado como el cociente entre el valor de mercado de los recursos propios y el valor en libros de los recursos propios.

<sup>47</sup> Estimada como el cociente entre el valor de mercado del activo total y el coste de reposición del activo.

<sup>48</sup> Calculado de dos maneras: cociente entre los ingresos netos y el valor contable del activo y cociente entre los beneficios antes de intereses, impuestos y amortización (EBITDA) y el valor contable del activo.

<sup>49</sup> Se trata de un *ranking* anual de las empresas americanas más grandes.

<sup>50</sup> Ratio entre valor de mercado de la empresa y activo total.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Pérez-González (2006)	335 empresas americanas cotizadas (1980-2000)	Define las empresas en las que es probable que se leguen a parientes aquellas en las que hay una persona con al menos el 5% de la propiedad, dos o más directivos, jefes o accionistas están emparentados por sangre o matrimonio o el fundador ejerce como ejecutivo. Define la “sucesión familiar” como cualquier cambio en la gestión en el que el nuevo <i>CEO</i> está relacionado por sangre o matrimonio con el <i>CEO</i> saliente, el fundador o un gran accionista.	<i>OROA</i> <sup>51</sup> (y ajustado por industria) <i>q</i> de Tobin o ratio <i>market to book</i> <sup>52</sup>	Efecto negativo sobre la <i>performance</i> de la sucesión del <i>CEO</i> a un miembro de la familia, especialmente si no tiene preparación universitaria, frente a la sucesión del <i>CEO</i> a un no miembro de la familia. Indica que el nepotismo perjudica a la <i>performance</i> al limitar el alcance de la competencia del mercado laboral.
Miller <i>et al.</i> (2007)	896 empresas americanas de <i>Fortune 1000</i> y muestra aleatoria de 100 empresas más pequeñas cotizadas en USA (1996-2000)	Varios miembros de la misma familia están implicados como propietarios principales o directivos, contemporáneamente o a lo largo del tiempo.	<i>q</i> de Tobin <sup>53</sup> <i>q</i> de Tobin ajustado por industria	Revela que los resultados son muy sensibles a la definición empleada de EF y a la naturaleza de la muestra. Las empresas de <i>Fortune 1000</i> con varios familiares como propietarios o directivos nunca tienen mejor valoración del mercado con respecto al resto de empresas, incluso durante la primera generación. Solo las empresas con un único miembro de la familia implicado tienen mejor <i>performance</i> . Además, ni el primero ni el segundo tipo de empresas tienen mejor <i>performance</i> que las empresas de una muestra aleatoria más pequeñas que aquellas.

<sup>51</sup> *Operating return on assets*, calculado como el cociente entre el resultado de explotación y el activo total.

<sup>52</sup> Calculado como el cociente entre la suma del valor contable del activo más el valor de mercado de los recursos propios menos la suma del valor contable de los recursos propios y los impuestos diferidos y el valor contable del activo.

<sup>53</sup> Calculado como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa.



**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Rutherford <i>et al.</i> (2008)	831 empresas familiares americanas ( <i>American Family Business Survey</i> 2002)	Emplea las tres dimensiones (poder, experiencia y cultura) de influencia familiar que componen la escala <i>F-PEC</i> de Astrachan <i>et al.</i> (2002) y Klein <i>et al.</i> (2005)	Ingresos ventas Ventas por empleado Ratio de endeudamiento Crecimiento de ventas Crecimiento de empleados <i>Performance</i> percibida	La <i>familiness</i> muestra asociaciones con ingresos, estructura de capital, crecimiento y <i>performance</i> percibida, pero hay tanto relaciones positivas como negativas, de modo que la escala <i>F-PEC</i> no parece que pueda resolver el <i>puzzle</i> de resultados que aparecen en la literatura sobre la <i>performance</i> de la empresa familiar.
Adams <i>et al.</i> (2009)	321 empresas americanas de <i>Fortune 500</i> (1992-1999)	No define empresa familiar sino que considera si el fundador es el <i>CEO</i> o no.	<i>q</i> de Tobin <sup>54</sup> <i>ROA</i> <sup>55</sup>	Cuando el <i>CEO</i> es el fundador mejora el valor de mercado y la <i>performance</i> operativa.
O'Boyle <i>et al.</i> (2010)	526 empresas familiares americanas ( <i>Arthur Anderson/Mass Mutual American Family Business Survey</i> 2007)	Presencia substancial de la familia en la propiedad, gobierno, gestión, sucesión y/o empleo.	Porcentaje sobre ventas del beneficio antes de intereses e impuestos	La ética de una empresa familiar influye en la relación entre la implicación familiar y la <i>performance</i> financiera. Es decir, hay una relación positiva entre la implicación familiar y la ética y entre esta última y la <i>performance</i> financiera.
Ehrhardt <i>et al.</i> (2006)	124 empresas alemanas grandes (1903-2003)	Hay una influencia dominante de la familia fundadora, ya que posee al menos el 50% de los derechos de voto. No es esencial la participación de la familia en la gestión.	<i>ROA</i>	Las EF tienen mejor <i>performance</i> que las ENF pero decrece a través de sucesivas generaciones.

<sup>54</sup> Calculado como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa.

<sup>55</sup> Definido como el ratio entre el resultado neto antes de resultados extraordinarios y de actividades discontinuas y el valor contable del activo.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Kaserer, C. y Moldenhauer, B. (2008)	245 empresas alemanas (2003)	Consideran la empresa familiar como un caso particular de la propiedad gerencial, que miden como el porcentaje de propiedad total controlado por los <i>insiders</i> . <sup>56</sup>	<i>q</i> de Tobin <sup>57</sup> Rendimientos históricos de las acciones	Hay una relación positiva y significativa entre la propiedad gerencial y la <i>performance</i> tanto medida por la <i>q</i> de Tobin como por el rendimiento de las acciones a lo largo de un periodo de cinco años. Además, la existencia de grandes accionistas externos y una propiedad gerencial más concentrada también tiene un impacto positivo sobre la <i>performance</i> .
Allouche <i>et al.</i> (2008)	1.271 empresas cotizadas en Japón (1998-2003)	Distinguen tres niveles de control familiar: B, C y D. B: Los miembros de la familia están entre los principales accionistas y en puestos de la alta gestión. C: Los miembros de la familia están entre los principales accionistas pero no en puestos de la alta gestión. D: Los miembros de la familia están en puestos de la alta gestión pero no entre los principales accionistas.	<i>ROA</i> <i>ROE</i> <i>ROIC</i> <sup>58</sup>	La <i>performance</i> de las EF es mejor que la de las ENF. El nivel de control familiar influye fuertemente en la <i>performance</i> .
Cronqvist y Nilsson (2003)	309 empresas cotizadas en Suecia (1991-1997)	La empresa pertenece al fundador o descendientes del fundador y familiares o individuos relacionados con el fundador.	<i>q</i> de Tobin <sup>59</sup> <i>ROA</i>	Las familias emplean más mecanismos de incremento del control, como dos clases de acciones, que otros tipos de propietarios controladores, lo cual va asociado a un mayor descuento en el valor de mercado de la empresa. El <i>ROA</i> es significativamente inferior en las empresas con propiedad y control concentrado. Las empresas con mecanismos de incremento del control son alrededor de un 50% menos probable objeto de una OPA con respecto a las otras empresas.

<sup>56</sup> Consideran que son *insiders* los miembros de ambos consejos, de administración (“Vorstand”) y de supervisión (“Aufsichtsrat”) y sus familiares. Además, considera un grupo de *quasi-insiders* en el cual incluyen todos los primeros miembros de los consejos y sus familias.

<sup>57</sup> Aproximado como cociente entre valor de mercado y valor contable de la empresa.

<sup>58</sup> *Return on invested capital*.

<sup>59</sup> Calculado como el cociente entre el valor de mercado y el coste de reposición del activo total.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Barth <i>et al.</i> (2005)	438 empresas noruegas (1996)	Al menos el 33% de las acciones pertenecen a una persona o a una familia, pudiendo estar o no gestionada por la familia propietaria.  Cuatro variables <i>dummy</i> :: - <i>Family_all</i> : el principal accionista que posee al menos el 10% de los derechos de voto es una familia, un individuo una empresa no cotizada. - <i>Family_unlisted</i> : el accionista principal familiar es una empresa no cotizada.	Valor añadido <sup>60</sup>	Las empresas de propiedad familiar son menos productivas que el resto. Esta diferencia de productividad es explicada por diferencias en la gestión de la empresa, ya que las empresas de propiedad familiar dirigidas por una persona ajena a la familia son igualmente productivas que las ENF, mientras que las empresas de propiedad familiar gestionadas por un miembro de la familia son significativamente menos productivas.
Maury (2006)	1.672 empresas no financieras en Europa Occidental <sup>61</sup> (1998)	- <i>Family_identified</i> : el principal accionista es una familia o individuo, excluye empresas no cotizadas y empresas gestionadas por la familia. - <i>Family_management</i> : el accionista principal es una familia o un individuo que ejerce de <i>CEO</i> , presidente honorario, presidente o vicepresidente.	<i>q</i> de Tobin <sup>62</sup> <i>ROA</i> <sup>63</sup> <i>ROE</i> <sup>64</sup>	La propiedad familiar disminuye el clásico problema de agencia entre propietarios y directivos. Sin embargo, para niveles altos de control familiar la valoración del mercado empieza a disminuir debido a problemas de oportunismo. El control familiar activo mejora el <i>ROA</i> , pero esta mejora no se refleja en el valor de mercado ( <i>q</i> ) debido al posible daño a los accionistas minoritarios. La propiedad familiar no activa no afecta a la <i>performance</i> . Consistente con Faccio <i>et al.</i> (2001) el control familiar parece afectar a la <i>performance</i> de la empresa de forma diferente según el nivel de transparencia y regulación del país.

<sup>60</sup> Medido por la diferencia entre las ventas de la empresa y el coste de las materias primas.

<sup>61</sup> Incluye Austria (46 empresas), Bélgica (30), Finlandia (73), Francia (209), Alemania (259), Irlanda (39), Italia (59), Noruega (76), Portugal (9), España (58), Suecia (104), Suiza (75) y Reino Unido (635).

<sup>62</sup> Estimada como el valor de mercado de los recursos propios ordinarios más el valor contable del activo total menos los recursos propios ordinarios y los impuestos.

<sup>63</sup> Calculado como el cociente entre (ingresos netos antes de dividendos preferentes + (intereses de la deuda – intereses capitalizados)\*(1-tipo impositivo)) y el total del activo del año anterior.

<sup>64</sup> Definido como el cociente entre los ingresos netos antes de dividendos preferentes menos los dividendos preferentes requeridos y los recursos propios ordinarios del año anterior.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Barontini y Caprio (2006)	675 empresas cotizadas en 11 países de la UE <sup>65</sup> (1999-2001)	La familia posee al menos el 10% de las acciones pero además posee más del 51% de derechos de voto directos o tiene más del doble de los derechos de voto directos del segundo accionista.	$q$ de Tobin <sup>66</sup> $ROA$ <sup>67</sup>	Mejor <i>performance</i> en la EF que en la ENF, incluso ante la existencia de mecanismos de incremento del control (estructuras piramidales, acciones de dos clases). Especialmente si el fundador es el <i>CEO</i> , pero el efecto sigue siendo positivo cuando intervienen los herederos en el consejo con puestos no ejecutivos. Solo cuando la familia no está presente en el consejo de administración, la EF parece funcionar peor que la ENF.
Sraer y Thesmar (2007)	731 empresas cotizadas en el mercado francés <sup>68</sup> (1994-2000)	Los miembros de una familia controlan al menos el 20% de las acciones.	$ROA$ $ROE$ Crecimiento de ventas $q$ de Tobin	Mejor <i>performance</i> de la EF frente a la ENF, tanto si el <i>CEO</i> es el fundador o algún heredero. Ambos lo hacen igual de bien, los primeros en empresas más jóvenes, los segundos en empresas más viejas.
Filatotchev <i>et al.</i> (2005)	228 empresas cotizadas en Taiwan (1999)	Para calcular la propiedad familiar identifican y suman los porcentajes de propiedad que pertenecen al mayor accionista individual y a los miembros de su familia.	Ratio <i>market to book</i> $ROCE$ <sup>69</sup> $ROA$ <sup>70</sup> $STIC$ <sup>71</sup> $EPS$ <sup>72</sup>	El control familiar no está relacionado con la <i>performance</i> . La independencia del consejo de administración en las empresas familiares y los intereses financieros de los miembros del consejo tienen un impacto positivo sobre la <i>performance</i> .

<sup>65</sup> Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Noruega, España, Suecia y Suiza.

<sup>66</sup> Estimado como el cociente entre (el valor contable del activo menos el valor contable de las acciones más el valor de mercado de las acciones) y el valor contable de las acciones.

<sup>67</sup> Calculado como cociente entre el resultado de explotación y activo total.

<sup>68</sup> Para el análisis multivariante la muestra es de 470 empresas.

<sup>69</sup> *Return on capital employed*, calculado como cociente entre el beneficio antes de impuestos y el capital total emitido.

<sup>70</sup> Calculado como el cociente entre el beneficio antes de intereses y el activo total.

<sup>71</sup> Porcentaje que representan las ventas sobre el capital emitido.

<sup>72</sup> Calculado como el cociente entre el beneficio después de impuestos y del pago del dividendo preferente y el total de acciones emitidas.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Kowalewski <i>et al.</i> (2010)	217 empresas polacas cotizadas (1997-2005)	La familia posee al menos el 25% de la propiedad.	$ROA^{73}$ $ROE^{74}$ $OROA^{75}$	Relación en forma de U invertida entre la propiedad familiar y la <i>performance</i> . Las empresas en las que el <i>CEO</i> es un miembro de la familia superan en <i>performance</i> a aquellas en las que no lo es.
Miller <i>et al.</i> (2014)	893 empresas familiares italianas no cotizadas (2000-2008)	La familia posee la mayoría absoluta, esto es, al menos el 50%.	$ROA$ ajustado por industria	Los <i>CEO</i> no familiares influyen más positivamente en la <i>performance</i> de la empresa cuando están supervisados por varios propietarios familiares que si la supervisión la ejerce solo un propietario familiar. También mejoran la <i>performance</i> cuando no se les exige que compartan el poder con otro <i>CEO</i> miembro de la familia.
Pindado <i>et al.</i> (2008)	779 empresas cotizadas de Europa Occidental <sup>76</sup> (2000-2006)	El accionista principal mayoritario es un individuo o una familia que posee al menos el 10% de los derechos de voto.	Cociente entre el valor de mercado de los recursos propios y el valor de reposición del activo	Relación no lineal entre la concentración de propiedad en manos de la familia y el valor de la empresa, es decir, hay un nivel de propiedad familiar a partir del cual el control familiar ejerce un efecto negativo sobre el valor de la empresa debido al riesgo de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios. Las EF jóvenes tienen mejor <i>performance</i> que las maduras. Las EF tienen mejor <i>performance</i> que las ENF incluso controlando por la no linealidad y la edad.
Galve y Salas (1996)	81 empresas españolas cotizadas (1990-1991)	La familia es el mayor accionista.	Eficiencia productiva <sup>77</sup> $ROE^{78}$	Las EF y las ENF tienen igual rentabilidad ( $ROE$ ) pero las EF son más productivas que las ENF.
Menéndez–Requejo (2006)	6.141 empresas españolas medianas y grandes (2002)	La familia es el principal accionista y/o hay miembros de la familia en el consejo de administración.	$ROE^{79}$	Mejor <i>performance</i> en la EF que en la ENF para igual tamaño e industria. La implicación de la familia en la gestión no tiene efecto sobre la <i>performance</i> .

<sup>73</sup> Medido como cociente entre el resultado neto y el activo total.

<sup>74</sup> Calculado como el cociente entre el resultado neto y los recursos propios.

<sup>75</sup> Calculado como el cociente entre el resultado de explotación y el activo total.

<sup>76</sup> Incluyen Reino Unido, Francia, Grecia, Holanda, España, Alemania, Suiza, Finlandia y Suecia.

<sup>77</sup> Entendida como valor añadido (diferencia entre ventas y compras de materias primas y servicios) por trabajador.

<sup>78</sup> Calculado como el cociente entre el valor añadido menos los costes laborales y menos los intereses de la deuda y los recursos propios.

<sup>79</sup> Medido como el cociente entre el resultado neto y el valor de mercado de los recursos propios.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Sacristán y Gómez (2006)	86 empresas españolas cotizadas (2002)	El principal propietario es una familia o un individuo con un porcentaje de votos superior al 10%.	<i>q</i> de Tobin o ratio <i>market to book</i> ajustado por industria <sup>80</sup> <i>ROA</i> ajustado por industria <sup>81</sup>	Ni la propiedad familiar ni el uso de pirámides de propiedad afecta al valor de mercado de la empresa. La presencia de los herederos en la gestión parece reducir el valor contable de la empresa.
Arosa <i>et al.</i> (2010a)	586 empresas españolas no cotizadas (2006)	El principal accionista es una persona o familia con al menos el 20% de participación y hay relaciones familiares entre los accionistas y los administradores.	<i>ROA</i> <sup>82</sup>	No encuentran relación significativa ni lineal ni no lineal entre la concentración de propiedad familiar y la <i>performance</i> de la empresa, de modo que no obtienen evidencia que apoye ni la hipótesis de supervisión y ni la de expropiación. No obstante, cuando consideran la generación dominante en la empresa, si bien en las empresas no gestionadas por la primera generación siguen sin observar ninguna relación significativa entre la concentración de propiedad familiar y la <i>performance</i> de la empresa, en las empresas familiares en primera generación obtienen una relación en forma de U invertida entre la concentración de propiedad y la rentabilidad. Es decir, en las empresas familiares en primera generación hasta un determinado nivel de concentración de propiedad (49%) la mayor supervisión de la gestión tiene un efecto positivo sobre la <i>performance</i> , pero a partir de ese nivel prevalece el efecto negativo de la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios.
Arosa <i>et al.</i> (2010b)	586 empresas españolas no cotizadas (2006)	El principal accionista es una persona o familia con al menos el 50% de participación y hay relaciones familiares entre los accionistas y los administradores.	<i>ROA</i> <sup>83</sup> <i>ROE</i> <sup>84</sup>	Obtienen que la <i>performance</i> de una empresa familiar no se ve afectada por la presencia de miembros independientes en el consejo de administración. Sin embargo, sí encuentran una relación positiva y significativa entre la presencia de consejeros dominicales y la <i>performance</i> de la empresa. Al considerar la generación que controla la empresa, observan que cuando se trata de la primera generación la presencia de miembros independientes en el consejo sí tiene una influencia positiva sobre la <i>performance</i> de la empresa, pero no se da ese efecto cuando la empresa está administrada por generaciones posteriores. Igual resultado obtienen acerca de la influencia de consejeros dominicales.

<sup>80</sup> Ratio entre valor de mercado y valor contable de los recursos propios ordinarios ajustado por la mediana de la industria.

<sup>81</sup> Ratio entre el *EBITDA* y el activo total ajustado por la mediana de la industria.

<sup>82</sup> Calculado como cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total.

<sup>83</sup> Calculado como cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total y también, de forma alternativa, definido como el cociente entre el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones y el total de activo.

<sup>84</sup> Definido como el cociente entre el resultado neto y el valor contable de los recursos propios.

**ANEXO 1.1 continuación. REVISIÓN DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA *PERFORMANCE* DE LA EMPRESA FAMILIAR.**  
 Empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF)

AUTOR	MUESTRA	DEFINICIÓN EF	MEDIDA DE <i>PERFORMANCE</i>	RESULTADOS
Sacristán <i>et al.</i> (2011)	118 empresas españolas cotizadas (2002-2008)	El principal propietario es una familia o un individuo con más del 10% de los derechos de voto.	<i>ROA</i> <sup>85</sup>	No hay relación significativa entre la propiedad familiar y la <i>performance</i> . La presencia de la familia en la gestión y/o como presidente del consejo de administración parece obstaculizar la <i>performance</i> . Confirman el efecto negativo de los mecanismos de incremento del control [Barontini y Caprio (2006)] y el efecto positivo del fundador en las empresas familiares [Sraer y Thesmar (2007)]. La presencia de un segundo gran accionista parece supervisar a los directivos y reducir los beneficios privados del control familiar.
Miralles-Marcelo, J.L. <i>et al.</i> (2014)	55 empresas cotizadas en Portugal y 115 empresas cotizadas en España (1999-2008)	La empresa es poseída y controlada por una familia.	<i>q</i> de Tobin o ratio <i>market to book ROA</i>	Identifican el tamaño y la edad de la empresa como factores que influyen en la diferencia de <i>performance</i> entre la EF y la ENF. Las EF están relacionadas positiva y significativamente con la <i>performance</i> financiera ( <i>ROA</i> ) pero guardan relación estadísticamente significativa con la <i>performance</i> de mercado ( <i>q</i> de Tobin), y estos resultados son más evidentes para las empresas familiares pequeñas y maduras en relación con el resto. El hecho de que el <i>CEO</i> sea un miembro de la familia tiene un impacto negativo sobre la <i>performance</i> financiera, es decir, quien gestiona la empresa no es indiferente ya que influye en el grado de exposición al riesgo y en la <i>performance</i> financiera.
Maseda <i>et al.</i> (2015)	341 empresas familiares españolas no cotizadas (2006)	El fundador o los miembros de su familia poseen al menos el 50% de la propiedad y control de la empresa y participan activamente en la administración de la misma.	<i>ROA</i> <sup>86</sup>	Encuentran una relación en forma de U invertida entre la proporción de <i>outsiders</i> en el consejo de administración en las empresas familiares en primera y en segunda generación y la <i>performance</i> de la empresa. Por tanto, una presencia adecuada de <i>outsiders</i> en el consejo de administración contribuye a la creación de valor en las empresas familiares pequeñas y medianas. Confirman que la composición y los roles del consejo de administración difieren en función de la generación dominante en la empresa familiar.

<sup>85</sup> Calculado como cociente entre resultado de explotación y el activo total.

<sup>86</sup> Calculado como cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total.





## **Capítulo 2**

# **La infravaloración de las ofertas iniciales**

---



## INTRODUCCIÓN

A partir de la década de los años 80 se popularizaron de manera creciente las salidas a bolsa en gran parte de Europa Continental. En este sentido, Gajewski y Gresse (2006) destacan que en el periodo 1995-2004 se produjeron 5.211 nuevas Ofertas Públicas Iniciales (OPI), de las cuales 2.607 se llevaron a cabo en el Reino Unido y las restantes 2.604 se realizaron en otros 14 países europeos, entre los que se halla España con 40 salidas a bolsa en dicho periodo.

Un fenómeno ampliamente documentado relacionado con la salida a bolsa mediante una oferta de valores es el de la infravaloración. En concreto, la literatura muestra que, en media, el precio de la acción en el primer día de negociación aumenta por encima del precio de la oferta, de modo que los inversores que compraron las acciones en la emisión obtienen rendimientos positivos y significativos a corto plazo. Loughran *et al.* (1994), en su estudio de la infravaloración de las OPI en diferentes países, indican que por término medio los rendimientos iniciales que se producen tras una OPI van del 4,2% al 80,3%.<sup>87</sup> Ljungqvist (2007) afirma que la infravaloración de las ofertas de acciones en los EEUU durante los años 90 fue por término medio de más del 20%. En España, Álvarez y Fernández (2003) encuentran que las OPI llevadas a cabo en el periodo 1985-1997 experimentaron una infravaloración media del 13,11%, en tanto que Farinós *et al.* (2007) obtienen una infravaloración media significativa del 31,6% en el periodo 1990-2001.<sup>88</sup> Este hecho ha motivado la realización de numerosos trabajos que lo constatan empíricamente y que tratan de racionalizar mediante la elaboración de modelos teóricos por qué las empresas que realizan una oferta de valores con la finalidad de salir a bolsa son infravaloradas. No obstante, aunque el fenómeno de la infravaloración ha inspirado abundante literatura teórica y empírica a lo largo del tiempo en la búsqueda de una explicación convincente para el mismo, sigue siendo objeto de controversia y continúan los esfuerzos con el propósito de obtener un resultado concluyente.

---

<sup>87</sup> Puede consultarse un resumen de estudios sobre la infravaloración en las OPI de diferentes países en Loughran *et al.* (1994) y sus actualizaciones en <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/pbritter.htm> y en Ritter (2003).

<sup>88</sup> Conviene señalar que estos autores obtienen esta infravaloración media tras excluir de la muestra las ofertas iniciales llevadas a cabo con el propósito de la privatización de empresas públicas.

Dentro de este contexto, el objetivo de este capítulo es, por un lado, llevar a cabo una descripción de la evolución en la actividad de los mercados de salidas a bolsa a través de ofertas iniciales y poner de manifiesto la importancia del fenómeno de la infravaloración que las mismas han experimentado. Por otro lado, se persigue hacer una revisión de las teorías más destacables que han tratado de explicar esta anomalía así como de la evidencia empírica que apoya esos enfoques teóricos. Con este capítulo y el siguiente nuestro fin primordial es realizar una aportación al estudio de la empresa familiar a través del análisis de las posibles diferencias entre las empresas familiares y las empresas no familiares en el fenómeno de la infravaloración. Por ello, pondremos la atención en las teorías que mejor nos pueden ayudar para dicho propósito, a saber, aquellas que se apoyan en la existencia de asimetrías informativas y, lógicamente, los planteamientos teóricos basados en el logro de objetivos de propiedad y control, ya que las empresas familiares se caracterizan por el deseo de preservar el control del negocio en manos de la familia. Asimismo, se pretende formular las hipótesis que a partir de las teorías explicativas analizadas se contrastarán en el capítulo siguiente, tanto en relación con la muestra total de empresas como de forma especial con respecto a las posibles diferencias entre las empresas de naturaleza familiar y el resto de empresas.

Para ello, este capítulo se organiza de acuerdo con la siguiente estructura. En la primera sección se aborda la actividad de las ofertas iniciales de acciones como mecanismo de salida a bolsa. En la sección segunda se estudia el fenómeno de la infravaloración observado con carácter general en este tipo de operaciones. En la tercera sección se lleva a cabo una revisión de algunos de los fundamentos teóricos que tratan de encontrar una justificación para este suceso y se exponen las hipótesis que sobre la base de esos argumentos teóricos se contrastarán en el capítulo siguiente. Finalmente, en la última sección se presenta evidencia empírica sobre las posibles explicaciones de la infravaloración de las ofertas iniciales.

## **2.1. LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES**

La década de los años 80 representa el arranque creciente de las salidas a bolsa en gran parte de Europa continental, economías que tradicionalmente no recurrían a los mercados de capitales, los cuales ya registraban un desarrollo relevante en los países

anglosajones. La mayoría de las empresas que salen a bolsa lo hacen a través de una oferta de valores. Las ofertas públicas de valores representan la venta al público en general tanto de acciones ya emitidas (Oferta Pública de Venta-OPV) y que, por tanto, no suponen nueva financiación para la empresa, como la emisión de nuevas acciones que sí proporciona recursos financieros (Oferta Pública de Suscripción-OPS). La primera oferta pública de valores que realiza una empresa en el mercado de valores se conoce como Oferta Pública Inicial (OPI) y constituye un mecanismo de salida a bolsa. La OPI representa un paso previo a la cotización en bolsa, normalmente necesario, que permite la distribución de un paquete de acciones de la empresa con el fin de contar con una base suficientemente amplia de inversores que garantice un nivel mínimo de liquidez del valor, tal como requiere la negociación en bolsa.

A diferencia de los países anglosajones, en Europa Continental las empresas tradicionalmente han recurrido a la financiación interna y al endeudamiento bancario frente a la emisión de valores negociables para cubrir sus necesidades financieras. Sin embargo, a partir de los años 80, los procesos de privatizaciones, los cambios fiscales, la desregulación de restricciones a la participación de inversores institucionales o extranjeros o el cambio generacional impulsaron a las empresas a la búsqueda de financiación en los mercados de valores [Álvarez (2000)]. Croci *et al.* (2011) en un estudio realizado con 777 empresas de 12 países de Europa Continental<sup>89</sup> muestra que en el periodo 1998-2008 se llevaron a cabo 498 emisiones de acciones y 2.424 emisiones de deuda. En cuanto a las salidas a bolsa, a nivel europeo, a finales de los 90 el crecimiento de la burbuja de internet indujo a un gran número de empresas a cotizar dando lugar, de 1998 a 2000, a un periodo caracterizado por una fuerte actividad en los mercados de emisión. En este sentido, Gajewski y Gresse (2006) muestran que en el periodo 1995-2004 se produjeron 5.211 nuevas OPI, de las cuales 2.607 tuvieron lugar en el Reino Unido y las restantes 2.604 en otros 14 países europeos,<sup>90</sup> entre los que se halla España con 40 salidas a bolsa en dicho periodo.

Respecto al mercado de valores español, como señalan García *et al.* (2010), en los últimos 25 años ha experimentado una intensa transformación paralela a los cambios sociales, económicos y culturales que se han producido en nuestro país a partir de su

---

<sup>89</sup> Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, Holanda, Noruega, España, Suecia y Suiza.

<sup>90</sup> Austria, Bélgica, Francia, Holanda, Portugal, Finlandia, Alemania, Grecia, Italia, Polonia, España, Suecia, Suiza y Turquía.

adhesión a la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986. Desde ese año se produce una evolución del sistema financiero español basado en un proceso de desintermediación financiera, que implica la progresiva sustitución de la actividad intermediaria tradicional de las entidades bancarias por la financiación directa a través de los mercados de valores. Con ello, la Bolsa española se ha ido transformando e innovando, operativa y técnicamente, para responder de manera eficiente a las necesidades e intereses de empresas e inversores. Así, en el periodo 1986-2009 se produjeron 180 salidas a bolsa. Dicha cifra engloba OPV con salida inicial a bolsa y admisiones sin oferta previa de venta (*listing*) y, en concreto, comprende 172 salidas iniciales a bolsa de empresas privadas y 8 operaciones de privatización con salida a cotización. En términos de valor efectivo, representan alrededor de 42.000 millones de euros. Estos autores distinguen dentro de ese periodo cuatro etapas en el desarrollo del mercado de OPI en España, tres de las cuales ya cerradas: 1986-1995, 1996-2000, 2001-2007 y una última de 2008 a 2010.<sup>91</sup>

De acuerdo con García *et al.* (2010), la primera etapa se caracteriza por el despegue de la bolsa española en el año 1986, impulsada por la entrada en la CEE y por una intensa actividad que le lleva a ser considerada la etapa más activa de la bolsa española en los últimos 25 años, especialmente de 1986 a 1991 en que se producen 115 salidas a bolsa y OPV de acciones. En esta primera etapa, marcada por la integración de España en los mercados internacionales, se produce una creciente entrada de inversores extranjeros en empresas españolas y, a finales de los 80, tienen lugar las primeras privatizaciones. Asimismo, un hecho muy relevante en esta primera etapa viene determinado por la entrada en vigor de la Ley de Reforma del Mercado de Valores en 1989, que supone la modernización del mercado bursátil español para su adaptación a un entorno más global y competitivo. Esta etapa termina con la crisis económica de 1992 y 1993 y su leve recuperación en los años 1994 y 1995, que da paso a la segunda etapa. En ella, el proceso de convergencia de España para entrar en la zona euro, la caída de los tipos de interés, el crecimiento económico y un entorno internacional caracterizado por el auge de los valores ligados a internet impulsa la actividad de la bolsa española, dirigida especialmente al ahorro familiar, convirtiéndose en un fenómeno social. Se considera una etapa dorada, con un comportamiento extraordinario de las cotizaciones y con la realización de importantes OPV de acciones, especialmente

---

<sup>91</sup> Año en que estos autores publican su trabajo.

procedentes de privatizaciones (en concreto, 63 operaciones por valor de 50.300 millones de euros). Entre esas operaciones, además de las privatizaciones, 31 fueron salidas a bolsa de empresas procedentes de diversos sectores, muchas de las cuales eran empresas familiares de tamaño mediano que encontraron en la Bolsa el marco en el que obtener la financiación y la liquidez para sus acciones, necesarias para su nivel de competitividad, crecimiento y para resolver los problemas de índole generacional. Este periodo finaliza en el año 2000 con el pinchazo de la burbuja de internet. La tercera etapa está marcada por la crisis en los valores tecnológicos, los escándalos empresariales en EEUU, el atentado terrorista de septiembre de 2001 en Nueva York y las crisis monetarias en Argentina y Brasil. La relajación de las condiciones de política monetaria y la existencia de alternativas competitivas de financiación fuera de las bolsas debilitaron la actividad en estas hasta el punto que en España en el año 2001 solo se produjeron 4 OPV, de las cuales solo dos fueron salidas a bolsa y, entre 2002 y 2005 solo tuvieron lugar 11 OPV de acciones. Tras un proceso de recuperación, la revalorización de los precios, el encarecimiento de la financiación a través de la renta fija y las mayores facilidades administrativas que permitió la regulación condujeron en los años 2006 y 2007 a un repunte de la actividad en la bolsa española, con 20 operaciones por valor de casi 14.000 millones de euros, incluyendo todas ellas salidas a bolsa de empresas pertenecientes a una amplia variedad de sectores. Finalmente, la última etapa que consideran García *et al.* (2010) comenzó en 2008, uno de los años más complicados para los mercados bursátiles a nivel mundial debido a la grave crisis económica y financiera. En España, en ese año, solo se produjo una salida a bolsa, la de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM). El año 2009 protagonizó un hecho relevante para el mercado de valores español: la puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MaB-EE), que se presentó como una alternativa para facilitar el acceso al mercado de valores de empresas de menor tamaño con buenas expectativas de crecimiento.

Como se señala en el informe *Global IPO Trends 2011* de la consultora Ernst & Young, el año 2010 representó un año de reactivación del mercado de salidas a bolsa a nivel mundial. En ese año 2010, a pesar de la volatilidad exacerbada de los mercados provocada por la crisis de la deuda soberana en la Eurozona, el mercado mundial de salidas a bolsa recuperó gradualmente los niveles de negocio existentes antes de la crisis, fundamentalmente por la actividad desarrollada en el cuarto trimestre del año.

Según la consultora, esta mejora se debió principalmente a un mercado asiático sólido y a la reactivación de los mercados europeos. En este año, los emisores de los mercados emergentes, en concreto China, caracterizados por un rápido crecimiento económico, la elevada liquidez de los mercados y la captación de fondos extranjeros, mantuvieron su liderazgo en la recaudación de recursos financieros. Al mismo tiempo, los mercados de OPI desarrollados comenzaron la recuperación, de modo que en EEUU se produjeron numerosas OPI, mientras que en Europa tuvieron lugar importantes privatizaciones del gobierno polaco y salidas a bolsa de carácter internacional (*cross-border*) en Londres. Así, en el año 2010 a nivel mundial, se llevaron a cabo 1.393 OPI que supusieron 284,6 miles de millones de dólares, representando más del doble de la cantidad negociada tanto en el año 2008 como en el 2009. Respecto a Europa, el informe *IPO Watch Europe Review of 2010* del Observatorio Europeo de OPV de PricewaterhouseCoopers indica que se realizaron 380 OPI frente a las 126 que habían tenido lugar en el año 2009, y que representaron 26.286 millones de euros frente a los 7.112 millones de euros de 2009. En términos de valor, Europa ocupó el tercer lugar después de China y de EEUU. Como indica Rivero (2010), la bolsa española no fue ajena a este movimiento de reactivación y, aunque con cierto retraso, también se reanudaron las operaciones de salida a bolsa. En el mercado de valores español, en el año 2010, tuvieron lugar 12 salidas a bolsa (diez de las cuales en el MaB-EE) por un valor de 1.562 millones de euros frente a las 3 OPI del año 2009 valoradas en 19 millones de euros, de modo que la actividad del mercado se cuadruplicó. Además de la salida a bolsa de Enel Green Power coprotagonizada junto con Italia, en el mercado español se produjo la quinta transacción más grande del año con la salida a bolsa de la empresa tecnológica Amadeus, valorada en 1.317 millones de euros y que supuso la mayor colocación de acciones en el mercado español desde 2007.

Sin embargo, según el informe *2012 Global IPO Update* de Ernst & Young, en los once primeros meses del año 2011 la actividad de OPI a nivel mundial se redujo en un 20% con respecto a todo el año 2010, lo cual representó un 45% menos en volumen de euros. Según la consultora, esa disminución fue debida a la carencia de confianza por parte de emisores e inversores ante la incertidumbre existente sobre una resolución unánime de la crisis de la deuda en la Eurozona y su impacto sobre la economía global. Respecto a Europa, el informe *IPO Watch Europe Review of 2011* de PricewaterhouseCoopers señala que, a pesar de un final de año deslucido, se llevaron a



cabo un total de 430 OPI que representaron 26,5 miles de millones de euros, un 13% más de actividad y un 1% más en capital incrementado con respecto al año 2010. El año se caracterizó por pocas transacciones de gran volumen, destacando entre las diez más grandes, la de Dia y las privatizaciones de Bankia y Banca Cívica en el mercado español.

Respecto al año 2012, según el informe *2013 Global IPO Update* de Ernst & Young, se considera el peor año de la crisis en el que de nuevo la actividad de OPI a nivel mundial descendió respecto al año anterior, de modo que en los once primeros meses se redujo el número de OPI en un 37% y supuso un 30% menos de incremento de capital, como consecuencia del peso sobre los niveles de confianza que tuvo la volatilidad macroeconómica y los cambios de liderazgo político en diversas partes del mundo. En Europa, en dicho año, las dificultades económicas y políticas se tradujeron en solo 263 OPI que representaron 10,6 miles de millones de euros y, por tanto, una caída en valor del 59% respecto al año anterior. En España el valor de las salidas a bolsa se desplomó un 99,8%, debido a la incertidumbre económica y a la deteriorada confianza del inversor que se vio agravado con el rescate de Bankia por parte del gobierno.

El año 2013, según el informe *2013 Global IPO Update* de Ernst & Young, se perfiló como un año de recuperación en el que se produjo un aumento del 3% en el número de OPI y del 27% en el volumen emitido en euros respecto al año 2012. Como señala el informe de PricewaterhouseCoopers, la baja volatilidad y el fortalecimiento de los mercados de capitales en Europa devolvieron el interés y la confianza de los inversores en el mercado europeo de OPI, de modo que se llevaron a cabo 279 OPI que representaron 26,5 miles de millones de euros. No obstante, en España tan solo se produjo la salida al MAB de la empresa búlgara Ebioss.

El año 2014, según el informe *2014 Global IPO Update* de Ernst & Young, ratificó el inicio de la tendencia favorable del año anterior con un incremento a nivel mundial de la actividad de OPI del 35% y en términos monetarios del 50% con respecto al año anterior. En el mercado europeo se tradujo en 289 OPI que representaron 40,3 billones de euros. En España, se confirmó este despertar del mercado, que permanecía dormido desde las salidas a bolsa de Bankia y la desaparecida Banca Cívica en el año 2011. Tuvieron lugar los estrenos de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión

Inmobiliaria (SOCIMI) Axiare y Merlin Propierties, de las inmobiliarias Hispania y Lar España, de Edreams Odiseo, de la tecnológica NPG en el MAB, pero fundamentalmente de Logista, la mayor OPV que se realizó en España en tres años, seguida en tamaño por Applus.

Actualmente, respecto al año 2015, el informe *EY Global IPO Trends Q3 2015* describe un freno en la actividad de salidas a bolsa a nivel mundial debido a la suspensión de las mismas en China y a la elevada volatilidad en los mercados maduros. Se destaca la posición de España, ya que en los nueve primeros meses de este año la Bolsa de Madrid ocupa, por el valor de sus salidas a bolsa, el primer lugar en EMEIA (Europa, Oriente Medio, India y África) y el quinto lugar a nivel global. En concreto, se han realizado siete operaciones por valor de 9.400 millones de dólares, entre las que destacan AENA que obtuvo cerca de 4.825 millones de dólares, seguida por Cellnex Telecom por un valor de cerca de 2.400 millones de dólares.

A lo largo de todos estos periodos de actividad de los mercados de OPI, la literatura ha dedicado un interés creciente al estudio de tres hechos relevantes que se han observado comunes tanto en las salidas a bolsa realizadas según el modelo anglosajón, representado fundamentalmente por el mercado bursátil americano y el inglés, como en las llevadas a cabo bajo el modelo continental europeo, en el que se encuentra el mercado español. La evidencia empírica ha mostrado que en ambos perfiles de mercado, las salidas a bolsa han revelado un comportamiento caracterizado por:

- Rentabilidades de mercado anormalmente elevadas en el corto plazo, debidas a una posible infravaloración de la oferta pública inicial.<sup>92</sup>
- Rendimientos de mercado anormalmente bajos en el largo plazo.<sup>93</sup>
- Caída de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa.<sup>94</sup>

Sin embargo, en ambos modelos, anglosajón y continental europeo, también se

---

<sup>92</sup> Puede consultarse un resumen de estudios sobre la infravaloración en las OPI de diferentes países en Loughran *et al.* (1994) y sus actualizaciones en <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/pbritter.htm> y en Ritter (2003).

<sup>93</sup> Muchos de los estudios sobre rendimientos a largo plazo después de una OPI se resumen en Jenkinson y Ljungqvist (2001).

<sup>94</sup> Algunos de los estudios que evidencian el declive de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa son Jain y Kini (1994), Mikkelsen *et al.* (1997), Cai y Wei (1997) y Álvarez y González (2005).

han observado características diferenciadoras, tanto en cuanto al tipo de empresa que decide salir a bolsa como en la práctica de llevar a cabo dicha salida. Así, las empresas que deciden salir a bolsa en Europa Continental suelen ser más maduras que las que lo hacen en los países anglosajones. Schuster (2003) indica que la edad media varía desde 13 años en Francia a 31 años en España para las OPI llevadas a cabo en 1988-1998. Giudici y Roosenboom (2002) señalan una edad media de 13 años para 1.007 OPI europeas durante 1995-2001. Sin embargo, Ljungqvist y Wilhelm (2003) revelan una edad media de 7 años para 2.178 OPI en EEUU durante 1996-2000. Según Farinós y Sanchis (2008), en los mercados anglosajones las compañías que deciden iniciar su cotización son relativamente jóvenes y su negocio se concentra en sectores innovadores con un fuerte potencial de crecimiento y donde el capital riesgo está muy implantado, mientras que en Europa Continental, las empresas tienen una historia operativa más larga, pertenecen a sectores más maduros, tienen un número reducido de accionistas y la separación entre propiedad y control no está muy delimitada. Asimismo, Álvarez (2000) señala que las empresas que deciden su primera emisión de acciones en mercados de Europa Continental suelen pertenecer al sector financiero y a sectores tradicionales, mientras que en EEUU y en Reino Unido, las OPI son con frecuencia utilizadas por empresas que se instalan en sectores novedosos y/o arriesgados, o para la salida de la participación accionarial de inversores de capital riesgo.

Giudici y Roosenboom (2002) documentan que las OPI europeas es más frecuente que sean secundarias, esto es, dirigidas a la realización de ganancias de capital por parte de los propietarios iniciales, a la diversificación del accionariado o la modificación de la estructura de propiedad, mientras que en los mercados anglosajones suelen ser primarias, con el fin de obtener financiación a través de una ampliación de capital. En este sentido, Ritter (1984) y Loughran *et al.* (1994) indican que en EEUU el 98% de las OPI suponen en parte una aportación primaria de capital y el 56% incluyen exclusivamente nuevas acciones. Sin embargo, en países de Europa Continental, como Portugal y Alemania, el 63% y el 23%, respectivamente, de las OPI que se llevan a cabo solo incluyen acciones vendidas por antiguos propietarios.

Por otro lado, Torstila (2001, 2003) y Ljungqvist *et al.* (2003) documentan que las tarifas cargadas por los intermediarios en las OPI europeas son menores que las que se cobran en las norteamericanas. Según Ritter (2003), en EEUU existe un periodo de

reflexión desde la decisión de salir a bolsa hasta 40 días naturales después de la salida a bolsa, durante el cual los analistas tienen prohibido publicar informes o recomendaciones sobre la emisión. Sin embargo, en Europa no existe tal restricción. Asimismo, se observa que las demandas colectivas ante una OPI son frecuentes en EEUU, pero no en Europa.

## **2.2. LA INFRAVALORACIÓN DE LAS OFERTAS INICIALES**

En las ofertas iniciales de acciones, llevadas a cabo con el fin de comenzar a cotizar en la bolsa, generalmente se constata que el precio de la acción en el primer día de negociación aumenta sustancialmente por encima del precio de la oferta, de modo que los inversores que compraron acciones de la empresa emisora en la oferta inicial pueden obtener por término medio rendimientos positivos significativos a corto plazo en el mercado de negociación. Desde el punto de vista del emisor, la literatura califica este fenómeno como infravaloración de la oferta inicial ya que, dado que posteriormente los títulos son negociados a un precio superior al precio de emisión, ello implica que los inversores valoran a la empresa por encima del precio al que se han ofrecido sus títulos en dicha oferta.

Este suceso se mide habitualmente en la literatura a través de la diferencia porcentual entre el precio al que posteriormente son negociadas las acciones en el mercado secundario y el precio de la oferta. En aquellos mercados de capitales desarrollados en los que no hay restricciones a las fluctuaciones diarias de precios el alcance completo de la infravaloración se produce rápidamente, de modo que la mayoría de los estudios usan el precio de cierre del primer día de negociación. Ljungqvist (2007) afirma que no se observan grandes diferencias cuando se usan precios de cierre dentro de la primera semana de negociación.

Otra medida alternativa de la infravaloración consiste en calcular el “dinero dejado sobre la mesa” [Loughran y Ritter (2002)]. Es decir, se trata de evaluar el montante de recursos financieros que deja de obtener la empresa emisora en la oferta inicial bajo la asunción de que podría haber vendido las acciones a un precio igual al precio de cierre del primer día de negociación en el mercado secundario. Así pues, se estima multiplicando el número de acciones emitidas por la diferencia entre el primer

precio de cierre y el precio de la oferta. Como señala Ljungqvist (2007), la infravaloración de la OPI representa claramente un coste para los propietarios de la empresa emisora, ya que venden sus acciones a un precio demasiado bajo y aquellas acciones que retienen sufren una dilución en su valor. En definitiva, la infravaloración representa una transferencia de riqueza desde los propietarios de la empresa emisora hacia los inversores que suscriben la OPI.

Stoll y Curley (1970), Mc Donald y Fisher (1972), Logue (1973), Reilly (1973) e Ibbotson (1975) fueron los primeros trabajos que documentaron el fenómeno de la infravaloración. Ibbotson (1975) fue pionero en ofrecer una lista de posibles explicaciones para la infravaloración de las OPI y fue seguido por otros trabajos iniciales como los de Ritter (1984, 1987), Rock (1986), Beatty y Ritter (1986) y Welch (1989), explicaciones que han sido formalmente estudiadas por numerosos autores en trabajos posteriores.<sup>95</sup>

Entre otros, Ibbotson (1975), Ritter (1984) y Welch (1989) proporcionan evidencia sobre la existencia de rendimientos medios iniciales positivos de un 22% como un rasgo característico y persistente en los mercados de emisión americanos. Ljungqvist (2007), en su revisión de trabajos teóricos y empíricos sobre la infravaloración de las OPI, también afirma que la infravaloración de las OPI en los EEUU durante los años 90 fue por término medio de más del 20%, aunque destaca una importante variación a lo largo del tiempo.

El fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales no se ha restringido solo al mercado americano. En el mercado británico, los estudios de Dimson (1979) y Buckland *et al.* (1981) también revelan rendimientos medios positivos en el primer día de negociación de entre un 8,5% y un 17%. Por su parte, Loughran *et al.* (1994), en su estudio de la infravaloración de las OPI en diferentes países, indican que por término medio los rendimientos iniciales que se producen tras una OPI van del 4,2% al 80,3%. Asimismo, Ljungqvist (2007) proporciona los rendimientos medios iniciales de las OPI en 19 países europeos durante el periodo 1990-2003 y para 8 países asiáticos y sudamericanos en el periodo 1990-2001, destacando la amplia variación de

---

<sup>95</sup> Ljungqvist (2007) presenta una elaborada revisión de trabajos teóricos y empíricos sobre la infravaloración de las OPI.

infravaloración entre países probablemente debida a diferencias en el marco institucional.

En Italia, Cassia *et al.* (2004) analizan una muestra de 182 OPI llevadas a cabo en el principal mercado bursátil italiano en el periodo 1985-2001 y obtienen una infravaloración media significativa de 21,87% en términos brutos y 19,25% ajustada por el mercado.

En España, Fernández *et al.* (1993) muestran que en el periodo 1986-1990 las OPI españolas tuvieron una infravaloración media significativa en torno al 11%, Álvarez y Fernández (2003) encuentran que las OPI llevadas a cabo en el periodo 1985-1997 la experimentaron del 13,11%, en tanto que Farinós *et al.* (2007) obtienen una infravaloración media significativa del 31,6% en las OPI de empresas privadas (no propiedad del Estado) en el periodo 1990-2001.<sup>96</sup>

Si bien hay abundante investigación empírica que soporta la existencia de infravaloración a nivel nacional e internacional, no sucede así respecto al estudio de las posibles diferencias de infravaloración entre las OPI de las empresas familiares (EF) y las OPI de empresas no familiares (ENF). No hemos encontrado evidencia empírica a nivel nacional, mientras que a nivel internacional resulta escasa. Dentro de esta última, Mroczkowski y Tanewski (2005), sobre una muestra de 600 OPI llevadas a cabo en el *Australian Stock Exchange (ASX)* en el periodo 1988-1999, de las cuales 127 (21,2%) son EF y 473 (78,8%) son ENF, encuentran una infravaloración media significativamente inferior en las OPI de las EF (15,4%) que en las de las ENF (36,12%). Ding y Pukthuanthong-Le (2008) a partir de una muestra de 84 ofertas públicas iniciales de EF y 84 de ENF realizadas durante el periodo 1987-2004 en Taiwan observan también una infravaloración media significativamente inferior en las OPI de las EF (18,94%) que en las OPI de las ENF (22,35%).

Hearn (2011), en una muestra de 63 OPI que tuvieron lugar en el periodo 2000-2009 en la región del norte de África (Marruecos, Algeria, Egipto y Túnez), hallan una infravaloración media para la muestra completa de 12,2% y constatan que es significativamente inferior en las OPI de las EF (3,2%) que en las OPI de las ENF (13,6%).

---

<sup>96</sup> En el caso de las OPI realizadas en España en dicho periodo con motivo de privatizaciones se observa una infravaloración media no significativa del 1,8%.

Schmid y Jithendranathan (2012) analizan una muestra de 118 EF y 118 ENF que realizaron una OPI en el periodo 1996-2004 en USA con el objetivo de detectar si existen diferencias significativas en la infravaloración de las ofertas de las empresas familiares y las de las no familiares y también obtienen que el rendimiento inicial medio es significativamente inferior en las ofertas de las EF (20%) que en las de las ENF (29,61%).

Sin embargo, Yu y Zheng (2012), en una muestra de OPI en el *Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)* en el periodo 2002-2006 obtienen evidencia de una relación positiva y significativa entre la infravaloración y el grado de implicación de la familia en el negocio, de modo que el rendimiento inicial medio, y por tanto la infravaloración de la oferta inicial, de las empresas con una implicación familiar fuerte es del 10,12% y el de las empresas con implicación familiar débil es del 6,34%.

### **2.3. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA INFRAVALORACIÓN DE LAS OFERTAS INICIALES E HIPÓTESIS A CONTRASTAR**

La abundante constatación empírica de la infravaloración de las OPI ha suscitado el interés de la literatura por estudiar la fundamentación teórica que racionaliza este hecho. Ljungqvist (2007) agrupa las teorías que tratan de explicar la infravaloración de las OPI en cuatro grupos: los modelos de información asimétrica, las teorías basadas en los rasgos institucionales de cada país en relación con los mercados de valores, las teorías que consideran los deseos de control de la empresa y los modelos de comportamiento. La evidencia empírica soporta el enfoque basado en la información asimétrica como la principal causante de la infravaloración, en tanto que las teorías institucionales dan diversos resultados y la explicación de la infravaloración con base en teorías de control y de comportamiento está todavía poco desarrollada. Este fenómeno sigue siendo objeto de controversia y continúa la investigación sobre el mismo con el fin de alcanzar un resultado concluyente.

Dado que nuestro objetivo es realizar una aportación al estudio de la empresa familiar a través del análisis de las posibles diferencias entre las empresas familiares y las empresas no familiares en esta anomalía, las teorías que mejor nos pueden ayudar

para dicho propósito son las que se apoyan en la existencia de asimetrías informativas y los modelos basados en la propiedad y el control, ya que las empresas familiares se caracterizan por el deseo de preservar el control de la empresa en manos de los miembros de la familia, lo cual es un importante factor determinante en el diseño de las condiciones de la OPI. Por ello, a continuación realizamos una revisión de las principales teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y aquellas que se apoyan en los aspectos de la propiedad y el control para explicar la infravaloración de las OPI.

### 2.3.1. Teorías basadas en asimetrías informativas

Los modelos de asimetrías informativas se basan en la asunción de que alguna de las partes implicadas en un suceso posee mayor nivel de información que las otras, lo que provoca que la valoración del mismo no sea la justa. En este sentido, en relación con las OPI, algunos trabajos abordan las fricciones informativas entre la empresa emisora y los inversores [Welch (1989)], mientras que otros se centran en el problema de agencia principal-agente que se da entre la empresa emisora y el agente financiero mediador [Baron (1982)] y otra parte de la literatura apoya el hecho de que todos los inversores no disponen del mismo nivel de información [Rock (1986), Benveniste y Spindt (1989)].

Así, siguiendo a Álvarez (2000), los argumentos que explican la infravaloración según se basen en las fricciones informativas entre unos u otros agentes implicados en la OPI se pueden agrupar en tres enfoques:

- El modelo basado en la asimetría informativa dentro del conjunto de inversores potenciales de una OPI, que da lugar a la necesidad de practicar un descuento en el precio de la oferta con el fin de compensar a los inversores no informados por el problema de selección adversa que soportan.
- La teoría de señales, que con base en la mayor información que posee la empresa emisora en relación con el valor actual de sus proyectos y su solvencia actual y futura respecto de la que poseen los inversores, abriga la hipótesis de que la infravaloración es utilizada por la empresa emisora para dar una señal



informativa favorable sobre ella misma, ya que cualquier empresa no puede soportar el coste que supone la infravaloración.

- Las teorías que justifican la existencia de infravaloración en las OPI con base en la asimetría informativa que se da entre la empresa emisora y el agente especialista mediador a favor de este último, que conduce a un problema de agencia en el que el agente especialista aprovecha su ventaja informativa fijando un precio de oferta inferior con el fin de facilitar la colocación de la emisión y la fidelización de su clientela.

### 2.3.1.1. Asimetrías informativas entre inversores

Un modelo de información asimétrica ampliamente citado es el que se conoce como la *maldición del ganador* (*winner's curse*, en terminología anglosajona) de Rock (1986), que es una aplicación del “problema de los limones” de Akerlof (1970).<sup>97</sup> Este modelo se basa en que existen dos tipos de inversores: inversores bien informados sobre el valor de las acciones ofrecidas por la empresa emisora e inversores no informados. Los primeros solo solicitan acciones en las emisiones más infravaloradas, en tanto que los segundos no son capaces de discriminar las ofertas interesantes de las que no lo son. Este problema de selección adversa que soportan los inversores no informados da lugar a la *maldición del ganador*, es decir, los inversores no informados reciben toda su solicitud de acciones en ofertas no atractivas ya que los inversores informados no acuden a ellas, pero no en las que sí lo son porque estas son absorbidas por los inversores bien informados. Ahora bien, si los inversores no informados solo tuvieran acceso a emisiones sobrevaloradas, obtendrían rendimientos negativos que terminarían por disuadirles de acudir a ofertas públicas de acciones. Por ello, y dado que la demanda de los inversores informados es insuficiente para el mercado de valores, de modo que se necesita también la demanda de los inversores no informados, se requiere que todas las ofertas estén infravaloradas, si bien los inversores mejor informados acceden y reciben

---

<sup>97</sup> Akerlof (1970) define el mercado de automóviles de segunda mano a través de un modelo de información asimétrica, en el que se da una asimetría entre el vendedor del coche, que conoce la calidad de su vehículo, y el comprador, que desconoce el estado en que se encuentra. Los propietarios de coches de mala calidad (conocidos como *lemons*, "cacharros", en EEUU), intentarán hacer creer que sus vehículos están en buen estado. Por su parte, los compradores, como no distinguen la calidad de los coches, ofrecerán un precio que compense la calidad esperada, el cual será inferior al precio que los vendedores de automóviles de buena calidad estiman adecuado para los mismos.

más acciones de las más infravaloradas, compensando así los costes de obtención de información en que pueden haber incurrido, en tanto que los inversores no informados tienen acceso a las emisiones menos infravaloradas.

No obstante, aunque el mercado de emisión necesita colectivamente infravalorar las ofertas para compensar a los inversores no informados y así las empresas culminen con éxito su salida a bolsa, la infravaloración que soporta cada empresa individualmente le supone un coste que intentará evitar en la medida de lo posible. La empresa emisora tratará de evitar el coste que le supone la infravaloración mediante actuaciones que reduzcan las asimetrías informativas entre los inversores y, por tanto, el problema de selección adversa que justifica la infravaloración, siempre y cuando tales acciones no representen un coste superior al que supone la infravaloración [Habib y Ljungqvist (2001)]. En este sentido, la elección de un agente especialista con buena reputación para que intervenga en la emisión, así como la utilización de los servicios de un auditor de prestigio ofrece una señal informativa positiva sobre la emisión, que reduce la necesidad de recurrir a la infravaloración.

Así pues, este enfoque justifica la existencia de infravaloración en las OPI debido a la información asimétrica que existe dentro del colectivo de inversores el cual induce a la empresa emisora a infravalorar la OPI con el fin de que los inversores no informados no abandonen el mercado. Una implicación clara que se deduce de este modelo, señalada por Ritter (1984) y formalizada en Beatty y Ritter (1986), es que cuanto mayor sea el nivel de incertidumbre *ex-ante* existente sobre el valor de la empresa emisora mayor será la infravaloración necesaria para compensar a los inversores no informados. Tales autores argumentan que aquellos inversores que deciden adquirir información acerca del valor de la empresa emisora están implícitamente invirtiendo en una opción de compra sobre acciones emitidas en la oferta, que elegirán ejercer cuando de la información adquirida se deduzca que el valor verdadero de los títulos ofrecidos excede el precio fijado en la oferta. De este modo, cuanto mayor sea la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora, más atractiva y valorada será esa opción de compra, esto es, más inversores estarán interesados en adquirir información, de modo que aumentará el número de inversores informados y, con ello, el problema de la maldición del ganador, dando lugar, por tanto, a una mayor necesidad de infravalorar las ofertas. Así pues, la primera hipótesis a contrastar es:

H1a: La infravaloración de una oferta inicial es mayor cuanto mayor es el grado de incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora.

Respecto a las características propias de la empresa familiar que podrían influir en la necesidad de utilizar la infravaloración en una oferta inicial, cabe señalar que la empresa familiar se caracteriza porque suele ser de menor tamaño y menor edad que la empresa no familiar, de modo que se podría esperar un mayor nivel de incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la misma y, por tanto, mayor necesidad de compensar la ausencia de información a través de la infravaloración.

No obstante, como señalan Croci *et al.* (2011), generalmente la empresa familiar es considerada más adversa al riesgo que la empresa no familiar, ya que una parte importante de la riqueza de los accionistas que además gestionan la empresa es expuesta al riesgo específico de la empresa y, por lo tanto, es más probable que adopten políticas de inversión conservadoras. Estos autores obtienen evidencia empírica sobre que las empresas familiares acometen proyectos de I+D en menor medida que las empresas no familiares, y realizan más inversiones en inmovilizado material, siendo considerados los primeros de más alto riesgo. Esto es, se suele asociar a la empresa familiar con una gestión prudente, responsable y tendente a la conservación de la empresa, para lo cual se produce una fuerte implicación de los miembros de la familia en dirigir adecuadamente el negocio. Si esta premisa es cierta, cabría esperar que la percepción de riesgo en la inversión en la empresa familiar sea inferior que en la inversión en la empresa no familiar y, por tanto, sea menos necesaria la infravaloración de la oferta inicial de la primera. Así, contrastaremos la siguiente hipótesis:

*H1b: La incertidumbre ex-ante sobre el valor de la empresa emisora de carácter familiar es inferior y, en consecuencia, su oferta inicial requiere menos infravaloración que la de la empresa no familiar.*

Asimismo, de este enfoque se deduce que cuanto menores sean las diferencias informativas entre los inversores menor será la infravaloración que es necesaria aplicar en la OPI, de modo que en el caso extremo en el que todos los inversores tuvieran el mismo nivel de información no se produciría la maldición del ganador y, por tanto, no debería producirse infravaloración de la OPI. En consecuencia, si la oferta inicial va dirigida exclusivamente a un grupo de inversores institucionales no sería necesaria

infravalorarla. Por otra parte, cabe esperar que las empresas familiares en su deseo de preservar el control de la empresa dirijan sus ofertas hacia el público en general con el fin de dispersar las acciones en la mayor medida posible y de ese modo evitar la entrada de un nuevo gran accionista. Por tanto, contrastaremos las siguientes hipótesis:

H1c: La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto más homogéneo es el grupo de inversores al que va dirigida.

*H1d: El efecto negativo de la homogeneidad del grupo inversor sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en las empresas familiares que en las no familiares.*

Finalmente, otra implicación importante es la utilización de un agente externo de prestigio para señalar el valor de la emisión y reducir la necesidad de rebajar el precio de la oferta. Al agente especialista que interviene en la OPI se le atribuye la responsabilidad de que establezca el nivel de infravaloración de equilibrio que garantizaría la participación de los inversores desinformados al compensarles por el problema de selección adversa que soportan, ya que se juega su reputación y puede perder potenciales inversores si no infravalora lo suficiente o futuras empresas emisoras si infravalora demasiado. Así pues, un agente especialista de prestigio, dado que no quiere poner en juego su reputación ni su cuota de mercado, tiene incentivos para valorar correctamente las OPI en las que interviene. Partiendo del enfoque de Rock (1986), Carter y Manaster (1990) modelizan el papel que juega la reputación del agente especialista. Ellos muestran que la utilización de intermediarios de prestigio en la colocación de una emisión está asociada a un menor riesgo de la OPI, ya que aquellos eligen participar en las OPI menos arriesgadas para preservar su reputación y, por tanto, implica una menor incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora y una menor necesidad de infravaloración para compensar la maldición del ganador. Este planteamiento se conoce como *hipótesis de reputación*.<sup>98</sup>

Asimismo, también es posible transmitir una señal positiva sobre el valor de mercado de la empresa emisora a través de la elección de un auditor con buena reputación y la realización por parte de este de un informe favorable sobre la misma. Si

---

<sup>98</sup> Otros trabajos en relación con la hipótesis de reputación son: DeAngelo (1981), Booth y Smith (1986), Titman y Trueman (1986), Megginson y Weiss (1991), James (1992) y Chemmanur y Fulghieri (1994).

un auditor de prestigio emite un informe favorable sobre la empresa emisora, reducirá la incertidumbre *ex-ante* sobre su valor y, por tanto, la necesidad de infravaloración. En la práctica, cuando una empresa decide su salida a bolsa suele sustituir los auditores locales o regionales por otros con alcance nacional, ya que se estima que su mayor prestigio, conocimiento y habilidades en relación con los mercados de capitales pueden influir favorablemente en la percepción sobre el valor de la empresa [Carpenter y Strawser (1971)].<sup>99</sup> Las empresas de mayor valor tienen más incentivos que las empresas de baja calidad para pagar los honorarios de un auditor con elevada reputación, ya que el beneficio que pueden obtener en términos de reducción de la infravaloración compensará los costes elevados que supone la contratación de dicho auditor reputado. Así, el valor de una empresa que sale a bolsa es una función creciente de la calidad del auditor y del agente especialista elegidos en la OPI [Titman y Trueman (1986)].

Por lo tanto, cabe esperar que la utilización de un agente especialista reputado o de prestigio [Carter y Manaster (1990), Michaely y Shaw (1994)] y/o un auditor bien considerado [Booth y Smith (1986), Titman y Trueman (1986)] reduzca la incertidumbre y, por tanto, la asimetría informativa entre los inversores y la necesidad de infravaloración. En el caso de la empresa familiar, en la medida en que se la considera más adversa al riesgo, cabe esperar que la elección de un agente externo de prestigio sea menos necesaria y, por tanto, tenga menos efecto sobre la infravaloración que en la empresa no familiar. En este sentido, Schmid y Jithendranathan (2012) comparando las OPI de empresas familiares y no familiares en el mercado americano encuentran que las empresas familiares contratan agentes especialistas con una reputación significativamente inferior a los que contratan las empresas no familiares y que existe una relación negativa y significativa entre la naturaleza familiar de la empresa y la reputación del agente especialista. Ding y Pukthuanthong-Le (2008) a partir de una muestra de OPI de empresas familiares y de empresas no familiares realizadas en Taiwan también obtienen que la reputación de los agentes especialistas que contratan las empresas familiares es significativamente inferior a la de los que intervienen en las OPI de las empresas no familiares. Así, contrastaremos las siguientes hipótesis:

---

<sup>99</sup> Otros trabajos sobre la utilización de la reputación del auditor como señal del valor de la empresa son Titman y Trueman (1986), Datar *et al.* (1991), Feltham *et al.* (1991), Keasey y McGuinness (1992) y Dark y Carter (1993).

H1e: La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto mayor es la reputación del agente especialista y del auditor elegido.

*H1f: El efecto de la elección de un agente especialista y de un auditor de buena reputación sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.*

### 2.3.1.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores

La empresa emisora, y en particular sus directivos, es la parte en una oferta inicial que mejor conoce cuál es su nivel actual de solvencia y el valor actual y el riesgo de los proyectos de inversión que pretende poner en marcha. Una empresa solvente con buenas expectativas futuras que, a partir de una oferta inicial, desee llevar a cabo ofertas subsiguientes con el fin de obtener la financiación requerida para poner en marcha sus planes futuros, estará interesada en que el mercado conozca su buena calidad para que responda de manera favorable a las ofertas y se obtengan los fondos necesarios. El origen de este enfoque se atribuye a Ibbotson (1975) quien lo sintetiza en la idea de que las buenas empresas emisoras infravaloran las OPI con el fin de “dejar buen sabor de boca en los inversores”,<sup>100</sup> esto es, como señal de su elevada categoría. En una formalización de dicha afirmación, Welch (1989) plantea la hipótesis de que el incentivo que tiene el emisor para “dejar buen sabor de boca” es debido a la posibilidad de volver al mercado a vender títulos en mejores condiciones, de modo que una de sus implicaciones es que hay una relación positiva entre el grado de infravaloración de la oferta inicial y el importe de las ofertas subsiguientes. Allen y Faulhaber (1989) consideran que las empresas que infravaloran en mayor medida su OPI es más probable que obtengan, tras la misma, mayores ganancias y repartan más dividendos y la respuesta del mercado a tales anuncios es mayor cuanto más han infravalorado la OPI. Grinblatt y Hwang (1989) afirman que, para un nivel dado de incertidumbre, tanto la participación que mantienen los propietarios-directivos como la infravaloración de la OPI transmiten una señal positiva sobre la empresa emisora.

La infravaloración de una OPI supone un coste de oportunidad para la empresa emisora, en la medida en que reduce el importe de los recursos financieros que puede

---

<sup>100</sup> Ibbotson (1975, p. 264).

obtener con dicha oferta. No todas las empresas pueden soportar ese coste en igual medida. Solo aquellas empresas que esperan obtener suficientes rendimientos futuros de las inversiones que planean implementar con los fondos que obtengan de las ofertas públicas de sus títulos, pueden estar dispuestas a asumir el coste de la infravaloración de las mismas.

Así pues, partiendo de la existencia de dos tipos de empresas, de alta y de baja calidad, lo cual no es distinguible por parte de los inversores, la infravaloración en las OPI puede ser entendida como una señal que transmite al mercado de valores la empresa emisora, mejor conocedora que los inversores acerca de su situación actual y de sus posibles rentas futuras, de que tiene capacidad y está dispuesta a soportar ese coste que supone el descuento en el precio de la oferta porque los proyectos que requieren los fondos de la OPI y ofertas subsiguientes van a dar lugar a rendimientos que lo compensen, de modo que esta señal facilita el éxito de tales ofertas. Es decir, la infravaloración puede ser interpretada como una señal acerca de la buena calidad de la empresa emisora, la cual tiene incentivos para utilizarla con el fin de facilitar su futura obtención de fondos.

En estos modelos subyacen dos hipótesis. Por un lado, que las empresas obtienen los fondos que necesitan para llevar a cabo sus planes de inversión a través de un proceso en dos etapas, que se compone en la primera de una oferta inicial y, en la segunda, de ofertas subsiguientes. Por otro lado, se asume que, con cierta probabilidad, tras la primera etapa, los inversores son capaces de identificar si efectivamente la empresa emisora tiene calidad o no. De este modo, solo las buenas empresas tienen incentivos para utilizar la infravaloración como señal informativa de su calidad, ya que el coste que ello supone les será compensado cuando los inversores, tras comprobar que tal calidad es real, acudan a las posteriores ofertas de valores. Sin embargo, las malas empresas no están interesadas en infravalorar sus OPI, ya que no pueden compensar este coste en la medida en que cuando los inversores reconocen su condición deciden no acudir a posteriores ofertas.

A partir de este planteamiento, que encuentra la justificación de la infravaloración en su misión de señalar al mercado la calidad de la empresa emisora, se deducen una serie de implicaciones empíricas que relacionan la infravaloración con la probabilidad, tamaño, velocidad y efecto del anuncio de ofertas subsiguientes. Así, se

espera una relación directa entre la infravaloración de la OPI y la probabilidad y el tamaño de una oferta subsiguiente [Jegadeesh *et al.* (1993)].<sup>101</sup> De este modelo también se deduce que cuanto mayor es la infravaloración menor es el tiempo que se tarda en realizar una oferta subsiguiente desde la emisión de la OPI [Welch (1996)]. Asimismo, se espera que cuanto mayor sea la infravaloración de la OPI menor sea la reacción negativa del precio de las acciones al anuncio de una oferta pública subsiguiente [Welch (1989), Jegadeesh *et al.* (1993), Slovin *et al.* (1994)]. Este enfoque sobre la infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora también respalda la relación directa entre el nivel de incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora y la infravaloración, ya que cuanto mayor es el desconocimiento sobre la empresa emisora, más necesidad tiene el mercado de recibir señales informativas.

No obstante, para que esta explicación de la infravaloración sea admitida como válida es necesario que la finalidad que persiga la empresa emisora con la OPI sea la obtención de financiación y diseñe una estrategia en dos etapas para conseguirla. Sin embargo, la salida a bolsa de una empresa puede estar motivada por razones diferentes a la necesidad de recursos financieros, tales como la mejora de la reputación, reconocimiento y credibilidad de la compañía o la búsqueda de mayor liquidez que facilite la salida de la empresa de sus propietarios originales. Asimismo, Spiess y Pettway (1997) constatan el hecho de que los propietarios-directivos existentes antes de la OPI, tanto de las empresas que infravaloran menos como de las que lo hacen en mayor medida, venden acciones en mitad de las OPI, es decir, no esperan a la realización de los beneficios que la señalización de la infravaloración traería consigo en las empresas de alta calidad, lo cual contradice el planteamiento de este modelo de señales.

Además, este enfoque puede también ser cuestionado por la posibilidad que tienen las empresas de utilizar otras medidas para señalar su buena calidad, tales como: la elección de auditores e intermediarios financieros de reputación [Titman y Trueman (1986), Booth y Smith (1986)], la vinculación con el capital riesgo [Megginson y Weiss (1991), Li y Masulis (2006)], la adecuada composición de su

---

<sup>101</sup> No obstante, estos autores encuentran que dicho resultado es económicamente débil. Además, indican que cuando se contempla la posibilidad de *pooling equilibrium*, es decir, que todas las empresas infravaloran en igual medida cualquiera que sea su calidad, entonces la realización de ofertas públicas subsiguientes está mejor explicada por los rendimientos de las acciones tras la OPI que por su grado de infravaloración y, por tanto, no se soporta la explicación de la infravaloración como señal informativa.



consejo de administración, con presencia de consejeros externos de prestigio [Ljungqvist (2007)] y la proporción de acciones retenida por los propietarios con cargos ejecutivos [Leland y Pyle (1977), Grinblatt y Hwang (1989), Ehrhardt y Nowak (2003)]. Respecto a esta última señal informativa de la calidad de la empresa emisora, Leland y Pyle (1977) plantean la tesis de que existe una relación directa entre la proporción de acciones mantenida por los propietarios-directivos de una empresa cuando realiza una emisión de acciones y el valor de mercado de la misma, porque consideran que si aquellos están dispuestos a invertir en sus proyectos es un hecho indicativo de la buena calidad de los mismos. Como señalan Ehrhardt y Nowak (2003), el alto nivel de asimetría informativa de una OPI induce a los propietarios-directivos a vender las acciones tanto en el mercado primario como en el secundario. En este sentido, transmiten señales a través de la infravaloración de la OPI y de la retención de un alto nivel de propiedad con el fin de generar información que contribuya a una valoración más precisa de sus empresas en el mercado secundario. Por su parte, el modelo de Grinblatt y Hwang (1989) establece que una empresa utiliza dos señales para transmitir al mercado el valor esperado y el riesgo de sus futuros flujos de caja: el grado de infravaloración de la oferta inicial y la fracción de acciones retenida por los propietarios-directivos iniciales. Así, una de las implicaciones que se deducen de este modelo es que existe una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de acciones retenido por los propietarios-directivos iniciales, para un nivel dado de incertidumbre.

Respecto a las características propias de la empresa familiar que podrían influir en la necesidad de utilizar la infravaloración en mayor o menor medida con el fin de reducir las asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores, a través de señalar la calidad de la empresa, hay dos aspectos a considerar. Por un lado, diversos estudios como, entre otros, McCounaghy *et al.* (1998), Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006) (véase anexo 1.1 del Capítulo 1) a partir de la Teoría de la Agencia y del Enfoque de Recursos apoyan el hecho de que la naturaleza familiar ejerce una influencia positiva sobre su *performance*, de modo que se le atribuye mayor valor a la empresa familiar respecto a la no familiar. Así pues, si efectivamente la naturaleza familiar atribuye valor a la empresa, la empresa emisora de carácter familiar recurrirá en mayor medida a la infravaloración de la oferta inicial para señalar dicho valor.

Por otro lado, la empresa familiar se caracteriza por un deseo de permanencia o continuidad y, por tanto, de mantener en gran medida la propiedad y control de la empresa en manos del grupo familiar, de modo que cabe esperar que los propietarios principales iniciales, que generalmente son miembros de la familia, retengan una mayor proporción de acciones. En consecuencia, la retención por parte de los propietarios familiares de una mayor participación en acciones tras la oferta inicial actuará asimismo como señal informativa para inversores externos sobre la buena valoración de la empresa. En este sentido, Schmid y Jithendranathan (2012) comparando las OPI de empresas familiares y no familiares en el mercado americano obtienen que el porcentaje de propiedad retenida por los propietarios-directivos iniciales es significativamente superior en las empresas familiares con respecto a las no familiares.

Así pues, a partir de los planteamientos de Ibbotson (1975), de Welch (1989) y de Grinblatt y Hwang (1989) contrastaremos las siguientes hipótesis:

H2a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la calidad de la empresa emisora.

*H2b: La empresa familiar infravalora la oferta inicial en mayor medida que la empresa no familiar para señalar su mejor calidad.*

H2c: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la realización de una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital.

H2d: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.

*H2e: La naturaleza familiar de la empresa emisora incide positivamente en el efecto que tiene sobre la infravaloración de la oferta inicial la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.*

### **2.3.1.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista**

Las empresas que deciden llevar a cabo una oferta pública inicial de acciones recurren para ello a la contratación de los servicios de algún agente especialista. Este

ofrece a la empresa emisora tres tipos de servicios: el asesoramiento sobre las características que ha de tener la oferta para que culmine con éxito, la distribución de los valores entre el público inversor y el aseguramiento de la emisión. En un contexto de asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista acerca de la potencial demanda de los títulos de aquella, tales funciones del agente especialista cobran especial valor. En tal situación, el agente especialista posee mayor información sobre los mercados de capitales que la empresa emisora, de modo que la empresa está interesada en recibir su asesoramiento sobre el precio de la oferta más adecuado y encargarle la comercialización de la emisión en la medida en que tiene un mayor acceso y habilidad de persuasión sobre los clientes potenciales. No obstante, el agente especialista puede tener incentivos para participar en la OPI con actuaciones contrarias a los intereses de la empresa emisora, provocando un conflicto de agencia principal-agente. En este sentido, el agente especialista podría obtener ganancias a partir de una infravaloración de la oferta superior a la necesaria. Con la infravaloración, el intermediario fomenta la colocación con éxito de la emisión dedicando menor esfuerzo de promoción y comercialización de la misma. Además, el agente especialista podría obtener por parte de los inversores una remuneración por la infravaloración vía mayores comisiones en otros tipos de transacciones [Loughran y Ritter (2002)], por medio de prácticas *spinning* [Ljungqvist (2007)] consistentes en vender los títulos infravalorados a ejecutivos de la compañía a cambio de la promesa de futuros negocios con el banco, o a través de fidelizar clientes para futuras ofertas en las que intervengan. Esto es, los agentes financieros especialistas que intervienen en el establecimiento de las condiciones de una oferta pública pueden estar interesados en infravalorar de manera importante la emisión para fomentar que los inversores acudan a las próximas emisiones en las que intervengan esos mismos agentes especialistas. Es decir, pueden tener incentivos para beneficiar a sus clientes inversores en detrimento de la empresa emisora, dando lugar a un problema de agencia [Beatty y Ritter (1986)].

Los primeros trabajos teóricos que fundamentan la explicación de la infravaloración a partir de la consideración de conflictos principal-agente se centran en la posibilidad de que el agente especialista (agente) incurra en una situación de riesgo moral, en la medida en que sus acciones no estén encaminadas a optimizar los objetivos de la empresa emisora (principal). En este sentido, Baron y Holmström (1980) y Baron (1982) utilizan modelos principal-agente para explicar el interés de los agentes

especialistas mediadores de una OPI en infravalorarla más de lo que sería necesario en perjuicio de la empresa emisora. En estos modelos se parte de que ante asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista, aquella está interesada en delegar las tareas que requiere una emisión de valores a este último, con el fin de aprovechar el mayor nivel de información que este posee sobre la demanda de los inversores. Para ello, la empresa emisora ofrece al intermediario una serie de contratos con diferentes combinaciones de precio de la oferta y márgenes de intermediación. De este modo, persigue optimizar los esfuerzos que dedicará el agente especialista en las funciones de establecimiento de las condiciones de la emisión y su comercialización que se le han encomendado, ya que su remuneración queda vinculada a la demanda que hará el mercado de los títulos de la empresa emisora. El agente especialista selecciona la combinación que considera adecuada de acuerdo con la información de que dispone, de tal manera que si considera probable una demanda baja, elige un precio de oferta bajo y un alto margen de intermediación y si prevé una demanda alta, escoge un precio de oferta alto y un margen de intermediación bajo. Debido a la superioridad informativa del agente especialista, este escoge un contrato que es menos favorable para la empresa emisora de lo que sería la combinación óptima en un contexto carente de asimetría informativa, esto es, elige un contrato que le remunera positivamente desarrollando un esfuerzo en su labor, que no es observable, a un nivel por debajo del óptimo. Es decir, el resultado es la fijación de un precio de la oferta inferior al óptimo y, por tanto, la infravaloración de la emisión.

De acuerdo pues con este modelo, la asimetría informativa entre la empresa emisora y el agente financiero especialista que interviene en la emisión acerca de la demanda esperada para los títulos que se ofertan, permite explicar el descuento practicado en el precio de los mismos como consecuencia de un problema de riesgo moral que surge entre la empresa emisora y el agente especialista mediador.

Este enfoque refuerza la relación directa esperada entre la incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa y la infravaloración de la OPI. Cuanto mayor sea el ruido existente en el mercado sobre el valor de la empresa emisora, mayor es la valoración que esta atribuye a los servicios del agente especialista, que con su ventaja informativa sobre los inversores potenciales podrá persuadirles en mayor medida de la conveniencia

de valorar y acudir a la emisión. Esto permite al intermediario elegir una mayor infravaloración.

Un aspecto que cuestiona estos planteamientos es el hecho de que la infravaloración no solo puede proporcionar beneficios para el agente especialista, sino también tiene costes de oportunidad, ya que los rendimientos que obtiene como consecuencia de su participación en una emisión están vinculados a los ingresos que resultan de la misma. Según Ljungqvist (2007) es razonable admitir que en ocasiones los beneficios privados que puede obtener el intermediario con la infravaloración de la OPI superarán la menor recaudación de rendimientos por la intermediación.

Siguiendo a Ljungqvist (2007), la empresa emisora puede tratar de resolver el posible conflicto de agencia con el agente especialista por medio de dos mecanismos: a través de la supervisión del esfuerzo que lleva a cabo el agente especialista en la venta de los títulos y de la realización de una adecuada negociación sobre el precio a fijar, o mediante el diseño de un contrato con el agente especialista que permita la alineación de los intereses de este con los de la empresa emisora a partir de la vinculación de su remuneración con el precio de la oferta. Así, se deduce que cuanto mayor sea el incentivo de los responsables de la empresa para supervisar la labor del intermediario y negociar adecuadamente con él la fijación del precio de la oferta, menor será la infravaloración esperada [Ljungqvist y Wilhelm (2003)]. Por tanto, contrastaremos la siguiente hipótesis:

H3a: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y los incentivos de los responsables de la empresa emisora para supervisar al agente especialista.

Además, en este sentido, las empresas familiares se caracterizan porque el *CEO* y los accionistas iniciales son miembros de la familia con un elevado porcentaje de propiedad de la empresa, de modo que tienen mayor interés en supervisar la labor del agente especialista y reducir la infravaloración de la oferta inicial. En consecuencia, también contrastaremos:

*H3b: Los responsables de las empresas familiares tienen mayores incentivos en supervisar la negociación con el agente especialista y, por tanto, sus ofertas iniciales son menos infravaloradas que las de las empresas no familiares.*

Asimismo, cabe esperar que cuanto mayor sea la vinculación entre la remuneración que recibe el intermediario y el precio de la oferta, menor será la infravaloración [Ljungqvist (2003)]. A partir de esta implicación contrastaremos las siguientes hipótesis:

H3c: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de propiedad del agente especialista en la empresa emisora.

H3d: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de comisión del agente especialista.

#### 2.3.1.4. Revelación de información

A partir de la consideración de la existencia de asimetrías informativas dentro del público inversor y entre la empresa emisora y el agente especialista, y sobre la base del empleo de un determinado método de salida a bolsa, se desarrolla la Teoría de Revelación de Información como otro argumento explicativo de la infravaloración de las OPI.

La distinción entre inversores informados y no informados y la posibilidad del agente especialista de decidir libremente la asignación de valores entre los inversores que acuden a la emisión, conduce a este último a contemplar algún mecanismo que motive a los inversores informados a proporcionar la verdadera información que poseen acerca del valor de la empresa emisora. El procedimiento adecuado, bajo determinadas condiciones,<sup>102</sup> es el que consiste en la construcción de un libro de órdenes de compra (*bookbuilding*) [Benveniste y Spindt (1989), Benveniste y Wilhelm (1990) y Spatt y Srivastava (1991)]. Se trata de un método que pretende persuadir e incentivar a los inversores informados para que revelen la información real que tienen sobre la empresa emisora. Para ello, el agente especialista, tras haber establecido un rango inicial de precios, solicita a los inversores institucionales y a otros inversores potenciales, que considera que son los que mejor informados están, que manifiesten sus intenciones no

---

<sup>102</sup> Esto es, en ausencia de restricciones regulatorias en cuanto a la asignación de valores y/o discriminación de precios entre los inversores. Cuando se dan factores institucionales que limitan estos aspectos, disminuye la capacidad del intermediario para recompensar a los inversores que revelan información y, por tanto, para reducir la asimetría informativa entre los inversores y, en consecuencia, el resultado es que se requiere un nivel de infravaloración mayor.

obligatorias de compra de valores en la OPI. Normalmente, los inversores pueden presentar, revisar y cancelar órdenes de compra hasta el cierre del libro. En principio, a tales inversores les interesa mostrar poco interés por la oferta, solicitando pequeñas cantidades, aun cuando la valoren favorablemente, con el fin de conseguir que se fije un precio de oferta reducido. No obstante, el método de elaboración del libro de órdenes evita esta actuación, ya que el agente especialista terminará asignando pocos valores o ninguno a aquellos inversores que hayan expresado poco interés en sus peticiones. Por otro lado, aquellos inversores que revelen información favorable por medio de órdenes de gran tamaño, serán compensados con importantes asignaciones de valores. De ese modo, un inversor que valora positivamente a la empresa emisora pero que no lo transmite en el proceso de elaboración del libro podría quedarse fuera de la oferta o recibir muy pocos valores.

Como resultado de este proceso, el agente especialista obtiene una estimación razonablemente buena sobre la curva de demanda de estos inversores en la oferta, que le facilita un establecimiento más correcto del precio de la oferta. Cuanto más agresivas sean las intenciones de compra, mayor podrá ser el precio de la oferta. Ahora bien, dentro de la fijación más adecuada del precio de la oferta que permite este método, es necesario cierto nivel de infravaloración como remuneración a los inversores por la revelación de información.

La validez de este procedimiento para inducir a los inversores informados a que proporcionen información veraz sobre la empresa emisora y la compensación a los mismos por medio de la infravaloración es mayor cuando tales inversores son habituales. Es decir, si el agente especialista trata con los mismos inversores institucionales en sucesivas ofertas, estos corren el riesgo de ser excluidos no solo de la OPI actual sino de las siguientes, si no revelan información real. Asimismo, el agente especialista ha de remunerarles vía infravaloración para que respondan adecuadamente en las siguientes emisiones. Sin embargo, el interés de los inversores porque se les atienda favorablemente sus peticiones en posteriores emisiones en las que intervendrá el mismo agente especialista, conduce a que este tenga menos necesidad de infravalorar para conseguir que aquellos revelen información correcta.

No obstante, el agente especialista no solo puede remunerar la revelación de información por parte de los inversores informados vía infravaloración de la OPI, sino

también a través de otros mecanismos como, por ejemplo, su compromiso de mantener los precios de las acciones tras su puesta en circulación en el mercado secundario de valores [Benveniste *et al.* (1996)]. Además, algunos autores apuntan que el agente especialista necesita recurrir menos a la infravaloración para disuadir a los inversores informados para que aporten información veraz cuando hay una posibilidad creíble de que la empresa emisora llegue a retirar la oferta [Busaba *et al.* (2001), James y Wier (1990)].

A partir de esta Teoría de Revelación de Información, se puede deducir, por una parte, una relación positiva esperada entre la revisión del precio de la oferta al alza a lo largo del proceso de salida a bolsa y la infravaloración. Es decir, cuando en la elaboración del libro se recibe información positiva sobre la emisión, cabe esperar una revisión del precio que alcance o supere el límite máximo del rango inicialmente ofrecido, mientras que si la información recibida no es muy favorable se revisará el precio hacia el límite inferior del rango de precios original. No obstante, según el planteamiento de Benveniste y Spindt (1989), aunque el agente especialista revise el precio al alza cuando recibe información favorable, solo lo hace parcialmente con el fin de que la infravaloración remunere al inversor por la información revelada. Es decir, se produce un fenómeno de “ajuste parcial” [Hanley (1993)]. En este sentido, con respecto a la empresa familiar, si se acepta la premisa de que es percibida por los inversores como menos arriesgada, cabe esperar una mayor revisión positiva del precio por la revelación de mayor demanda y, por tanto, una mayor compensación vía infravaloración que en la empresa no familiar.

Por otra parte, cuanto mayor sea el nivel de participación del agente especialista en los mercados de valores cabe esperar que sea menos necesaria la infravaloración de la oferta como compensación por la revelación de información. Es decir, en la medida en que los inversores desean asegurarse que recibirán valores en sucesivas ofertas en las que intervendrá el mismo agente especialista, le requerirán menos nivel de infravaloración como remuneración por la información revelada. Además, si la revelación de información por parte de los inversores institucionales es compensada con mayores asignaciones de títulos a estos con respecto al resto de inversores, entonces es posible que la infravaloración requerida para recompensarles sea menor. A este respecto, y en relación con la empresa familiar, cabe esperar que su deseo de preservar



el control de la empresa le lleve a asignar los títulos al público en general para lograr una mayor dispersión de propiedad entre los nuevos inversores y no tanto a inversores institucionales y, por tanto, necesite compensarles por medio de la infravaloración de la oferta en mayor medida que en la empresa no familiar.

A partir de estos planteamientos, contrastaremos las siguientes hipótesis:

H4a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la revisión positiva del precio de la oferta en el proceso de la misma.

*H4b: La revisión del precio es más positiva y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta, como forma de compensación por la revelación de información favorable, es mayor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.*

H4c: Cuanto mayor es la asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas, menor es la infravaloración.

*H4d: La asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar y, por tanto, en la primera es más necesaria la infravaloración de la oferta para compensarles.*

Aunque las teorías basadas en la presencia de asimetrías informativas ofrecen diversas razones para explicar la existencia de infravaloración en una OPI, no se consideran suficientes para comprender las diferencias en los niveles de infravaloración que se observan en las diferentes ofertas [Ritter y Welch (2002)]. Por lo tanto, es necesario recurrir a la consideración de otros argumentos explicativos, como son los que relacionan los objetivos respecto de la estructura de propiedad y control que tiene la empresa emisora con el nivel de infravaloración de la OPI.<sup>103</sup>

---

<sup>103</sup> Las diferencias observadas en la infravaloración de las OPI en diferentes países y a lo largo del tiempo, en que destacan los altos niveles de infravaloración que tuvieron lugar durante la burbuja que provocó el *boom* de internet en 1999 y 2000, no parece que puedan ser explicadas satisfactoriamente únicamente por los modelos de asimetrías informativas. Los enfoques basados en las diferencias en la estructura institucional entre países y los modelos sobre el comportamiento del inversor y de los bancos de inversión ofrecen asimismo explicaciones complementarias que pueden contribuir en la justificación de la anomalía en los rendimientos a corto plazo que se produce tras una OPI.

### 2.3.2. Teorías basadas en objetivos de propiedad y control

La salida a bolsa de una empresa conlleva una serie de aspectos positivos como son, entre otros, la posibilidad de obtener financiación propia más allá de la que aportan los propietarios iniciales, un acceso más económico a los mercados financieros, un incremento de la liquidez en las acciones de la empresa y un mayor reconocimiento y una mejora de la imagen de la misma entre el público inversor. Pero, además, una OPI tiene otra consecuencia inmediata, a saber, un cambio en la estructura de propiedad de la empresa que puede comportar una mayor separación entre la propiedad y el control.

En este sentido, los objetivos que tienen los propietarios de la empresa emisora en relación con la estructura de propiedad y el control deseados pueden tener influencia sobre las características de una OPI y, más concretamente, sobre el nivel de infravaloración que resulta conveniente. Es decir, los propietarios-directivos de la empresa dirigen el establecimiento de los términos del contrato de emisión en función de consideraciones estratégicas relacionadas con la estructura de propiedad futura deseada, la cual persigue maximizar los rendimientos esperados a largo plazo y los beneficios privados de su participación accionarial. Como indica Demsetz (1983), con expectativas racionales y contratos óptimos con respecto a las consecuencias económicas de cambios de propiedad, así como competencia perfecta entre empresas y directivos, las medidas de concentración de propiedad no deberían estar correlacionadas con los rendimientos de las acciones. Sin embargo, si se incumple alguna de esas hipótesis, no es posible asumir la irrelevancia de la estructura de propiedad en los rendimientos de las acciones y se pueden hallar empíricamente rendimientos anormales positivos o negativos en función del nivel de concentración de propiedad. Sin embargo, la literatura sobre la posible relación entre la infravaloración de una OPI y la estructura de propiedad y el control ofrece diversos enfoques a veces contradictorios, en la medida en que a las diferentes estructuras de propiedad se les atribuye tanto costes como beneficios en el contexto del enfoque de los problemas de agencia.

Así, por un lado, una estructura de propiedad concentrada permite ejercer una supervisión más efectiva sobre los directivos de la empresa y, de ese modo, reduce el clásico conflicto de agencia propietario-directivo descrito por Jensen y Meckling (1976). Algunos autores reconocen que a través de estructuras de propiedad piramidales, cruzadas y el empleo de dos clases de acciones en función de si incorporan

o no derechos de voto, los propietarios, aunque tengan titularidades directas pequeñas, pueden ejercer un control más efectivo de la gestión de la empresa [Burkart *et al.* (1997), La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000), Lins (2003)]. Además, los grandes accionistas tienen fuertes incentivos para presionar a los directivos a que actúen en la dirección de optimizar sus intereses, incluso a través de una OPA [Shleifer y Vishny (1997)]. Sin embargo, por otro lado, Demsetz (1983) argumenta que la concentración de propiedad es la consecuencia endógena de las decisiones de maximización de rentabilidad por parte de los accionistas actuales y potenciales, de modo que no debería tener ningún efecto sobre el valor de la empresa. Demsetz y Lehn (1985), Himmelberg *et al.* (1999) y Demsetz y Villalonga (2001) proporcionan evidencia que soporta los argumentos de Demsetz (1983). Asimismo, cuando la separación de la propiedad y el control no es completa, puede surgir un problema de agencia entre los accionistas-directivos y los accionistas no directivos [Jensen y Meckling (1976)]. En este sentido, Shleifer y Vishny (1997) argumentan que cuando el grado de concentración de propiedad llega a cierto nivel, de modo que los grandes accionistas tienen un elevado control de la empresa, pueden estar más interesados en generar beneficios privados derivados del control que no van a compartir con los accionistas minoritarios. Esta expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios externos por parte de los grandes propietarios que controlan la empresa genera un conflicto de agencia que puede superar los beneficios derivados de la mayor supervisión [Villalonga y Amit (2006)]. Empíricamente, Morck *et al.* (1988) encuentran una relación en forma de U invertida entre el grado de propiedad-control y el valor de la empresa para una muestra de empresas americanas, de lo que se extrae que la valoración de la empresa mejora a medida que aumenta la propiedad gerencial, pero llegado a un punto, el atrincheramiento y la apropiación de beneficios privados a expensas de los propietarios externos conduce a una reducción en el valor de la empresa.<sup>104</sup> Por tanto, la presencia de grandes accionistas puede tener un efecto positivo sobre el valor de la empresa si utilizan su poder para supervisar a los gestores y/u obtener beneficios del control compartidos con el resto de propietarios o, por el contrario, puede tener un efecto negativo si aprovechan el control que ejercen para sacar beneficios privados del mismo [Lemmon y Lins (2003)].

---

<sup>104</sup> Stulz (1988) modeliza este comportamiento con forma cóncava entre la propiedad gerencial y el valor de la empresa.

Cuando se acepta como premisa que los accionistas originales, que poseen y dirigen una empresa, desean atrincherar el control de la misma y seguir disfrutando de los beneficios privados que dicho control les proporciona, algunos autores consideran que les conviene instrumentar la salida a bolsa de modo que las acciones que se ponen en venta queden muy distribuidas entre los inversores. La dispersión de la propiedad de los nuevos valores disminuye los incentivos de los nuevos propietarios en la supervisión de los propietarios-directivos de la empresa y, de ese modo, estos preservan sus beneficios privados y ven reducida la amenaza de ser destituidos por ejemplo por una OPA hostil. Este es el planteamiento que apoyan Brennan y Franks (1997), quienes explican la infravaloración de la OPI como mecanismo para promover el exceso de demanda, lo cual da a los gestores la oportunidad de racionar la asignación de acciones entre los inversores y discriminar entre solicitudes de distinto tamaño, de modo que los nuevos propietarios acaben disponiendo de paquetes de pequeño tamaño. Esta estructura de propiedad diluida tras la OPI desincentiva la supervisión de los directivos, ya que a un pequeño inversor no le compensa soportar un esfuerzo de supervisión del que se beneficiará el resto de inversores (*Hipótesis de supervisión reducida*). Por tanto, estos autores consideran que las condiciones de la OPI, en particular la infravaloración, son establecidas de manera que a pesar de que se produzca un cambio en la estructura de propiedad se evite la transferencia del control de la empresa.

Sin embargo, Zingales (1995) plantea la decisión de la empresa de salir a bolsa a través de una OPI como un mecanismo que utilizan los propietarios iniciales de una empresa que quieren finalmente venderla y diseñan la OPI de modo tal que les permita la maximización de los rendimientos procedentes de la venta. Considera que para el comprador de una acción hay dos fuentes que le inducen a aumentar la valoración que le da y, por tanto, el precio que está dispuesto a pagar por ella: el incremento de flujos de caja a los que da derecho y la apropiación de beneficios privados que proporciona el control de la empresa. Así, para que los propietarios iniciales puedan extraer la máxima valoración que los compradores potenciales dan a estas dos fuentes de recursos, han de venderlos a través de dos mecanismos separados: por un lado, deben vender los derechos económicos por medio de subasta entre un número elevado de pequeños inversores y, por otro, negociar directamente la venta de los beneficios privados del control a grandes inversores. Con este planteamiento, la OPI y su infravaloración es utilizada como la primera etapa de una estrategia de venta de la compañía, en la que los

propietarios iniciales tienen que decidir qué proporción de acciones venden entre una dispersión de inversores para extraer una buena valoración de los derechos de flujos de caja y qué proporción retienen para venderlas en una fase posterior a través de una negociación directa con grandes inversores que les permita obtener una buena valoración de la transferencia del control y, de ese modo, se logre optimizar los rendimientos derivados de la venta de la compañía. En esta línea, Mello y Parsons (1998) también sugieren que una estructura de propiedad dispersa ayuda a los empresarios a maximizar el valor de la empresa después de la OPI, ya que con ella ganan poder de negociación con potenciales inversores.

Así, tanto en el modelo de Brennan y Franks (1997) como en el de Zingales (1995) la infravaloración en la OPI persigue promover una propiedad dispersa entre los nuevos inversores, pero con diferente finalidad. En el primero se desea evitar la transferencia de control, mientras que en el segundo se persigue la venta total de la compañía a través de un proceso en varias etapas que maximice los rendimientos derivados de tal venta. De acuerdo con [Ljungqvist (2007)] la evidencia empírica recogida en la literatura soporta en mayor medida este último objetivo.

Además, Booth y Chua (1996) señalan que promover una estructura de propiedad dispersa a través de la infravaloración de la OPI no solo permite reducir la supervisión de los directivos por parte de los propietarios externos y protegerse de una OPA hostil, sino también favorece la liquidez y, por tanto, la posibilidad para los propietarios internos de poder vender sus acciones en el mercado secundario a buen precio. Estos autores afirman que los propietarios-directivos establecen la infravaloración de forma que se equilibren los dos efectos que tiene sobre su riqueza. Por un lado, supone un coste inmediato que afecta en mayor medida a los accionistas que venden sus acciones en la OPI, ya que sufren un efecto dilución, y, por otro, implica beneficios futuros en la medida en que al fomentar una estructura de propiedad dispersa se favorece la liquidez de las acciones y, por tanto, su venta futura a un precio más elevado. En este sentido, al igual que Brennan y Franks (1997), encuentran que los accionistas que venden más acciones en la OPI suelen ser los que no ostentan cargos ejecutivos en la empresa. Así, si los propietarios que dirigen la empresa, que son los que decidirán las condiciones de la OPI, retienen gran parte de sus acciones, soportan menos el coste derivado de la infravaloración y podrán sacar beneficios en una venta futura

derivados del incremento de la liquidez que produce una estructura de propiedad dispersa fomentada por la infravaloración de la OPI.

Así, del enfoque de supervisión reducida de Brennan y Franks (1997) se deduce que cuanto mayor es la infravaloración de la oferta inicial, mayor es la dispersión de propiedad entre los nuevos inversores y, de ese modo, los propietarios-directivos iniciales protegen en mayor medida los beneficios privados del control.<sup>105</sup> Por consiguiente, la hipótesis a contrastar es:

H5a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el grado de dispersión de la propiedad de la empresa tras la misma.

Como hemos comentado en el Capítulo 1, las empresas familiares están típicamente controladas por un gran accionista que disfruta de enormes beneficios privados del control [Faccio y Lang (2002)] y que se centra en la maximización de sus propios beneficios más que en los de todos los accionistas [Bertrand y Schoar (2006)]. Croci *et al.* (2011, p. 864) señala que «como originalmente observaron Demsetz y Lehn (1985) y Holderness y Sheehan (1988) los accionistas que individualmente controlan una empresa y, por extensión, las familias con una fuerte titularidad y control de la empresa, valoran las oportunidades de aprovechar incentivos o beneficios en mayor medida que los accionistas mayoritarios de otras empresas, especialmente, porque poseen beneficios privados no monetarios y no transferibles». Es decir, el tamaño de los beneficios privados que disfrutaban los propietarios de las empresas familiares es mayor que los de las empresas no familiares. Atendiendo a la distinción hecha por Ehrhardt y Nowak (2001), en las empresas controladas por una familia resultan especialmente destacables, respecto a las otras empresas, además de los otros tipos de beneficios privados, el peso de los beneficios relacionados con la reputación, sobre todo en aquellas todavía dirigidas por el fundador. El prestigio social de la familia, su tradición, la promoción de miembros de la misma dentro de la empresa y el poder de las

---

<sup>105</sup> Como señala Durukan (2006), la estructura de propiedad de una empresa es dinámica y no hay garantía de que una estructura de propiedad dispersa resultante de la infravaloración de la OPI se mantenga a lo largo del tiempo. En este sentido, Brennan y Franks (1997) defienden que las compras en el mercado secundario para conseguir grandes paquetes de acciones no resultarían rentables en la medida en que los precios en el mercado subirían como respuesta a la expectativa de compras a gran escala, de modo que ya estarían descontadas las posibles ganancias de una gestión más supervisada. Field y Sheehan (2004) encuentran que no hay relación entre la infravaloración de la OPI y la creación de nuevos grandes paquetes de acciones tras la misma.

relaciones personales entre los mismos son aspectos que constituyen parte importante de las características propias de la empresa familiar o *familiness*.

Como consecuencia, las empresas familiares debido a que tienen más beneficios privados del control, a que desean pasar la empresa a futuras generaciones y a que tienen una conciencia de supervivencia de la empresa a largo plazo, tratan de atrincherar el control de sus negocios en mayor medida y mitigar la supervisión de un *outsider*. Por esta razón, cuando deciden salir a bolsa, por medio de la infravaloración de su oferta pretenden conseguir una dispersión de propiedad mayor entre los nuevos inversores, de modo que se evite que entre un inversor externo con un paquete significativo que pueda limitar las actuaciones de los antiguos propietarios miembros de la familia. Así, de acuerdo con esto y siguiendo el enfoque de Brennan y Franks (1997), contrastaremos la siguiente hipótesis:

*H5b: Las empresas familiares cuando deciden la salida a bolsa desean proteger los beneficios privados del control en mayor medida que las empresas no familiares, de modo que recurren a un nivel de infravaloración mayor para generar una estructura de propiedad dispersa entre los nuevos inversores.*

Frente a la hipótesis de supervisión reducida de Brennan y Franks (1997), Boulton *et al.* (2010) señalan que en algunas empresas la generación de una estructura de propiedad dispersa después de la OPI con el fin de reducir la supervisión de los directivos es casi irrelevante en la medida en que en ellas los propietarios-directivos retienen el control mayoritario incluso después de la OPI. Consideran esta situación tanto si algunos propietarios-directivos controlan la mayoría de los votos a través de la titularidad de un porcentaje de acciones superior al 50%, como si lo hacen a través de una estructura de propiedad basada en dos clases de acciones, con y sin derecho a voto. Es decir, en aquellas empresas en las que hay un fuerte atrincheramiento de los propietarios-directivos y se va a mantener tras la OPI, no resulta necesaria la utilización de la infravaloración para proteger los beneficios privados del control. Así, contrastaremos la siguiente hipótesis:

H6: En las empresas en las que los propietarios iniciales mantienen más del 50% del control de las mismas, la infravaloración es menor con respecto al resto de empresas.

Por otra parte, la infravaloración de una OPI no es el único mecanismo que se puede emplear por parte de los propietarios internos para proteger los beneficios privados del control. Como un medio sustitutivo de la infravaloración los directivos pueden mantener el control de la empresa a través de la adopción de medidas anti-OPA y/o la emisión de acciones sin derecho a voto. Field y Karpoff (2002) muestran que la mayoría de empresas americanas utilizaron al menos algún procedimiento anti-OPA antes de la salida a bolsa, pero aun así infravaloraron la OPI. Smart y Zutter (2003) dan soporte al argumento de Brennan y Franks (1997), pero revelan que las empresas americanas que emiten acciones sin derecho a voto en sus OPI están menos infravaloradas, de modo que la emisión en la OPI de acciones sin derecho a voto constituye una alternativa a la infravaloración para proteger los beneficios privados del control. Así, cabe esperar que si se emiten este tipo de acciones, la infravaloración de la OPI será menor.<sup>106</sup>

Si la finalidad de los propietarios iniciales es acabar vendiendo la empresa, de acuerdo con los planteamientos de Zingales (1995) y de Booth y Chua (1996), se deduce la implicación de que cuanto mayor sea el porcentaje de propiedad que mantienen sin vender los propietarios-directivos iniciales en la OPI mayor será la infravaloración que practiquen, ya que los rendimientos derivados del aumento de la liquidez y de la venta futura de los beneficios privados del control superarán el coste que supone para ellos la infravaloración. Asimismo, cabe esperar una relación directa entre la infravaloración y la venta de acciones por parte de los propietarios-directivos iniciales en los años posteriores a la oferta.

En este sentido, con respecto a la empresa familiar, el deseo de los propietarios miembros de la familia de mantener el control de la empresa y garantizar su continuidad en manos de la familia cabe que se traduzca en una mayor retención de propiedad de aquellos tras la salida a bolsa.

Así pues, contrastaremos:

---

<sup>106</sup> En ninguna de las ofertas iniciales llevadas a cabo para salir a bolsa por las empresas de nuestra muestra, a la que nos referimos en el capítulo siguiente, se incluye la emisión de acciones sin derecho a voto.



H7a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que mantienen los propietarios-directivos iniciales tras la misma.

*H7b: Los propietarios-directivos de las empresas familiares retienen más porcentaje de participación y, por tanto, infravaloran en mayor medida sus ofertas iniciales que las empresas no familiares.*

H7c: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que venden los propietarios-directivos iniciales en los años siguientes a la misma.

En el contexto del enfoque de los problemas de agencia, también se le atribuye a la infravaloración de las ofertas iniciales una explicación totalmente opuesta a la de Brennan y Franks (1997). Stoughton y Zechner (1998) sugieren que la infravaloración puede emplearse con el fin de minimizar los costes de agencia por medio de promover la supervisión. La idea intuitiva que subyace en esta explicación es que los propietarios-directivos iniciales deberían perseguir minimizar en lugar de maximizar los beneficios privados del control, ya que esto último incrementa los costes de agencia y, por tanto, reduce el valor de mercado de la empresa. En la medida en que los propietarios-directivos iniciales mantengan porcentajes importantes de propiedad, estarán interesados en reducir tales costes de agencia consecuencia de su propio comportamiento oportunista, ya que son ellos mismos los que tendrán que soportarlos, pudiendo no ser compensados por los beneficios privados del control a los que tienen acceso. La premisa básica de Stoughton y Zechner (1998) es que los inversores son diferentes en cuanto a su capacidad de supervisar la gestión de la empresa y consideran que para incrementar el valor de mercado de la empresa convendría ofrecer las acciones de la oferta inicial a algún gran inversor, que se verá motivado a supervisar la gestión de la empresa.

Para ello, en este planteamiento subyace la utilización de un proceso de oferta en dos etapas similar al método de elaboración del libro de órdenes y la discriminación en la asignación de acciones. Así, en una primera etapa, tras un rastreo de la demanda potencial en busca de un gran inversor, se establece un precio de la oferta tal que favorezca la compra efectiva de un gran paquete de acciones por parte de dicho inversor

con el fin de que tenga motivación para ejercer una adecuada supervisión posterior de la gestión de la empresa. En la segunda etapa, se asignan acciones al mismo o diferente precio, según sea posible la discriminación en precio, entre los pequeños inversores. Esto es, este enfoque implica utilizar la infravaloración para promover la compra por parte de un gran inversor de un paquete de acciones tal que le motive a ejercer una supervisión eficiente. No obstante, la infravaloración de la oferta requerida sería mayor si no hubiera un gran inversor dispuesto a efectuar una compra importante de acciones que le incentivase a ejercer una supervisión adecuada de la gestión, ya que en tal caso los inversores potenciales anticiparían mayores costes de agencia futuros y, por tanto, menor valor de la empresa como resultado de la falta de supervisión.

Por lo tanto, una implicación que podríamos deducir de este enfoque es que la infravaloración necesaria para que una oferta inicial tenga éxito es menor cuanto mayor sea el tamaño del paquete de acciones asignado a un nuevo inversor, ya que los inversores potenciales estimarán menos costes de agencia futuros y, por tanto, mayor valor de las acciones de la empresa emisora. Así, contrastaremos la siguiente hipótesis:

H8a: Hay una relación inversa entre la infravaloración de la oferta inicial y el mayor tamaño de acciones asignado a un nuevo accionista principal.

Dado el deseo de la empresa familiar de preservar el control en manos de la familia, cabe esperar que se persiga en menor medida la entrada de un nuevo accionista con un gran paquete accionarial, de modo que la expectativa de supervisión eficiente por parte de los inversores potenciales será menor y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta inicial requerida será mayor que en la empresa no familiar. Por tanto, también contrastaremos:

*H8b: En la empresa familiar el porcentaje de participación de un nuevo accionista principal será menor y, por tanto, la infravaloración de la oferta inicial será mayor, que en la empresa no familiar.*

Como señala Ljungqvist (2007), al menos dos razones explican las diferencias entre los dos argumentos alternativos que proponen Brennan y Franks (1997) y Stoughton y Zechner (1998) para justificar la infravaloración de las OPI en el contexto de la propiedad y el control. La primera es el diferente marco institucional en que se desarrollan ambos modelos, de modo que Brennan y Franks (1997) plantean un

mecanismo de OPI con fijación del precio más que sensible a la demanda y con asignación de acciones *pro-rata*, mientras que Stoughton y Zechner (1998) modelizan un procedimiento de elaboración del libro de órdenes con asignaciones discrecionales. La segunda es que Stoughton y Zechner (1998) consideran que los directivos asumen como propios los costes de agencia que imponen a los inversores externos y, sin embargo, el modelo de Brennan y Franks no asume tal interiorización de costes de agencia por parte de los directivos.

Los dos enfoques contrapuestos citados, el de Brennan y Franks (1997) y el de Stoughton y Zechner (1998) aluden a los beneficios privados que se derivan del control de una empresa. El primero explica la infravaloración como mecanismo utilizado por los propietarios-directivos para preservar los beneficios privados del control, mientras que el segundo justifica la infravaloración como medio de incentivar la supervisión y reducir tales beneficios privados. Jensen y Meckling (1976, p. 312) ya definen tales beneficios para un propietario-directivo como los “beneficios que obtiene a partir de los rendimientos monetarios pero también la utilidad generada por varios aspectos no monetarios de sus actividades empresariales, tales como el puesto físico en la oficina, el atractivo de tener una plantilla de subordinados, el nivel de disciplina del empleado, la clase y cantidad de contribuciones benéficas, relaciones personales (amistad, respeto, etc.) con los empleados, un más que óptimo ordenador con el que operar, o la compra de *inputs* de producción a amigos”.

Una definición más reciente de los beneficios privados del control la da Coffee (2001, p. 9), quien afirma que son “todas las maneras a través de las cuales aquellos que controlan una empresa pueden desviar beneficios para ellos mismos, que no son compartidos con los otros propietarios”. Ehrhardt y Nowak (2001) emplean dos dimensiones para clasificar los distintos tipos de beneficios privados derivados del control. Distinguen los monetarios, también conocidos como *tunneling* [Johnson *et al.* (2000)], de los no monetarios y aquellos que implican transferencia de activos fuera de la compañía de los que no suponen tal transferencia. Así, un primer grupo de beneficios privados son los de carácter monetario que implican una elevada transferencia de activos de la compañía a aquellas personas que ostentan el control de la empresa y que engloban todas aquellas transacciones que realizan en provecho propio (*self-dealing*), tales como: percepción de remuneraciones excesivas respecto a las que se ofrecen en el

mercado, malversación de recursos, transferencias de activos a precios arbitrarios y obtención de préstamos baratos y garantías. Un segundo grupo son los no monetarios que no implican transferencia de activos y que denominan “actividades de dilución”, tales como: uso ilícito de información privilegiada, adquisiciones progresivas, exclusión de accionistas minoritarios y emisión de acciones infravaloradas. Un tercer grupo lo constituyen beneficios no monetarios que pueden ser fácilmente transferidos a otro propietario, que denominan “comodidades” (*amenities*), tales como: un despacho de categoría superior, influir en la opinión pública y poseer una marca lujosa. Finalmente, el cuarto grupo, bajo la categoría de “reputación”, lo constituyen beneficios no monetarios que son más difíciles de transferir a otro propietario, porque ha requerido tiempo adquirirlos y son específicos de un propietario, tales como: prestigio social, tradición familiar, promoción de parientes y relaciones personales.

Por último, conviene señalar que Bebchuk (1998) modeliza la decisión de un propietario inicial de la empresa sobre si promover una estructura de propiedad concentrada o dispersa cuando sale a bolsa. Es decir, si establece las condiciones de la OPI de manera que pueda mantener el control de la empresa y, por tanto, los beneficios privados del mismo o si le interesa transferir dicho control. Este autor afirma que tal decisión viene determinada por el tamaño de los beneficios privados del control, de modo que cuando es grande le conviene retener el control para extraer una mayor valoración futura en la transferencia del mismo.<sup>107</sup>

La tabla 2.1 resume las hipótesis que hemos formulado en este epígrafe y que contrastaremos en el capítulo siguiente para, a partir de nuestra muestra de datos, estudiar la validez en el mercado español de las diversas teorías explicativas de la infravaloración de las ofertas iniciales y, en particular, las posibles diferencias entre las empresas familiares y las no familiares.

---

<sup>107</sup> No obstante, señala como mecanismo para preservar el control la emisión de acciones sin derecho a voto y mantiene la hipótesis de que la separación de derechos económicos y derechos de voto tenderá a ser usada conjuntamente con una estructura de propiedad concentrada.

**Tabla 2.1. Hipótesis sobre la infravaloración de las ofertas iniciales y teorías que las fundamentan.**

<b>PANEL A: Asimetrías informativas entre inversores</b>	
Maldición del ganador [Rock (1989)]	
H1a	La infravaloración de una oferta inicial es mayor cuanto mayor es el grado de incertidumbre <i>ex-ante</i> sobre el valor de la empresa emisora. <sup>108</sup>
H1b	<i>La incertidumbre ex-ante sobre el valor de la empresa emisora de carácter familiar es inferior y, en consecuencia, su oferta inicial requiere menos infravaloración que la de la empresa no familiar.</i>
H1c	La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto más homogéneo es el grupo de inversores al que va dirigida.
H1d	<i>El efecto negativo de la homogeneidad del grupo inversor sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en las empresas familiares que en las no familiares.</i>
H1e	La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto mayor es la reputación del agente especialista y del auditor elegido.
H1f	<i>El efecto de la elección de un agente especialista y de un auditor de buena reputación sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.</i>
<b>PANEL B: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores</b>	
<i>Infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora</i> [Ibbotson (1975), Welch (1989), Allen y Faulhaber (1989), Grinblatt y Hwang (1989)]	
H2a	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la calidad de la empresa emisora.
H2b	<i>La empresa familiar infravalora la oferta inicial en mayor medida que la empresa no familiar para señalar su mejor calidad.</i>
H2c	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la realización de una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital.
H2d	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.
H2e	<i>La naturaleza familiar de la empresa emisora incide positivamente en el efecto que tiene sobre la infravaloración de la oferta inicial la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.</i>
<b>PANEL C: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista</b>	
<i>Modelos principal-agente</i> [Baron y Holmström (1980), Baron (1982)] [Ljungqvist y Withelm (2003), Ljungqvist (2003)]	
H3a	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y los incentivos de los responsables de la empresa emisora para supervisar al agente especialista.
H3b	<i>Los responsables de las empresas familiares tienen mayores incentivos en supervisar la negociación con el agente especialista y, por tanto, sus ofertas iniciales son menos infravaloradas que las de las empresas no familiares.</i>
H3c	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de propiedad del agente especialista en la empresa emisora.
H3d	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de comisión del agente especialista.

<sup>108</sup> También es respaldada por el enfoque de la infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora [Ibbotson (1975)]

**Tabla 2.1 continuación. Hipótesis sobre la infravaloración de las ofertas iniciales y teorías que las fundamentan.**

---

**PANEL D: Asimetrías informativas y método bookbuilding**

*Teoría de Revelación de Información* [Benveniste y Spindt (1989)]

*Enfoque de Ajuste Parcial* [Hanley (1993)]

---

- H4a Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la revisión positiva del precio de la oferta en el proceso de la misma.
- H4b *La revisión del precio es más positiva y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta, como forma de compensación por la revelación de información favorable, es mayor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.*
- H4c Cuanto mayor es la asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas, menor es la infravaloración.
- H4d *La asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar y, por tanto, en la primera es más necesaria la infravaloración de la oferta para compensarles.*
- 

**PANEL E: Propiedad y control**

*Hipótesis de Supervisión Reducida* [Brennan y Franks (1997)]

*Venta de la empresa en etapas* [Zingales (1995)] (1993)]

---

- H5a Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el grado de dispersión de la propiedad de la empresa tras la misma.
- H5b *Las empresas familiares cuando deciden la salida a bolsa desean proteger los beneficios privados del control en mayor medida que las empresas no familiares, de modo que recurren a un nivel de infravaloración mayor para generar una estructura de propiedad dispersa entre los nuevos inversores.*
- 

**PANEL F: Propiedad y control**

Empresas con propiedad concentrada y atrincheramiento no apoyan la *Hipótesis de Supervisión Reducida* [Boulton *et al.* (2010)]

---

- H6 En las empresas en las que los propietarios iniciales mantienen más del 50% del control de las mismas, la infravaloración es menor con respecto al resto de empresas.
- 

**PANEL G: Propiedad y control**

*Venta de la empresa en etapas*

[Zingales (1995), Both y Chua (1996)]

---

- H7a Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que mantienen los propietarios-directivos iniciales tras la misma.
- H7b *Los propietarios-directivos de las empresas familiares retienen más porcentaje de participación y, por tanto, infravaloran en mayor medida sus ofertas iniciales que las empresas no familiares.*
- H7c Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que venden los propietarios-directivos iniciales en los años siguientes a la misma.
- 

**PANEL H: Propiedad y control**

*Enfoque de agencia: infravaloración para promover supervisión*  
[Stoughton y Zechner (1998)]

---

- H8a Hay una relación inversa entre la infravaloración de la oferta inicial y el mayor tamaño de acciones asignado a un nuevo accionista principal.
- H8b *En la empresa familiar el porcentaje de participación de un nuevo accionista principal será menor y, por tanto, la infravaloración de la oferta inicial será mayor, que en la empresa no familiar.*
-

## **2.4. EVIDENCIA EMPÍRICA DE LAS TEORÍAS SOBRE LA INFRAVALORACIÓN DE LAS OFERTAS INICIALES**

Como afirma Ljungqvist (2007), la evidencia empírica proporciona amplio respaldo a las teorías que postulan que la existencia de asimetrías informativas contribuye de manera fundamental a la necesidad de infravalorar las OPI. Sin embargo, las teorías basadas en los deseos de propiedad y control se consideran relativamente nuevas y permanece abierto el debate sobre su admisibilidad.

A continuación, se realiza una revisión de la evidencia empírica siguiendo el mismo esquema que se ha llevado a cabo en la exposición del apartado 2.3.

### **2.4.1. Evidencia empírica de las teorías basadas en asimetrías informativas**

#### **2.4.1.1. Asimetrías informativas entre inversores**

En relación con las implicaciones contrastables que se deducen del modelo de la maldición del ganador de Rock (1986), la primera hipótesis que afirma que cuanto mayor sea el nivel de incertidumbre *ex-ante* existente sobre el valor de la empresa emisora mayor será la infravaloración necesaria para compensar a los inversores no informados ha recibido abundante soporte empírico. Son diversas las variables que se han utilizado para aproximar dicha incertidumbre, entre las cuales se hallan medidas basadas en características de la empresa, tales como:

- La edad, negativamente relacionada con la incertidumbre, ya que cuanto más dilatada es la trayectoria de la empresa mayor es la información disponible sobre la misma [Ritter (1984, 1991), Barry *et al.* (1991), Megginson y Weiss (1991), Ljungqvist y Wilhelm (2003)];
- El tamaño, negativamente relacionado con la incertidumbre, ya que suele haber un mayor conocimiento de las grandes empresas entre los potenciales inversores [Barry y Brown (1984), Ritter (1984), McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)];

- El nivel de activos intangibles u oportunidades de crecimiento que dificulta la valoración de una empresa y, por tanto, está directamente relacionado con la incertidumbre [Marsh (1982)];
- La rentabilidad obtenida por la empresa, ya que aporta información favorable sobre la eficiencia de la misma y, en consecuencia, reduce la incertidumbre [Loughran y Ritter (1995), Clarkson y Merkley (1994), McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)];
- Y el endeudamiento, que incrementa el riesgo de insolvencia financiera y, por tanto, la incertidumbre sobre el valor de la empresa [Kim *et al.* (1993)].

También se ha aproximado la incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora mediante características propias de la emisión, tales como:

- El tamaño de la oferta, ya que las ofertas pequeñas tienden a ser más especulativas y, por ello, entrañan más incertidumbre [Beatty y Ritter (1986), Kim *et al.* (1993)];
- Y el número de usos que se les va a dar a los ingresos que se obtengan en la OPI, revelados en el folleto informativo de la emisión, que se considera relacionado positivamente con la incertidumbre [Beatty y Ritter (1986), Álvarez y Fernández (2003)].

Asimismo, se ha aproximado el riesgo de la oferta a través de la volatilidad en el rendimiento de la acción tras la salida a bolsa [Beatty y Ritter (1986), Ritter (1987), Cassia *et al.* (2004), Goergen *et al.* (2009)].

Entre los trabajos que confirman la relación positiva entre la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora y la infravaloración de la OPI se hallan: Ritter (1984), Beatty y Ritter (1986), Miller y Reilly (1987), James y Wier (1990), Slovin y Young (1990) y Ritter (1991) para Estados Unidos; Clarkson y Merkley (1994) para Canadá; Göppl y Sauer (1990), Wasserfallen y Wittleder (1994) y Ljungqvist (1997) para Alemania; McGuinness (1992) para Hong Kong; Finn y Higham (1988) para Australia; Fernández *et al.* (1993) y Álvarez y Fernández (2003) para España.

Por lo que se refiere a la investigación sobre la empresa familiar, conviene destacar que Hearn (2011), en una muestra de 63 OPI llevadas a cabo en el periodo 2000-2009 en la región del norte de África (Marruecos, Algeria, Egipto y Túnez),



observan que la infravaloración media es significativamente inferior en las OPI de las EF que en las OPI de las ENF y que ello es debido a que la fuerte implicación de la familia en la estructura organizativa de la empresa actúa como mecanismo de gobierno corporativo reduciendo las asimetrías informativas y los costes asociados a la supervisión y, en consecuencia, la infravaloración. No obstante, encuentran evidencia que soporta que un incremento de la participación de los miembros de la familia en el consejo de administración pero también una mayor dispersión de la propiedad familiar facilitan la supervisión y vigilancia y, por tanto, reduce la infravaloración.

Asimismo, Mroczkowski y Tanewski (2005), sobre una muestra de 600 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el *Australian Stock Exchange (ASX)* en el periodo 1988-1999, de las cuales 127 son EF y 473 son ENF, encuentran una infravaloración significativamente inferior en las ofertas iniciales de las EF que en las de las ENF. Ding y Pukthuanthong-Le (2008) a partir de una muestra de 84 ofertas públicas iniciales de EF y 84 de ENF realizadas durante el periodo 1987-2004 en Taiwan observan el mismo resultado.

Schmid y Jithendranathan (2012) analizan una muestra de 118 EF y 118 ENF que realizaron una oferta pública inicial en el periodo 1996-2004 en USA y también hallan que el rendimiento inicial medio, y por tanto la infravaloración de la oferta, es significativamente inferior en las ofertas de las EF que en las de las ENF. Asimismo, encuentran una relación negativa y significativa entre la naturaleza familiar de la empresa y la infravaloración de su oferta inicial.

Sin embargo, Yu y Zheng (2012) a través del análisis de una muestra de 151 empresas de propiedad concentrada que realizaron ofertas públicas iniciales en el *Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)* en el periodo 2002-2006, obtienen que los niveles más altos de infravaloración de las ofertas públicas iniciales están asociados con la mayor implicación de los miembros de la familia en la gestión de la empresa.

Cabe esperar que la ausencia de heterogeneidad en los niveles de información sobre la empresa emisora de que disponen los inversores conlleve la no realización de la maldición del ganador y, por tanto, la no necesidad de infravaloración de la OPI. En este sentido, Michaely y Shaw (1994) consideran que los inversores institucionales fundamentalmente por razones fiscales evitan acudir a las OPI de un tipo de sociedad

limitada americana que combina los beneficios fiscales con la liquidez que proporciona la negociación de sus acciones en mercado secundario (*Master Limited Partnership* (MLPs)) y que además esta circunstancia es conocida por el mercado. A los inversores institucionales se les considera inversores informados y a los inversores minoristas como no informados. Con ello, estos autores estudian la infravaloración en las OPI de ese tipo de empresas MLPs a las que acuden fundamentalmente inversores minoristas, de modo que se estima que hay poca heterogeneidad informativa entre el público inversor. Así, para una muestra de 39 OPI de esa clase de empresas, en el periodo 1984-1988, obtienen una infravaloración media de -0.04% frente al 8,5% resultante en las OPI del resto de empresas en el mismo periodo, resultado consistente con su predicción. Asimismo, Wang *et al.* (1992) a partir de un razonamiento similar basado en el hecho de que los inversores institucionales no suelen invertir en las OPI de los *Real Estate Investment Trusts* (REITs)<sup>109</sup> analizan una muestra de 87 OPI de REIT y encuentran un rendimiento inicial del -2.82%, incluso aunque hay considerable incertidumbre sobre el valor de las empresas emisoras.

Respecto a la adopción de medidas que reduzcan las asimetrías informativas entre los inversores y, por tanto, el problema de selección adversa que justifica la infravaloración, se espera que la elección de un agente especialista con buena reputación para que intervenga en la emisión, así como la utilización de los servicios de un auditor de prestigio, ofrezcan una señal informativa positiva sobre la emisión y, en consecuencia, que reduzcan la necesidad de recurrir a la infravaloración. No obstante, en este sentido la evidencia ofrece resultados contrapuestos, confirmándose en mayor medida la hipótesis de reputación en los estudios realizados para Estados Unidos. Así, los trabajos de McDonald y Fisher (1972), Neuberger y Hammond (1974), Block y Stanley (1980), Neuberger y La Chapelle (1983), Johnson y Miller (1988), Carter y Manaster (1990), Megginson y Weiss (1991) y Michaely y Shaw (1994) encuentran una relación inversa entre la reputación del agente especialista y la infravaloración y, en consecuencia, ratifican la hipótesis de reputación, mientras que otros como McGuinness (1992) para Hong Kong, Ljungqvist (1997) para Alemania y Beatty y Welch (1996) para Estados Unidos muestran una relación positiva. Esto se puede deber a la incidencia que tiene el periodo de estudio [Ljungqvist (2007)], a la utilización de la infravaloración

---

<sup>109</sup> En España se les denomina Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y están reguladas por la Ley 11/2009 de 26 de octubre.

en su propio beneficio por parte de intermediarios prestigiosos [Loughran y Ritter (2004)] o, según Habib y Ljungqvist (2001) a que existe un sesgo de endogeneidad entre la elección del agente externo y la infravaloración que se va a practicar, y demuestran que corrigiendo por este sesgo, la relación vuelve a ser negativa. Como variables que aproximan la reputación del agente especialista se han utilizado, por ejemplo: su posición en los anuncios tipo lápida en la prensa financiera que se publica tras la OPI [Carter y Manaster (1990)], su cuota de mercado [Megginson y Weiss (1991)] y el tamaño de su activo [Booth y Smith (1986), Michaely y Shaw (1994)].

Existe cierta evidencia de que las empresas que salen a bolsa con mayor tamaño y menos factores de riesgo contratan los servicios de auditores de mayor reputación, de modo que se puede deducir una relación inversa entre el prestigio del auditor y la infravaloración de la OPI [Simunic y Stein (1987), Kinney (1988) y Beatty (1989)]. Álvarez (2000) señala que el análisis empírico de la relación entre la elección del auditor y la infravaloración de la OPI muestra que existen diferencias según se contraten los servicios de grandes o pequeños auditores,<sup>110</sup> pero los estudios discrepan en cuanto al grado de veracidad de dicha relación e incluso se afirma que la reputación del auditor solo está marginalmente relacionada con la infravaloración [Beatty (1989)]. Así, Keasey y McGuinness (1992) encuentran una relación positiva entre el valor de la empresa, la infravaloración y la calidad del auditor, Dark y Carter (1993) muestran que la elección de auditores de menor prestigio aumenta la probabilidad de sobrestimar la OPI y Feltham *et al.* (1991) obtienen resultados contradictorios acerca de la relación positiva entre el prestigio del auditor y el riesgo específico de la empresa.

Álvarez y Fernández (2003), a partir de los datos de una muestra de 92 salidas en la Bolsa de Madrid en el periodo 1985-1997, no encuentran una relación significativa entre la infravaloración y la elección del agente especialista y del auditor, de modo que no sustentan el argumento de que el prestigio de estos agentes contribuya a reducir la incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora y, en consecuencia, la necesidad de infravaloración.

Con respecto a la empresa familiar, Schmid y Jithendranathan (2012) comparando las OPI de empresas familiares y no familiares en el mercado americano encuentran que las empresas familiares contratan agentes especialistas con una

---

<sup>110</sup> Afirma que es habitual la utilización del tamaño para aproximar la reputación del auditor.

reputación significativamente inferior a los que contratan las empresas no familiares y que existe una relación negativa y significativa entre la naturaleza familiar de la empresa y la reputación del agente especialista.

#### 2.4.1.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores

En relación con la utilización de la infravaloración como señalización de la buena calidad de la empresa emisora, Welch (1989) contrasta empíricamente su modelo teórico sobre los datos de una muestra de 1.028 OPI realizadas en Estados Unidos en el periodo 1977-1982 y demuestra que de ellas, 288 empresas realizaron ofertas públicas subsiguientes triplicando, por término medio, los ingresos obtenidos en la OPI. Jegadeesh *et al.* (1993) sobre los datos de 1.985 OPI llevadas a cabo en Estados Unidos en el periodo 1980-1986, obtienen que la probabilidad de llevar a cabo una oferta pública subsiguiente y su tamaño aumentan con la infravaloración de la OPI, tal como se esperaba. Asimismo, Slovin *et al.* (1994), a partir de una muestra de 175 OPI con posterior OPV en Estados Unidos durante el periodo 1971-1986, confirman el efecto positivo y significativo de la infravaloración de una OPI sobre las rentabilidades anormales de la primera OPV subsiguiente. Normalmente, las empresas que anuncian una oferta pública subsiguiente experimentan rendimientos negativos tras el anuncio pero cabe esperar que tal reacción negativa sea inferior en las empresas de más calidad y, por tanto, en empresas que más infravaloran la OPI, esta hipótesis es apoyada por los resultados de Jegadeesh *et al.* (1993) y Slovin *et al.* (1994). Keloharju (1993) para Finlandia y McGuinness (1992) para Hong Kong también apoyan la hipótesis de la infravaloración como señal de la buena calidad de la empresa emisora. Sin embargo, Helwege y Liang (1996) para Estados Unidos proporcionan un resultado diferente, ya que obtienen que menos del 4% de las empresas que realizaron una OPI acudieron de nuevo al mercado dentro de los diez años siguientes. Welch (1996) encuentra empíricamente una relación positiva entre la infravaloración de la oferta inicial y el tiempo hasta la oferta siguiente, de modo que considera que cuanto más tarda la empresa emisora en volver a llevar a cabo una oferta mayor es la probabilidad de que el mercado conozca su verdadero valor y, en consecuencia, una empresa de buena calidad infravalorará en mayor medida para señalarlo y se esperará más tiempo a volver al mercado para poder recibir la adecuada compensación.

Guo *et al.* (2006), a partir de los datos de 6.010 OPI en Estados Unidos para el periodo 1980-1995, proponen el gasto en I+D como mejor medida de la calidad de una empresa y encuentran una relación positiva y significativa entre la infravaloración de la OPI y la calidad de la empresa emisora.

Álvarez y Fernández (2003), a partir de los datos de una muestra de 92 salidas en la Bolsa de Madrid en el periodo 1985-1997, apoyan la hipótesis de que la infravaloración de la oferta constituye un medio de convencer a los potenciales inversores del alto valor de los títulos, ya que encuentran una relación positiva y significativa entre la infravaloración y la capitalización bursátil de la empresa al cierre de la primera jornada de cotización en bolsa y entre la infravaloración y el número de acciones emitidas en las ofertas públicas subsiguientes llevadas a cabo por la empresa emisora dentro de los tres años siguientes a su salida a bolsa.

Grinblatt y Hwang (1989) demuestran una relación positiva entre el grado de infravaloración de la OPI y el nivel de propiedad que mantienen los propietarios-directivos y entre el valor de la empresa y el grado de infravaloración. Downes y Heinkel (1982), con una muestra de 297 OPI en EEUU en el periodo 1965-1969, encuentran una relación positiva entre el valor de la empresa y la retención de propiedad de los directivos. Boehmer (1993), también a partir de los datos de 1.128 OPI en EEUU entre 1980 y 1984, apoya en alguna medida el argumento de Leland y Pyle (1977), ya que encuentra una relación no lineal entre el valor de la empresa y la retención de propiedad por parte de los propietarios-directivos. McGuinness (1993), para 92 OPI en Hong Kong entre 1980 y 1990 y Keasey y McGuinness (1992) para 190 OPI en Reino Unido en el periodo 1984-1986, encuentran una relación positiva y significativa entre la valoración de mercado de la empresa y el porcentaje de acciones retenido en la oferta. Keloharju y Kulp (1996), sobre la información de 60 OPI llevadas a cabo en Finlandia entre 1984 y 1993, obtienen también como resultado una relación directa no lineal entre el valor relativo de la empresa y la proporción de capital retenido por los propietarios-directivos. Por último, Mroczkowski y Tanewski (2005), sobre una muestra de 600 OPI llevadas a cabo en el *Australian Stock Exchange (ASX)* en el periodo 1988-1999, de las cuales 127 (21,2%) son EF y 473 (78,8%) son empresas no familiares, también encuentran una asociación positiva y significativa entre la propiedad retenida y el valor de la empresa, tanto en la EF como en la ENF, por lo que también apoyan la tesis de

Leland y Pyle (1977) del carácter de señal informativa que tiene el porcentaje de propiedad retenido por los propietarios iniciales.

Michaely y Shaw (1994) sobre una muestra de 947 OPI realizadas en Estados Unidos en el periodo 1984-1988, contrastan las implicaciones de los modelos de Allen y Faulhauber (1989), Welch (1989) y Grinblatt y Hwang (1989). Respecto al primero, mientras Allen y Faulhauber (1989) predicen una relación positiva entre la infravaloración de la oferta inicial y la obtención y reparto en forma de dividendos de ganancias futuras por parte de la empresa emisora, Michaely y Shaw (1994) encuentran el resultado contrario, esto es, una relación negativa. Además, no constatan que el mercado reaccione de forma diferente al anuncio de dividendos tanto si lo hacen empresas que infravaloran más sus ofertas como si proviene de empresas que infravaloran menos. Con relación al modelo de Welch (1989), Michaely y Shaw obtienen que si bien no hay una diferencia significativa en la infravaloración de las ofertas iniciales de empresas que realizan una oferta subsiguiente en los tres años siguientes y las que no, observan que solo las empresas que tienen buena *performance* hacen emisiones posteriores de acciones. Asimismo, consideran que existe endogeneidad entre la decisión de infravalorar una OPI y la de llevar a cabo y fijar el tamaño de ofertas públicas subsiguientes, de modo que, teniendo en cuenta que tales decisiones deben ser modelizadas simultáneamente, no encuentran una relación significativa entre ellas. La relación entre la infravaloración de la OPI y la realización de ofertas públicas subsiguientes tampoco es sustentada por otra evidencia empírica como la ofrecida por Ruud (1990), James (1992) y Garfinkel (1993). Michaely y Shaw (1994) también contrastan las implicaciones del modelo de Grinblatt y Hwang (1989) y sus resultados no soportan las tesis de este modelo. Esto es, la fracción de acciones retenida por los propietarios-directivos iniciales no tiene poder explicativo de la infravaloración de la oferta inicial, incluso para un nivel dado de incertidumbre sobre la empresa emisora.

#### **2.4.1.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista**

Respecto a la explicación de la infravaloración a partir de la existencia de un posible conflicto de agencia entre la empresa emisora y el agente especialista,

Ljungqvist y Withelm (2003) proporcionan evidencia consistente con la supervisión y negociación del precio de la oferta en Estados Unidos en la segunda mitad de los años 90. Ellos comprueban que cuanto mayor es el incentivo del *CEO* para supervisar la labor del agente especialista, esto es, cuanto mayor es el porcentaje de propiedad del *CEO* y mayor es el número de acciones que vende en la OPI, menor es la infravaloración. Asimismo, Habib y Ljungqvist (2001) desarrollan un modelo que relaciona la infravaloración con la participación de los propietarios-gestores iniciales en la oferta y la magnitud de la dilución que sufren en el valor de las acciones que mantienen. Así pues, consideran que cuanto mayor es dicha participación mayores son sus incentivos para evitar la infravaloración. En este sentido, encuentran evidencia de que cuanto mayor es la venta de acciones secundarias (OPV) por parte de los propietarios-gestores iniciales menor es la infravaloración y que cuanto mayor es el factor de dilución del valor de las acciones que mantienen, debido a la emisión de acciones primarias (OPS), menor es la infravaloración. Sin embargo, Goergen *et al.* (2009), siguiendo a Habib y Ljungqvist (2001), sobre una muestra de 265 OPI en el *Neuer Mark* alemán y de 136 OPI en el *Nouveau Marché* de Francia, no encuentran evidencia que soporte las conclusiones de tales autores.

Algunos contrastes se basan en estudiar la infravaloración cuando hay poca o ninguna asimetría informativa entre la empresa emisora y el agente especialista, en cuyo caso cabe esperar que disminuya o desaparezca el conflicto de agencia entre ellos y, por tanto, la infravaloración de la oferta. En este sentido, Ljungqvist y Withelm (2003) encuentran que cuando el intermediario que interviene en la OPI es además propietario de la empresa emisora, cuanto mayor es su porcentaje de propiedad menor es la infravaloración, con independencia de si dicho agente especialista dirige o no la colocación. Li y Masulis (2003), centrándose solo en OPI respaldadas por el capital riesgo, llegan al mismo resultado, pero el efecto es más pronunciado para el caso del agente especialista director que para el resto que interviene en la colocación. En contraste con estos resultados de Ljungqvist y Withelm (2003) y de Li y Masulis (2003), Muscarella y Vetsuypens (1989) observaron que las OPI de 38 bancos americanos, realizadas entre 1970 y 1987, que ellos mismos promovieron y comercializaron, estuvieron más infravaloradas que otras OPI realizadas en la misma época, si bien cabe señalar que el tamaño de la muestra era pequeño.

Ljungqvist (2003) apoya la hipótesis de la reducción del conflicto de agencia entre la empresa emisora y el agente especialista y, por tanto, la infravaloración de la emisión, a través de vincular la remuneración del intermediario al precio de la oferta. Así, encuentra que en una muestra grande de OPI realizadas en Estados Unidos entre 1991 y 2002 la contratación de comisiones más altas aparece asociada a una menor infravaloración, después de controlar por otras variables que también influyen en la infravaloración.

#### **2.4.1.4. Revelación de información**

En relación con la evidencia empírica que soporta la Teoría de Revelación de Información, Cornelli y Goldreich (2001, 2003) y Jenkinson y Jones (2004) contrastan directamente el paradigma de Benveniste y Spindt (1989) mediante el análisis de los datos que poseen dos bancos de inversión europeos diferentes sobre las órdenes transmitidas por inversores institucionales para la elaboración del libro de órdenes y las asignaciones que recibieron. Los primeros estudian las asignaciones de acciones que realizó uno de esos dos bancos entre los inversores que acudieron a una serie de 37 OPI en países europeos, en las que dicho banco intervino, en función de si aportaron o no información útil y si se trataba de inversores habituales o no. Sus resultados soportan el planteamiento de Benveniste y Spindt (1989). Cornelli y Goldreich (2001) muestran que las órdenes límite reciben asignaciones un 19% más grandes que las peticiones de mercado, que las órdenes límite reciben mayor número de títulos cuando el libro contiene pocas peticiones límite, que las órdenes límite más agresivas reciben mayores asignaciones que las que lo son en menor medida y que los inversores habituales reciben más títulos que los ocasionales. Cornelli y Goldreich (2003) dan amplio apoyo a la tesis de Benveniste y Spindt (1989) de que el método de construcción del libro permite extraer información de los inversores, ya que encuentran que por término medio el precio de la emisión está estrechamente relacionado con las órdenes límite que han llegado al libro, especialmente por aquellas emitidas por importantes y habituales inversores.

Sin embargo, Jenkinson y Jones (2004), al analizar los datos de 27 OPI intervenidas por otro agente especialista europeo, encuentran menos soporte para este



enfoque. No encuentran asociación entre las peticiones límite y mayores asignaciones de títulos, aunque sí que los inversores más frecuentes son tratados más favorablemente. Consideran que es dudosa la obtención de información a través del método de construcción del libro. Además de por el pequeño tamaño de la muestra analizada en ambos estudios, los diferentes resultados podrían venir explicados por la distinta precisión de los bancos a la hora de construir el libro de órdenes y recibir información adecuada.

Otros estudios basados en datos agregados analizan la proporción de asignaciones concedidas a inversores institucionales e inversores minoristas, ya que se considera que los primeros están mejor informados que los segundos y, por tanto, se espera que sean más compensados por la información que proporcionan. En este sentido, Hanley y Wilhelm (1995), sobre una muestra de 38 OPI en Estados Unidos realizadas en el periodo 1983-1988 por un agente especialista director (no mencionado), obtienen que los inversores institucionales son favorecidos respecto a los inversores minoristas, ya que se les asigna por término medio el 66,8% de la OPI y que las asignaciones que reciben los inversores institucionales son mayores cuanto más excede el precio de la oferta del punto medio del rango de precios inicialmente establecido, ya que esto indica que se han producido revisiones positivas en el precio gracias a la información que aquellos han proporcionado. No obstante, encuentran que no hay diferencias en las asignaciones que reciben los inversores institucionales en ofertas sobrevaloradas y en ofertas infravaloradas, lo cual puede ser resultado de que el agente especialista asegura las OPI en las que interviene a lo largo del tiempo con sus clientes habituales. En Aggarwal *et al.* (2002), a partir de los datos de 164 OPI gestionadas por nueve bancos diferentes en 1997 y 1998, se observan los mismos resultados que en Hanley y Wilhelm (1995), y que la infravaloración es mayor cuanto mayor es la asignación de títulos recibida por los inversores institucionales, de modo que están siendo compensados tanto vía adjudicación de valores como vía precio. Ljungqvist y Wilhelm (2002), usando los datos agregados de asignaciones y precio en OPI llevadas a cabo en Francia, Alemania y Reino Unido, encuentran una relación directa entre las revisiones en el precio de la oferta y las asignaciones institucionales y también entre los rendimientos iniciales y las revisiones del precio, pero hallan una relación inversa entre los rendimientos iniciales y las asignaciones institucionales.

Respecto a la explicación que se desprende del enfoque de Benveniste y Spindt (1989) sobre que las OPI que reciben información favorable por parte de los inversores, revisan positivamente el precio pero solo parcialmente porque utilizan la infravaloración para compensar esa revelación de información, Hanley (1993) es la primera en aportar evidencia empírica sobre este ajuste parcial del precio, de modo que, a partir de los datos que extrae de 1.430 OPI realizadas entre 1983 y 1987, obtiene que las emisiones que tienen precios finales de oferta que exceden del rango de precios inicialmente establecido tienen más infravaloración que otras OPI y también es más probable que emitan un mayor número de títulos.

Cassia *et al.* (2004) sobre una muestra de 182 OPI cotizadas en la bolsa italiana desde 1985 a 2001, dan soporte empírico a la Teoría de Revelación de Información de Benveniste y Spindt (1989), ya que al descomponer la muestra en dos submuestras según sean OPI con precio fijo o con método *bookbuilding* encuentran que la infravaloración es inferior en el segundo caso. Asimismo, apoyan empíricamente el enfoque de ajuste parcial de Hanley (1993) ya que obtienen que cuanto más optimista es la revisión del precio de la oferta a partir de la banda inicial de precios, mayor es la infravaloración para compensar a los inversores por la manifestación de sus expectativas.

Goergen *et al.* (2009), en una muestra de 265 OPI en el *Neuer Mark* alemán y de 136 OPI en el *Nouveau Marché* de Francia, también obtienen que las OPI son más infravaloradas si su precio es revisado al alza.

#### **2.4.2. Evidencia empírica de las teorías basadas en objetivos de propiedad y control**

En relación con las teorías que tratan de explicar la infravaloración de las OPI a partir de argumentos basados en la propiedad y el control, Brennan y Franks (1997) encuentran evidencia empírica que soporta su *Hipótesis de Supervisión Reducida* tras analizar una muestra de 69 OPI realizadas en el Reino Unido entre 1986 y 1989. En concreto, confirman que las compras de grandes paquetes son discriminadas a favor de las de pequeño tamaño en mayor medida cuanto más infravaloradas y sobre suscritas

están las OPI. Asimismo, muestran que los propietarios-directivos venden solo una pequeña cantidad de acciones en la OPI y en los siete años posteriores a la misma, mientras que los propietarios no directivos sí venden su participación en ese periodo. También revelan que existen pocas adquisiciones de control en los diez años siguientes a la OPI, de modo que la infravaloración protege a los propietarios-directivos frente a las tomas de control hostil.

Smart y Zutter (2003) aportan evidencia empírica adicional que apoya la hipótesis de Brennan y Franks (1997). Sobre una muestra de 2.622 OPI llevadas a cabo en EEUU entre 1990 y 1998, obtienen que la dispersión en la estructura de propiedad tras la OPI de las empresas que emitieron una sola clase de acciones está positivamente relacionada con la infravaloración de la OPI y que la infravaloración en las emisiones de dos clases de acciones es inferior a la que se aplica en las ofertas de un solo tipo de acciones, lo cual es también consistente con el planteamiento de supervisión reducida de Brennan y Franks (1997), ya que las estructuras duales de acciones favorecen el atrincheramiento y, por tanto, reducen la necesidad de recurrir a la infravaloración para preservar el control.

Fernando *et al.* (2004), a partir de los datos de una muestra de 5.619 OPI llevadas a cabo en EEUU en el periodo 1981-1998, documentan una relación en forma de U entre la infravaloración y el precio de la oferta y sugirieron que el precio de la OPI contiene información acerca de la estructura de propiedad que tiene lugar tras la misma. Encuentran una relación monótona creciente entre la estructura de propiedad institucional y el precio establecido en la OPI.

Brau y Fawcett (2006), a partir del análisis de los datos obtenidos a través de un cuestionario realizado entre los directores financieros de 336 empresas de EEUU que llevaron a cabo OPI durante 2000-2002, apoyan también la existencia de una relación entre la infravaloración de la OPI y la dispersión de la propiedad tras la misma, ya que aproximadamente el 40% de los encuestados afirmaron que asegurar una base amplia de propietarios fue un factor determinante en el nivel en que decidieron infravalorar su oferta.

Boulton *et al.* (2010) examinan 4.462 OPI realizadas en 29 países entre 2000 y 2004 y encuentran que la infravaloración mantiene una relación negativa con las

participaciones de inversores externos tras la OPI y una relación positiva con los beneficios privados del control. Además, en las empresas en las que hay un atrincheramiento de sus propietarios-directivos bien porque tienen la mayoría de la propiedad, bien porque hay una estructura dual de acciones, se elimina el incentivo por aumentar la dispersión de la propiedad a través de la infravaloración.

En este contexto, Yu y Zheng (2012) investigan si la empresa familiar utiliza la infravaloración en la OPI como medio para retener el control y los beneficios privados del mismo, evitando la entrada de grandes inversores externos. Así, utilizando una muestra de 151 OPI realizadas en Hong Kong en el periodo 2002-2006, en las que la propiedad está concentrada, encuentran que los niveles más altos de infravaloración de las OPI están asociados con la mayor implicación de los miembros de la familia en la gestión de la empresa y con un mayor potencial de repartirse entre ellos la propiedad de la misma. Asimismo, obtienen que la fuerte implicación familiar en la empresa, que conlleva una mayor infravaloración de la OPI, atrae una mayor dispersión en la suscripción de la OPI evitando la entrada de grandes inversores.

Otros estudios a nivel internacional que proporcionan evidencia que soporta que la estructura de propiedad ejerce una influencia significativa sobre la infravaloración son Pham *et al.* (2003) para Australia, Su (2004) para China, Sullivan y Unite (2001) para Filipinas y Kiyamaz (2000) para Turquía.

No obstante, Cornelli y Goldreich (2001) en su análisis de 39 OPI realizadas a nivel internacional a mitad de los noventa con la intervención de un agente especialista europeo, encuentran poca evidencia de discriminación contra grandes inversores en las ofertas muy demandadas y Field y Sheehan (2004), aunque apoyan la hipótesis de Brennan y Franks, consideran que el efecto es pequeño en términos económicos. Arugaslan *et al.* (2004) señalan que la principal razón por la que las OPI que incluyen acciones sin derecho a voto están menos infravaloradas que las OPI que solo emiten acciones con derecho a voto es que aquellas son de mayor tamaño, es decir, consideran que las participaciones de inversores institucionales adquiridas inmediatamente después de la OPI son debidas al tamaño de la empresa y no a la infravaloración de la OPI ni a la existencia de una estructura dual de acciones.

Durukan (2006) estudia la influencia de la estructura de propiedad sobre la infravaloración de una OPI en el mercado emergente de valores de Estambul. A partir de los datos de 112 OPI llevadas a cabo entre 1994 y 2003 en dicho mercado, concluyen que la relación entre la estructura de propiedad y la infravaloración es débil. Hill (2006) sobre una muestra de OPI en el Reino Unido, tampoco encuentra evidencia que soporte la relación entre la infravaloración de la OPI y la estructura de propiedad tras la oferta.

Según el planteamiento de Zingales (1995) y de Booth y Chua (1996), la infravaloración de la OPI persigue promover una propiedad dispersa entre los nuevos inversores, pero con la finalidad, en lugar de evitar la transferencia de control [Brennan y Franks (1997)], de llevar a cabo la venta total de la compañía por parte de los propietarios iniciales a través de un proceso en varias etapas que maximice los rendimientos derivados de tal venta. Así, Pagano *et al.* (1998) muestran que la mayoría de las OPI italianas son seguidas por ventas privadas de acciones por parte de los principales accionistas a inversores externos. Mikkelson *et al.* (1997) documentan que los ingresos derivados de la transferencia del control en los cinco primeros años tras una oferta representan el 29% en las empresas con al menos cinco años de historia previa a la salida a bolsa y el 13% para las empresas más jóvenes. Asimismo, indican que los directivos de empresas que realizaron una OPI en EEUU poseen por término medio el 66% de la empresa antes de la OPI y el 44% inmediatamente después, lo cual se reduce a un 29% en los siguientes cinco años y a un 18% en el periodo de los diez años posteriores a la OPI.



## Capítulo 3

# La infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español: Empresa familiar *versus* empresa no familiar

---





## INTRODUCCIÓN

En el capítulo anterior se ha puesto de manifiesto el despegue y la creciente actividad de los mercados de salidas a bolsa en gran parte de Europa continental a partir de la década de los años 80. Como se ha señalado, Gajewski y Gresse (2006) destacan que en el periodo 1995-2004 se produjeron 5.211 nuevas OPI, de las cuales 2.607 tuvieron lugar en el Reino Unido y las restantes 2.604 en otros 14 países europeos,<sup>111</sup> entre los que se halla España con 40 salidas a bolsa en dicho periodo. Con respecto a España, y siguiendo a García *et al.* (2010), desde el año 1986 en que se produce la adhesión de nuestro país a la Comunidad Económica Europea y hasta el año 2010, se han distinguido cuatro etapas en el desarrollo del mercado español de OPI. Así, tras una primera etapa de arranque (1986-1995), tiene lugar una etapa dorada (1996-2000) con un comportamiento extraordinario de las cotizaciones y con la realización de importantes OPV de acciones, especialmente procedentes de privatizaciones, pero también con el hecho destacable de las salidas a bolsa de empresas familiares de tamaño mediano atraídas a la bolsa por la posibilidad que les ofrece para obtener financiación alternativa a la bancaria y por la liquidez que proporciona a sus acciones, necesaria especialmente para resolver los conflictos sucesorios. Tras el estallido de la burbuja *punto-com* en el año 2000, la tercera etapa (2001-2007) se caracteriza por una débil actividad de OPI en los comienzos pero por un repunte de la misma en los años 2006 y 2007. La etapa cuarta (2008-2010) está marcada por la fuerte crisis económica y financiera, aunque destaca la puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil (MaB-EE) para empresas en expansión, que se presenta como una alternativa para facilitar el acceso al mercado de valores de empresas de menor tamaño con buenas expectativas de crecimiento. Tras esas cuatro etapas, en el año 2010 se produce la reactivación del mercado de salidas a bolsa y la recuperación gradual de los niveles de negocio existentes antes de la crisis. No obstante, en el año 2011 se realizan pocas transacciones y se da paso al año 2012 como peor año de la crisis debido a la volatilidad macroeconómica y a la consiguiente incertidumbre económica y pérdida de confianza por parte de los inversores. El año 2013, si bien es un año de recuperación a nivel mundial y en el que la baja volatilidad y el fortalecimiento de los mercados de capitales en Europa devuelven el interés y la confianza de los inversores en el mercado europeo,

---

<sup>111</sup> Austria, Bélgica, Francia, Holanda, Portugal, Finlandia, Alemania, Grecia, Italia, Polonia, España, Suecia, Suiza y Turquía.

en nuestro país continúa siendo un año de casi nula actividad. Finalmente, el año 2014 supone en el mercado español un despertar de la actividad de OPI, que en otros países de Europa se había producido en el año anterior y el actual año 2015 se perfila como un año de ratificación de esa tendencia favorable.

A continuación, en el Capítulo 2 se ha descrito el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, entendido como la emisión de las acciones a un precio inferior al que reflejaría su verdadero valor y que, por tanto, se traduce por un lado en la obtención por parte de los inversores de rendimientos anormalmente elevados en el corto plazo y, por otro, en un coste asociado al efecto dilución de las acciones para la empresa emisora. A partir de los trabajos pioneros de Ibbotson (1975), Ritter (1984) y Welch (1989), esta anomalía ha sido ampliamente constatada por la literatura nacional e internacional. Asimismo, diversos investigadores sobre este suceso han aportado diferentes teorías explicativas del mismo, entre las que destacan por su nivel de desarrollo y la evidencia empírica que las apoya aquellas basadas en la existencia de asimetrías informativas entre los distintos participantes en una oferta inicial. Por ello, en el capítulo anterior se ha realizado un repaso de las mismas y, asimismo y por la relevancia que tienen para el objeto de nuestro estudio se han revisado teorías que tratan de justificar el fenómeno de la infravaloración a partir de los objetivos que persigue la empresa emisora en términos de propiedad y control.

Como se ha señalado, a pesar de la abundante literatura teórica y empírica sobre el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, sigue sin aceptarse una explicación concluyente sobre el mismo y continúan los trabajos en la dirección de alcanzarla.

Por otra parte, como se ha resaltado en el Capítulo 1, la empresa familiar realiza una importante contribución tanto a nivel económico como social en numerosas economías y en particular en la española y, además, se acepta que posee una idiosincrasia propia que la diferencia en algunos aspectos de la empresa no familiar. Sin embargo, a pesar de su importancia y de sus particularidades ha sido objeto de escasa investigación hasta época relativamente reciente y, en concreto, apenas se ha abordado el estudio de la opción de la salida a bolsa y de las anomalías observadas tras esta decisión estratégica en el caso de las empresas familiares.

Dentro de este contexto, el objetivo de este capítulo es, por un lado, aportar nueva evidencia sobre el fenómeno de la infravaloración mediante el análisis del mismo en las ofertas iniciales llevadas a cabo por las empresas españolas con objeto de su salida a bolsa, poniendo especial atención en la posible existencia de diferencias significativas en dicha anomalía entre las empresas familiares y las empresas no familiares. Asimismo, por otro lado, pretendemos estudiar el poder explicativo dentro de nuestro mercado de diversas teorías que se han desarrollado con el fin de justificar este fenómeno generalmente observado. En particular, como hemos indicado nos centraremos en las teorías que se apoyan en la existencia de asimetrías informativas y en los modelos basados en los objetivos de propiedad y el control. Para ello, a partir de la muestra de empresas españolas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 y teniendo en cuenta su descomposición en dos submuestras, familiar y no familiar, de acuerdo con dos criterios de clasificación, realizaremos un análisis univariante y un análisis multivariante en sección cruzada.

Así, este capítulo se organiza de acuerdo con la siguiente estructura. En la primera sección se presenta la muestra de empresas que utilizamos para nuestro análisis y se describen sus características y los rasgos de las ofertas iniciales que llevan a cabo para iniciar su cotización en bolsa. En la sección segunda se explica la metodología a través de la cual realizamos el análisis univariante y multivariante, así como las variables que empleamos. La tercera sección recoge los resultados del análisis univariante sobre los niveles de infravaloración de las ofertas iniciales del conjunto de empresas españolas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 y distinguiendo entre las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares, así como los resultados de los contrastes que revelan si se producen o no diferencias significativas en dicho suceso entre las empresas familiares y las no familiares. En la cuarta se comentan los resultados del análisis multivariante en sección cruzada que, a partir de las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y en objetivos de propiedad y control, persigue encontrar una explicación a este fenómeno observado de rendimientos de mercado anormalmente elevados en el corto plazo y, asimismo, analizar si el carácter familiar de una empresa tiene poder explicativo en dicha anomalía. Finalmente, se exponen las principales conclusiones del estudio.

### 3.1. MUESTRA

La muestra objeto de nuestro estudio se compone de las empresas que salieron a bolsa en el mercado bursátil español a lo largo del periodo 1994-2012. Con el fin de dar homogeneidad a la muestra, de las 73 salidas a bolsa que se produjeron en nuestro mercado en dicho periodo hemos excluido las llevadas a cabo en el proceso de privatización de empresas públicas (6), ya que las motivaciones subyacentes para la realización de la oferta difieren respecto de las que tienen las empresas privadas.<sup>112</sup> Asimismo, no hemos considerado las realizadas por entidades financieras (8),<sup>113</sup> ni el inicio de la cotización de dos empresas extranjeras en el mercado bursátil español, ni tampoco una salida a bolsa a través de *listing*. Como resultado, la muestra final para nuestro análisis se compone de 56 salidas a cotización a través de la realización de una oferta inicial de acciones llevadas a cabo en el mercado bursátil español en el periodo 1994-2012.<sup>114</sup>

Los datos sobre las ofertas iniciales se han obtenido a partir de los folletos de emisión elaborados por las empresas para cumplir con los requerimientos que les exige la admisión a cotización y disponibles a través de la *web* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para las ofertas realizadas a partir de la segunda mitad de 1998.<sup>115</sup> Asimismo, se han consultado los hechos relevantes relacionados con tales ofertas. Los datos contables y financieros proceden de la base de datos SABI y los datos bursátiles fueron adquiridos a Bolsas y Mercados Españoles SA. Para extraer datos relacionados con la estructura de propiedad de las empresas se han consultado también los informes financieros anuales y de auditoría depositados por las empresas en la CNMV.

Para el propósito de nuestro estudio, hemos descompuesto la muestra total en dos grupos en función de la naturaleza familiar o no familiar de la empresa. En este

---

<sup>112</sup> Véase, entre otros, Megginson *et al.* y Farinós *et al.* (2007).

<sup>113</sup> Hemos eliminado estas empresas de carácter financiero con el fin de homogeneizar la muestra con respecto al capítulo siguiente, en el que procede excluir estas empresas por razones metodológicas.

<sup>114</sup> En el anexo 3.1 se recogen las 56 empresas que componen la muestra de salidas a bolsa en el periodo 1994-2012 objeto de nuestro estudio y se indica si son o no de naturaleza familiar, de acuerdo con los dos criterios de clasificación utilizados. Asimismo, se refleja la fecha de inicio de cotización, si la oferta inicial es primaria (OPS), secundaria (OPV) o una combinación de ambas, el público inversor al que se ha dirigido y el volumen emitido en euros.

<sup>115</sup> Los folletos de emisión de las ofertas iniciales realizadas con anterioridad a la segunda mitad de 1998 no están disponibles en la *web* de la CNMV y, aunque hemos intentado acceder al formato en papel, finalmente no hemos tenido acceso. Por esta razón, para las ofertas iniciales más antiguas carecemos de algunos datos.

sentido, hemos seguido dos criterios para caracterizar una empresa como familiar. Un primer criterio, que podemos considerar laxo o débil, es el utilizado por Galve y Salas (2011). En función de este consideramos una empresa como familiar cuando la suma de las participaciones (directas o indirectas) en el capital social de la empresa en manos de una o varias familias<sup>116</sup> es superior a la suma correspondiente a las participaciones del resto de accionistas significativos. Como resultado de aplicar este criterio, de nuestra muestra de 56 ofertas iniciales, 31 son calificadas como familiares (EF) y 25 como no familiares (ENF). De acuerdo con el segundo criterio, que podemos considerar estricto o fuerte, una empresa es definida como familiar si los miembros de una o varias familias poseen una participación en la propiedad y en los derechos de control de la misma de al menos el 50%, lo cual descompone la muestra total en 23 ofertas iniciales de EF y 33 ofertas iniciales de ENF. Como puede observarse, tanto en un caso como en el otro se requiere que la familia ejerza un control importante sobre la empresa. Además, aunque no se ha exigido como requisito, todas las empresas de la muestra consideradas familiares, por uno u otro criterio, tienen miembros de la familia en puestos del Consejo de Administración y/o de la Alta Dirección.

Como hemos señalado en el primer capítulo, la Comisión Europea (CE), a través la Asamblea General del Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF), proporcionó en el año 2008 una definición oficial de empresa familiar con el fin de clarificar la identificación de la misma a los efectos de la realización de políticas públicas de apoyo. Recordemos que de acuerdo con ella, una empresa es conceptuada como familiar, con independencia de su tamaño, cuando:

1. La mayoría de los derechos de control están en manos de las persona/s naturales que fundaron la empresa, o en posesión de persona/s que adquirieron el capital de la misma o en posesión de su cónyuge, hijo/s o herederos directos.
2. Esa mayoría de los derechos de control puede ser derechos directos o indirectos.
3. Como mínimo un representante de la familia está formalmente involucrado en el gobierno de la empresa.

---

<sup>116</sup> Galve y Salas (2011) solo se refieren a un grupo familiar.

4. Las empresas cotizadas cumplen los requisitos de ser familiares cuando la/s persona/s que crearon o adquirieron la empresa, sus familias o sus descendientes poseen un 25% de los derechos de decisión correspondientes al conjunto del capital social.<sup>117</sup>

Las empresas de la muestra definidas como familiares según el criterio estricto, dado que además poseen al menos un miembro de la familia en algún alto cargo del gobierno de la empresa, responden asimismo a esta definición oficial de empresa familiar que propone la CE. No obstante, con el inicio de la cotización, tal y como señala el GEEF, aunque la familia posea menos del 50% de los votos, si su participación conjunta es superior a la del resto de accionistas principales, puede ejercer igualmente una influencia decisiva, de modo que también es adecuado considerar un criterio más débil y, en último término, observar si se obtienen diferentes resultados según el criterio de clasificación utilizado.

En la tabla 3.1 se refleja la evolución anual de la muestra de salidas a bolsa utilizada en este trabajo, así como su descomposición anual según el carácter familiar o no de su propiedad. Como puede observarse, tal y como hemos descrito en el capítulo anterior, la actividad de las ofertas iniciales en España ha variado a lo largo del tiempo. Asimismo, destaca la presencia de las empresas familiares con independencia de la definición utilizada, al contrario de lo que se podría esperar dada la reticencia a la pérdida del control familiar. Al igual que en otros mercados es posible detectar la existencia de oleadas de salidas a bolsa en nuestro mercado. Así, se aprecia una primera oleada en los años 1998 y 1999 y una segunda en los años 2006 y 2007, con un 28,6% y un 30,4% del total de las salidas, respectivamente. La primera se engloba en la segunda de las cuatro etapas que distinguen García *et al.* (2010) en el desarrollo del mercado de OPI en España. Como hemos comentado, esta fase se caracterizó por el proceso de convergencia de España para entrar en la zona euro, la caída de los tipos de interés, el crecimiento económico y un entorno internacional marcado por el auge de los valores ligados a internet, que junto con los procesos de privatización de empresas públicas, impulsó la actividad de la bolsa española, dirigida especialmente al ahorro familiar,

---

<sup>117</sup> Respecto a este punto, GEEF aclara que las empresas cotizadas se caracterizan por una estructura de propiedad dispersa, de modo que con frecuencia el principal/es accionista/s posee menos del 50% de los derechos de voto, pero aun así puede ejercer influencia decisiva sobre aspectos fundamentales de gobierno corporativo. Por ello, en este punto se refiere a empresas en las que la familia no cuenta con la mayoría de los votos pero que, a través de su participación accionarial, puede ejercer influencia decisiva.

convirtiéndose en un fenómeno social. La segunda oleada coincide con el final de la tercera etapa señalada por tales autores, en la que tras un proceso de recuperación, la revalorización de los precios, el encarecimiento de la financiación a través de la renta fija y las mayores facilidades administrativas que permite la regulación condujeron a un repunte de la actividad en la bolsa española. Asimismo, conviene señalar que solo una empresa sale a bolsa coincidiendo con el periodo caracterizado por la grave crisis económica y financiera a nivel mundial. Nos referimos a la empresa Amadeus It Holding que inició su cotización en bolsa en el año 2010.<sup>118</sup>

**Tabla 3.1. Distribución anual de la muestra.** Distribución anual de la muestra de las salidas a bolsa a través de una oferta de acciones en función de la naturaleza familiar (EF) o no familiar (ENF) de la propiedad de la empresa.

AÑO	MUESTRA COMPLETA	CRITERIO DÉBIL		CRITERIO FUERTE	
		EF	ENF	EF	ENF
1994	3 (5,4%)	1	2	1	2
1995	1 (1,8%)	0	1	0	1
1996	4 (7,1%)	4	0	1	3
1997	5 (8,9%)	3	2	1	4
1998	7 (12,5%)	5	2	3	4
1999	9 (16,1%)	3	6	3	6
2000	4 (7,1%)	1	3	1	3
2001	1 (1,8%)	1	0	1	0
2002	0	0	0	0	0
2003	0	0	0	0	0
2004	3 (5,4%)	2	1	2	1
2005	1 (1,8%)	0	1	0	1
2006	9 (16,1%)	5	4	5	4
2007	8 (14,3%)	6	2	5	3
2008	0	0	0	0	0
2009	0	0	0	0	0
2010	1 (1,8%)	0	1	0	1
2011	0	0	0	0	0
2012	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>56 (100%)</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>33</b>

Ritter (2003) señala que las amplias fluctuaciones en el número y valor de las OPI de unos periodos a otros sugieren que el momento del mercado es relativamente

<sup>118</sup> No obstante, dado que es un único caso el que tiene lugar en periodo de crisis, consideramos que no distorsionará nuestros resultados. Además, como se verá en los análisis empíricos que realizamos en este capítulo y en el siguiente, las medidas que utilizamos para estimar los fenómenos objeto de estudio son ajustadas por mercado e industria con el fin de aislar aquellos factores que no son propios de las empresas sino más bien del ciclo económico.

más importante en la determinación sobre cuándo una empresa decide salir a bolsa que las consideraciones sobre la etapa de su ciclo de vida en la que se encuentra, modelizadas por Chemmanur y Fulghieri (1999).

En la tabla 3.2 se describe la muestra total, así como las submuestras familiar y no familiar, en función de las características que presentan las empresas que las componen en el año anterior a su salida a bolsa: *Edad* medida como el número de años desde la fundación hasta el inicio de cotización; *Tamaño* medido por el valor total del activo deflactado a unidades monetarias de 1993; *Nº de empleados*; *Ventas*; *ROA*, rentabilidad económica o del activo (Beneficio antes de intereses e impuestos/Activo); *ROE*, rentabilidad financiera o de los recursos propios (Resultado neto/Recursos Propios); *Cash Flow* (beneficio antes de intereses e impuestos más amortizaciones) respecto al activo; *Endeudamiento* medido por el porcentaje que representan las deudas en el total de recursos financieros.

Se observa que por término medio las empresas, tanto familiares como no familiares, que inician su cotización en bolsa a través de una oferta de acciones en el mercado español tienen en torno a 20 años respecto del año de su fundación, de modo que no se trata de empresas tan jóvenes como sucede en los mercados anglosajones pero tampoco tan maduras como en general se observan en otros mercados de Europa Continental.<sup>119</sup> El tamaño medio del activo está en torno a 900 millones de euros, pero en mediana difiere de forma importante y estadísticamente significativa cuando se comparan las empresas familiares y las no familiares. Según el criterio débil, la mediana del activo de las empresas no familiares sobrepasa los 500 millones de euros, en tanto que la mediana del activo de las empresas familiares no llega a 130 millones de euros. No obstante, considerando el criterio fuerte, las diferencias en el tamaño del activo se acortan y no son significativas. El número medio de empleados se sitúa alrededor de 2.500 empleados y no presenta diferencias significativas entre las dos submuestras. En relación con el importe medio de la cifra de ventas de las empresas de la muestra, está cercano a los 400 millones de euros, aunque con ambos criterios las ventas de las

---

<sup>119</sup> Como hemos señalado en el capítulo anterior, Ljungqvist y Wilhelm (2003) revelan una edad media de 7 años para 2.178 OPI en EEUU durante 1996-2000. Sin embargo, Schuster (2003) indica que la edad media varía desde 13 años en Francia a 31 años en España para las OPI llevadas a cabo en 1988-1998. Giudici y Roosenboom (2002) señalan una edad media de 13 años para 1.007 OPI europeas durante 1995-2001.



empresas no familiares superan las de las familiares, si bien estas diferencias son significativas solo con el criterio débil.

**Tabla 3.2. Características de la muestra.** Características de las empresas de la muestra en el año previo a la salida a bolsa y resultados de los contrastes de igualdad de medias y medianas entre el grupo de empresas familiares (EF) y el grupo de empresas no familiares (ENF), clasificadas según ambos criterios, débil y fuerte. *Edad* medida como el número de años desde la fundación hasta el inicio de cotización; *Tamaño* medido por el valor total del activo deflactado a unidades monetarias de 1993; *Nº de empleados*; *Ventas*; *ROA*, rentabilidad económica o del activo (Beneficio antes de intereses e impuestos/Activo); *ROE*, rentabilidad financiera o de los recursos propios (Resultado neto/Recursos Propios); *Cash Flow* (beneficio antes de intereses e impuestos más amortizaciones) respecto al activo; *Endeudamiento* medido por el porcentaje que representan las deudas en el total de recursos financieros. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico de la *t-Student* y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	CRITERIO DÉBIL		CRITERIO FUERTE	
		EF	ENF	EF	ENF
<b>Edad (años)</b>					
Media	21,37	22,76	19,65	21,83	21,05
Mediana	15,62	17,97	11,26	18,90	11,98
N	56	31	25	23	33
<b>Tamaño activo (€)</b>					
Media	906.066.424	512.113.801	1.394.567.677	653.317.280	1.082.224.919
Mediana	258.658.624	128.490.201 <sup>c</sup>	504.982.976	255.536.690	261.780.558
N	56	31	25	23	33
<b>Nº Empleados</b>					
Media	2.490	2.511	2.464	2.742	2.314
Mediana	1.079	951	1.180	1.331	978
N	56	31	25	23	33
<b>Ventas (€)</b>					
Media	388.116.999	269.216.10 <sup>b</sup>	572.413.391	336.060.364	430.877.807
Mediana	142.778.804	89.460.250 <sup>b</sup>	464.368.945	143.121.660	151.810.000
N	51	31	20	23	27
<b>ROA (%)</b>					
Media	9,75	12,94 <sup>b</sup>	5,80	12,96 <sup>c</sup>	7,52
Mediana	8,84	10,12 <sup>c</sup>	7,61	11,69 <sup>c</sup>	7,30
N	56	31	25	23	33
<b>ROE (%)</b>					
Media	19,82	29,34 <sup>b</sup>	8,01	32,58 <sup>c</sup>	10,93
Mediana	18,06	18,80 <sup>c</sup>	15,09	19,67 <sup>c</sup>	11,56
N	56	31	25	23	33
<b>Cash Flow/Activo (%)</b>					
Media	14,95	16,32	12,97	15,48	14,53
Mediana	12,93	12,41	14,96	12,21	15,86
N	49	29	20	22	26
<b>Endeudamiento (%)</b>					
Media	59,61	59,58	59,65	60,91	58,70
Mediana	66,11	61,91	72,39	66,06	66,15
N	56	31	25	23	33

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Respecto a las características de *performance* operativa, la rentabilidad económica media se halla cercana al 10%, la rentabilidad financiera media próxima al 20% y el *cash flow* medio respecto al activo se sitúa en el 15%, aunque de nuevo se observan diferencias significativas al comparar las empresas familiares y las no familiares con las dos primeras medidas. En concreto, es importante destacar que, en media y mediana, con los dos criterios de clasificación la empresa familiar es bastante más rentable que la empresa no familiar, con independencia de si se considera o no su estructura financiera. Por tanto, la empresa familiar se enfrenta en mejores condiciones de eficiencia que la empresa no familiar ante la decisión de salir a bolsa. Este resultado puede venir explicado bien por un mayor esfuerzo de la empresa familiar para afrontar en una situación económica adecuada el hecho trascendental de la salida a bolsa, bien porque sobre la base del Enfoque de Recursos se caracteriza por una *familiness* que le aporta ventajas competitivas con respecto a la empresa no familiar y/o porque a partir de la Teoría de la Agencia la empresa familiar se enfrenta a menores costes de agencia que la empresa no familiar. Por último, el nivel de endeudamiento medio de las empresas de la muestra, familiares y no familiares, está en torno al 60% y no se observan diferencias significativas entre ambos grupos.

El panel A de la tabla 3.3 muestra características de las ofertas iniciales, tales como: el tamaño, calculado como el número de títulos ofrecido por el precio de la oferta y cuyo valor medio supera los 500 millones de euros, siendo las ofertas de las empresas no familiares más grandes, aunque no significativamente, que las de las no familiares; el precio de la oferta, que en el caso de diferentes precios por tramos de inversores se calcula como un precio medio ponderado por el número de acciones ofertado en cada tramo, está cercano a 14 euros por acción y es significativamente inferior, según el criterio débil, en las empresas no familiares que en las familiares; el rendimiento inicial como medida de la infravaloración de la oferta, cuyo valor medio es superior al 15%, resultando menos infravaloradas las ofertas de las empresas familiares que las de las no familiares, aunque tal diferencia no es significativa; la fracción de acciones retenida por los principales propietarios originales tras la salida a bolsa (*PIR*), la cual en términos medios se halla en el 55% y no revela diferencias significativas entre las empresas familiares y las empresas no familiares, lo cual pone de manifiesto que la salida a bolsa de la empresa española no se traduce en una pérdida de control por parte de los propietarios originales tanto si la empresa tiene naturaleza familiar como si no.

**Tabla 3.3. Características de las ofertas iniciales.** Características de las ofertas en valores medios y mediana de las ofertas de la muestra y resultados de los contrastes de igualdad de medias y de medianas. *Panel A:* Características de la oferta: valores medios y mediana de tamaño, precio, infravaloración medido por el rendimiento inicial del mercado y del porcentaje de propiedad retenido por los propietarios originales tras la salida a bolsa (*PIR*). *Panel B:* Distribución de la muestra según el tipo de oferta: primaria, secundaria y combinada. *Panel C:* Valores medios y mediana del número de acciones emitidas y de los porcentajes que representan las acciones nuevas y las acciones antiguas respecto del total emitidas. *Panel D:* Porcentajes medios y mediana de asignación de las acciones de la oferta entre distintos grupos de inversores. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el *test* paramétrico de la *t-Student* y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	CRITERIO DÉBIL		CRITERIO FUERTE	
		EF	ENF	EF	ENF
<b>PANEL A: CARACTERÍSTICAS DE LA OFERTA</b>					
<b>Tamaño Oferta (€)</b>					
Media	504.098.790	352.380.557	692.229.399	449.855.196	541.904.931
Mediana	233.132.906	191.978.429	305.700.000	243.696.906	193.904.000
N	56	31	25	23	33
<b>Precio Oferta (€)</b>					
Media	13,65	14,98 <sup>c</sup>	11,99	14,52	13,04
Mediana	12,85	14,18 <sup>c</sup>	11,00	14,18	12,60
N	56	31	25	23	33
<b>Rendimiento inicial (%)</b>					
Media	15,63	13,49	18,29	9,47	19,92
Mediana	5,78	6,45	5,04	4,76	6,45
N	56	31	25	23	33
<b>PIR (%)</b>					
Media	55,02	52,67	57,86	57,42	53,44
Mediana	57,01	54,74	62,50	56,74	57,32
N	53	29	24	21	32
<b>PANEL B: TIPO DE OFERTA</b>					
Nº OPS (%)	7 (12,73)	4 (12,90)	3 (12,50)	4 (17,39)	3 (9,38)
Nº OPV (%)	28 (50,91)	16 (51,61)	12 (50)	10 (43,48)	18 (56,25)
Nº OPV y OPS (%)	20 (36,36)	11 (35,48)	9 (37,50)	9 (39,13)	11 (34,38)
N	55	31	24	23	32
<b>PANEL C: VENTA DE ACCIONES</b>					
<b>Nº Acciones emitidas</b>					
Media	52.712.040	28.288.261 <sup>c</sup>	82.997.526	36.496.877	64.013.517
Mediana	16.425.265	12.571.578 <sup>b</sup>	24.329.990	15.584.537	17.265.992
N	56	31	25	23	33
<b>Acciones antiguas (%)</b>					
Media	68,39	71,38	64,53	66,30	69,89
Mediana	86,96	86,96	86,96	77,35	87,23
N	55	31	24	23	32
<b>Acciones nuevas (%)</b>					
Media	23,41	20,41	27,29	25,17	22,15
Mediana	0,00	0,00	5,66	16,05	0,00
N	55	31	24	23	32
<b>Acciones green shoe (%)</b>					
Media	8,67	8,78	8,53	8,92	8,49
Mediana	9,09	9,09	9,09	9,03	9,09
N	52	29	23	22	30

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 3.3 continuación. Características de las ofertas iniciales.**

	MUESTRA COMPLETA	CRITERIO DÉBIL		CRITERIO FUERTE	
		EF	ENF	EF	ENF
<b>PANEL D: ASIGNACIÓN DE ACCIONES</b>					
<b>Minoristas (%)</b>					
Media	20,98	18,14	24,80	20,41	21,41
Mediana	17,99	13,04	22,50	22,43	17,86
N	54	31	23	23	31
<b>Empleados (%)</b>					
Media	0,29	0,23	0,38	0,27	0,31
Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
N	54	31	23	23	31
<b>Instituciones (%)</b>					
Media	70,74	75,10	67,05	70,56	70,88
Mediana	70,00	71,96	70,00	68,18	72,73
N	54	31	23	23	31
<b>Green shoe (%)</b>					
Media	8,67	8,78	8,53	8,92	8,49
Mediana	9,09	9,09	9,09	9,03	9,09
N	52	29	23	22	30

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

El panel B de la tabla 3.3 recoge la distribución de la muestra total y de las submuestras familiar y no familiar, según se trate de una Oferta Pública de Suscripción (OPS) u oferta primaria, en la que se ponen a la venta acciones nuevas con el fin de obtener financiación, o se trate de una Oferta Pública de Venta (OPV) u oferta secundaria, en la que se ofrecen al público acciones ya existentes en manos de antiguos propietarios. También se indican aquellas ofertas en las que se realiza simultáneamente una OPV y una OPS. Como se pone de manifiesto, la finalidad de la salida a bolsa de las empresas no parece venir marcada de forma importante y única por la obtención de nuevos recursos financieros a través de la misma, ya que solo el 12,73% de las salidas a bolsa se realizó exclusivamente a través de una OPS. Por el contrario, y como señalan Giudici y Roosenboom (2002), más bien parecen estar dirigidas a la realización de ganancias de capital por parte de los propietarios iniciales, a la diversificación del accionariado o la modificación de la estructura de propiedad. Comparando las empresas familiares y no familiares, no se observan diferencias significativas en este sentido, por ninguno de los dos criterios utilizados.

En el panel C de la tabla 3.3 se muestran en valores medios y en mediana el número de acciones emitidas y el porcentaje que sobre dicho número representan las

acciones antiguas y las acciones nuevas. El número medio de acciones emitidas ha sido superior a 50 millones, pero hay diferencias importantes entre las ofertas de las empresas familiares y las de las empresas no familiares. En coherencia con el tamaño medio del activo de la empresa (véase tabla 3.2), para el criterio débil, en las ofertas de las empresas familiares se han emitido por término medio por debajo de 30 millones de acciones, mientras que en las ofertas de las empresas no familiares dicho número supera los 80 millones de acciones, siendo esta diferencia significativa. Tanto en la muestra total como en las submuestras, por cualquiera de los dos criterios utilizados, el porcentaje medio de acciones nuevas se halla en torno al 23%, lo que refleja de nuevo el poco peso que tiene la finalidad de obtener financiación a través de la salida a bolsa.

El panel D de la tabla 3.3 refleja la asignación media de las acciones ofrecidas entre los diferentes grupos de inversores. Destaca el peso que, por término medio, tienen el grupo de inversores institucionales (nacionales y extranjeros), de cerca del 80%, muy superior al porcentaje medio de acciones que recibe el grupo de inversores minoristas, que apenas supera el 20%. A este respecto, no se observan diferencias significativas entre las empresas familiares y las empresas no familiares.

## 3.2. METODOLOGÍA

### 3.2.1. Análisis univariante

Por lo que respecta a la estimación de la infravaloración de las ofertas iniciales realizadas en el mercado bursátil español a lo largo del periodo de estudio, 1994-2012, hemos utilizado las siguientes dos medidas:

1. Hemos estimado la infravaloración como la variación relativa del precio de negociación posterior de las acciones en el mercado bursátil respecto del precio de la oferta.

2. Por otra parte, hemos estimado la infravaloración como el “dinero dejado sobre la mesa” (*DDSM*), esto es, como la cantidad de recursos financieros que deja de obtener la empresa emisora en la oferta inicial bajo la asunción de que podría haber vendido las acciones a un precio igual al de cierre del primer día de

negociación en el mercado secundario [Loughran y Ritter (2002)]. En concreto, multiplicamos el número de acciones emitidas por la diferencia entre el primer precio de cierre y el precio de la oferta.

Respecto a la primera medida, no solo hemos calculado el rendimiento inicial, esto es, la diferencia porcentual entre el precio de cierre del primer día de negociación y el precio de la oferta, sino también hemos considerado diferentes periodos con el fin de tener en cuenta la posible demora en la percepción de la infravaloración por parte del mercado y las posibles actuaciones de estabilización del precio durante los primeros días de negociación por parte de las entidades coordinadoras de la oferta. En este sentido, hemos calculado el rendimiento no solo en el primer día de negociación sino también en los cuatro días siguientes y el correspondiente a los periodos de 10, 20 y 30 días (en general,  $\tau$  días) posteriores a la salida a bolsa. Hemos empleado dos alternativas para la estimación del rendimiento asociado a los periodos de 10, 20 y 30 días, a saber: la adición y la composición de los rendimientos diarios. En este segundo caso, al componer los rendimientos se obtiene el rendimiento correspondiente al horizonte temporal que se desea estudiar. Los rendimientos calculados de esta forma se corresponderían con una estrategia consistente en *comprar y mantener* durante dicho horizonte, denominándose en terminología anglosajona como *buy-and-hold returns* (BHR). De este modo, el rendimiento de la empresa  $i$  durante un horizonte de  $\tau$  días se calcularía como se recoge en la expresión [3.1].

$$\text{BHR}_{i\tau} = \left[ \prod_{t=s}^{s+\tau} (1 + R_{it}) \right] - 1, \quad [3.1]$$

donde  $s$  es el día natural (de calendario) de la salida a bolsa y  $R_{it}$  es el rendimiento de la empresa  $i$  en el día  $t$ .<sup>120</sup>

Por otro lado, hemos estimado la infravaloración tanto calculando los rendimientos sin ajustar (rendimientos brutos) como corrigiéndolos mediante diferentes ajustes. En concreto, hemos ajustado los rendimientos de las empresas que realizan una oferta inicial mediante el rendimiento del mercado (*RIAM*), utilizando para ello el rendimiento en ese mismo día del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), el

---

<sup>120</sup> En todos los cálculos el rendimiento correspondiente al primer día de negociación se ha calculado como la variación en tanto por uno del precio de cierre respecto del precio de la oferta.

rendimiento de una empresa de control emparejada de acuerdo con la característica tamaño (*RIAT*),<sup>121</sup> y el rendimiento de una empresa de control seleccionada de acuerdo con las características tamaño y *book to market* (*RIATB*).<sup>122</sup>

En relación con la adición de rendimientos considerando los anteriores ajustes, calculamos el rendimiento anormal acumulado en el horizonte  $\tau$  objeto de estudio ( $CAR_{\tau}$ ) de la siguiente forma. Se calcula el rendimiento anormal acumulado para cada empresa  $i$  en cada día  $t$  tras el suceso ( $AR_{it}$ ), tal y como se muestra en [3.2].

$$CAR_{i\tau} = \sum_{t=1}^{\tau} AR_{it}, \quad [3.2]$$

donde el rendimiento anormal ( $AR_{it}$ ) se calcula como se muestra en la expresión [3.3].

$$AR_{it} = R_{it} - R_{CONTROL,t}, \quad [3.3]$$

siendo  $R_{it}$  el rendimiento de la empresa muestral  $i$  en el día  $t$  posterior a la oferta inicial y  $R_{CONTROL,t}$  el rendimiento del control correspondiente en el día  $t$  tras la oferta inicial.

Por lo que respecta a los rendimientos compuestos, a partir del cálculo de los *BHR* para las empresas de la muestra y de las referencias seleccionadas frente a las que se comparan los rendimientos de las mismas, se obtiene el rendimiento anormal ( $BHAR_{i\tau}$ ) sustrayendo al rendimiento compuesto de la empresa de la muestra el rendimiento compuesto del control correspondiente, tal y como se indica en la expresión [3.4].

$$BHAR_{i\tau} = BHR_{i\tau} - BHR_{CONTROL, \tau}. \quad [3.4]$$

La hipótesis nula a contrastar consiste en que el rendimiento bruto/ajustado acumulado/compuesto medio en sección cruzada sea igual a cero para la muestra de  $N$

---

<sup>121</sup> Se selecciona aquella empresa del SIBE que presenta un valor de mercado más próximo al valor de mercado de la empresa de la muestra al final de junio o diciembre (el más próximo) posterior a la fecha de la oferta inicial.

<sup>122</sup> Para seleccionar la empresa de control primero se identifican todas las empresas que, no habiendo experimentado el suceso estudiado en los 30 días anteriores, tengan un valor de mercado al final de junio o diciembre posterior a la fecha de la oferta inicial (el más próximo) comprendido entre el 70% y el 130% del valor de mercado de la empresa de la muestra con la que se va a emparejar. De este conjunto de empresas se selecciona aquella cuyo cociente *book-to-market* sea el más próximo al de la empresa de la muestra.

empresas en el horizonte  $\tau$ , siendo la hipótesis alternativa que dicha media sea distinta de cero. Para ello empleamos una prueba paramétrica basada en el estadístico  $t$  convencional. Dado el reducido tamaño de las muestras, y con el fin de robustecer nuestros resultados, empleamos la metodología *bootstrap* [Efron (1982)] mediante la cual se genera la distribución empírica de los rendimientos bajo la hipótesis nula, relajando así las hipótesis de normalidad, estacionariedad e independencia temporal de las observaciones.<sup>123</sup> Además, calculamos la mediana de los rendimientos estimados para el primer día de negociación (y los cuatro siguientes) y contrastamos si esta es igual a cero mediante el contraste de rangos de signos de Wilcoxon. Por otra parte, y con el fin de contrastar si existe un diferente comportamiento entre la muestra de empresas familiares y la muestra de empresas no familiares, empleamos el contraste paramétrico y *bootstrap* de la  $t$  con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.<sup>124</sup>

### 3.2.2. Análisis multivariante

Tras el análisis univariante, llevamos a cabo un análisis multivariante mediante regresiones en sección cruzada con el fin de buscar una explicación al fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales de acciones que llevan a cabo las empresas con el fin de salir a bolsa. Nuestro propósito es analizar el poder explicativo de las diferentes teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y en objetivos de propiedad y control que hemos revisado en el Capítulo 2, así como si las peculiaridades inherentes a la naturaleza familiar de una empresa inciden en alguna medida en dicho suceso.

Así, con respecto a las teorías basadas en la incidencia que tiene la existencia de información asimétrica realizamos la estimación de varios modelos de regresión. En primer lugar, contrastamos las teorías sobre **asimetrías informativas entre inversores**. En concreto, pretendemos contrastar el efecto positivo de la incertidumbre *ex-ante* de la empresa emisora, el efecto negativo de la homogeneidad del grupo de inversores al que

---

<sup>123</sup> En concreto, hemos seguido un procedimiento análogo a Wehrens *et al.* (2000).

<sup>124</sup> En el caso de los rendimientos calculados para los periodos de 10, 20 y 30 días tras la OPI no empleamos el contraste de medianas ya que en la literatura no se recomienda el empleo de este tipo de contrastes no paramétricos para rendimientos acumulados y compuestos, dado que la correcta especificación de estos métodos no ha sido ampliamente analizada [Barber y Lyon (1997) y Kothari y Warner (1997), entre otros].



va dirigida la oferta, el efecto negativo de la reputación de los agentes especialistas y el efecto negativo de la naturaleza familiar de la empresa sobre el fenómeno de la infravaloración. Para ello, estimamos el modelo recogido en la expresión [3.5].

$$RIAM_i = c + b_1INC_i + b_2PRI_i + b_3RAE_i + b_4RAU_i + b_5FAM_i + b_6PRIFAM_i + b_7RAEFAM_i + b_8RAUFAM_i + u_i, \quad [3.5]$$

donde la variable dependiente *RIAM* es el rendimiento inicial, calculado como la variación relativa del precio de cierre del primer día de negociación respecto del precio de la oferta, ajustado por el rendimiento del mercado. Con respecto a las variables explicativas, *INC* representa la incertidumbre *ex-ante* acerca del valor de la empresa emisora que, al igual que en la literatura previa, aproximamos a través de diferentes variables, algunas de las cuales recogen características de la empresa emisora, tales como: la edad de la empresa (*EDAD*) medida por el logaritmo neperiano del número de años de vida de la empresa desde su constitución hasta el momento de la salida a bolsa [Ritter (1984, 1991), Barry *et al.* (1991), Megginson y Weiss (1991), Ljungqvist y Wilhelm (2003)]; el tamaño de la empresa (*TAM*) medido por el logaritmo neperiano del activo total [Barry y Brown (1984), Ritter (1984), McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)]. Otras describen alguna característica propia de la oferta, como es el tamaño de la oferta (*TAMO*) medido por el logaritmo neperiano del producto del número de acciones emitidas por el precio de la oferta [Beatty y Ritter (1986), Kim *et al.* (1993), Álvarez y Fernández (2003)]. Asimismo, aproximamos la incertidumbre *ex-ante* de la empresa emisora a través de la volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa (*VOL*) medida por la desviación típica de dicho rendimiento [Beatty y Ritter (1986), Ritter (1987), Cassia *et al.* (2004), Goergen *et al.* (2009)].

La variable *PRI* es una *dummy* que toma valor 1 cuando la oferta inicial está dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario. Con esta variable se pretende capturar la ausencia de **heterogeneidad entre los inversores** en aquellas ofertas dirigidas exclusivamente a inversores institucionales, de modo que no se produciría la maldición del ganador y, en consecuencia, desde el punto de vista de esta teoría no sería necesaria la infravaloración de la oferta.

Las variables *RAE* y *RAU* representan la **reputación del agente especialista** [McDonald y Fisher (1972), Megginson y Weiss (1991), Ljungqvist (1997), Álvarez y Fernández (2003)] y **del auditor** [Beatty (1989), Keasey y McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)], respectivamente. Medimos la reputación del agente especialista que interviene como coordinador o director de la oferta por medio de un valor proporcional al número de veces que ha intervenido en las ofertas iniciales de nuestra muestra así como en las ofertas subsiguientes y/o ampliaciones de capital que realizan las mismas empresas emisoras en los tres años siguientes a su salida a bolsa.<sup>125</sup> La reputación del auditor la calculamos de manera análoga.

Finalmente, con el fin de contrastar si el menor grado de aversión al riesgo que se le atribuye a la empresa familiar se traduce en una menor infravaloración de las ofertas iniciales de este tipo de empresas, incluimos la variable *dummy FAM*, que toma valor 1 si la empresa que sale a bolsa es familiar y 0 en caso contrario, y que hemos aproximado de acuerdo con los dos criterios de clasificación considerados: criterio débil (*FAMD*) y criterio fuerte (*FAMF*). Asimismo, incluimos algunas interacciones con la naturaleza familiar: *PRIFAM* con el fin de estudiar si las empresas familiares en su deseo de preservar el control dirigen sus ofertas al público en general para lograr una mayor dispersión de la oferta y evitar la entrada de un nuevo gran accionista y, en consecuencia, tienen incidencia en el efecto que ejerce la variable *PRI* sobre la infravaloración; y *RAEFAM* y *RAUFAM* para analizar si la menor aversión al riesgo que se le atribuye a la empresa familiar respecto a la empresa no familiar incide en el efecto que tiene la elección de un agente especialista y de un auditor con buena reputación, respectivamente.

En segundo lugar, contrastamos las teorías sobre **asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores**, esto es, las tesis que justifican la infravaloración como señal informativa de la buena calidad de la empresa emisora. En concreto, se trata de contrastar el planteamiento de Ibbotson (1975) acerca de que el emisor a través de la infravaloración quiere “dejar buen sabor de boca en los inversores” y la explicación de Welch (1989) de que el incentivo que tiene el emisor para agradar a los inversores es porque pretende volver al mercado a vender títulos en mejores condiciones, de modo que de ello se espera una relación positiva entre el grado de infravaloración de la oferta

---

<sup>125</sup> En el caso de que hayan intervenido más de un agente especialista en la coordinación de la oferta, consideramos la reputación del que ha obtenido mayor valor.

inicial y la calidad de la empresa emisora, así como también una relación directa entre la infravaloración de la oferta inicial y la realización de una oferta de venta subsiguiente o una ampliación de capital tras la salida a bolsa. Asimismo, contrastamos la validez del modelo de Grinblatt y Hwang (1989) que afirman que, para un nivel dado de incertidumbre, existe una relación positiva entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de acciones retenido por los propietarios-directivos. Analizamos también el posible efecto positivo de la naturaleza familiar de la empresa emisora sobre la infravaloración de la oferta con la *dummy FAM*. Dado que según diversos estudios [McCounaghy *et al.* (1998), Anderson y Reeb (2003), Villalonga y Amit (2006)] a la empresa familiar se le atribuye más eficiencia que a la no familiar, cabe esperar que la empresa familiar señalice su buena calidad a través de la infravaloración en mayor medida que la empresa no familiar. Para ello, estimamos los modelos recogidos en las expresiones [3.6] y [3.7].

$$RIAM_i = c + b_1CAL_i + b_2OS_i + b_3FAM_i + b_4INC_i + b_5PRI_i + u_i \quad [3.6]$$

$$RIAM_i = c + b_1PIR_i + b_2PIRFAM_i + b_3FAM_i + b_4INC_i + b_5PRI_i + u_i, \quad [3.7]$$

donde la variable explicativa *CAL* representa la calidad de la empresa emisora, que aproximamos a través de su rentabilidad económica o rentabilidad del activo (*ROA*),<sup>126</sup> antes de la salida a bolsa y por medio del logaritmo neperiano de su capitalización bursátil al cierre de la primera jornada de cotización en bolsa (*CBUR*) [Álvarez y Fernández (2003)]. La variable *OS* es una *dummy* que toma valor 1 si la empresa emisora lleva a cabo una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital durante los tres años siguientes a la salida a bolsa y 0 en caso contrario.

La variable *PIR* es el porcentaje de propiedad retenido tras la salida a bolsa por los accionistas principales iniciales, que hemos considerado como aquellos que poseen al menos el 10% de participación en la empresa [Leland y Pyle (1977), Grinblatt y Hwang (1989)].<sup>127</sup> La variable *dummy FAM* recoge la naturaleza familiar de la empresa emisora para contrastar si la mayor *performance* que se atribuye a la empresa familiar con respecto al resto de empresas implica una mayor infravaloración de la oferta inicial

---

<sup>126</sup> Cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el total del activo.

<sup>127</sup> Hemos considerado este umbral por razones de disponibilidad de información en los informes financieros anuales y de auditoría (ya que no hay informes de gobierno corporativo ni comunicación de participaciones significativas en todo el horizonte de estudio).

con el fin de señalarla. Consideramos además la interacción *PIRFAM*, con el fin de analizar la posible incidencia que el carácter familiar de la empresa emisora puede tener en el efecto que ejerce la retención de propiedad de los propietarios iniciales sobre la infravaloración, ya que se espera que en las empresas familiares en su deseo de mantener el control familiar los propietarios iniciales mantengan mayores porcentajes de participación tras la salida a bolsa que en las no familiares. Asimismo, controlamos por variables que recogen la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora y por el tipo de oferta según vaya dirigida exclusivamente a inversores institucionales o no.<sup>128</sup>

En tercer lugar, estudiamos el poder explicativo de las **asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista**. En particular, por una parte contrastamos si se produce una relación inversa entre los incentivos del *CEO* y de los propietarios iniciales por supervisar la negociación con el agente especialista y el fenómeno de la infravaloración y, por otro, si también se da una relación inversa entre los incentivos e implicación del agente especialista y el fenómeno de la infravaloración. Para ello, estimamos los modelos recogidos en las expresiones [3.8] y [3.9].

$$RIAM_i = c + b_1PCEO_i + b_2PVCEO_i + b_3PAO_i + b_4DIL_i + b_5FAM_i + b_6PCEOFAM_i + b_7INC_i + b_8PRI_i + u_i \quad [3.8]$$

$$RIAM_i = c + b_1PCAE_i + b_2PAE_i + b_3FAM_i + b_4INC_i + b_5PRI_i + u_i, \quad [3.9]$$

donde *PCEO* es el porcentaje de propiedad que tiene o representa el *CEO* antes de la salida a bolsa y *PVCEO* es el porcentaje de acciones que vende el *CEO* en la oferta inicial en relación al total de acciones que constituyen la oferta de venta [Ljungqvist y Withelm (2003)]. *PAO* es el ratio de participación en la oferta de los propietarios iniciales, medido como el cociente entre el número de acciones secundarias o que constituyen la oferta de venta y el total de acciones existentes antes de la salida a bolsa [Habib y Ljungqvist (2001), Goergen *et al.* (2009)]. *DIL* es el factor de dilución, medido por el cociente entre el número de acciones primarias o que conforman la oferta de suscripción y el total de acciones existentes antes del inicio de la cotización [Habib y Ljungqvist (2001), Goergen *et al.* (2009)]. *PCAE* es el porcentaje de comisión del agente especialista [Ljungqvist (2003)] y *PAE* es el porcentaje de propiedad que tiene el

---

<sup>128</sup> De acuerdo con Ljungqvist (2007), los análisis empíricos sobre la infravaloración de las ofertas iniciales utilizan como variables de control variables *proxies* de la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora, con independencia de la teoría cuyo poder explicativo pretenden contrastar.

agente especialista en la empresa emisora [Ljungqvist y Withelm (2003)]. Asimismo, en el marco de este enfoque contrastamos también el poder explicativo de la naturaleza familiar de la empresa sobre la infravaloración de la oferta a través de la *dummy* FAM y de la interacción *PCEOFAM* para estudiar si un mayor incentivo de los responsables de las empresas familiares, miembros de la familia con elevados porcentajes de propiedad, se traduce en una negociación más adecuada con el agente especialista y, en consecuencia, una menor infravaloración. Al igual que en los modelos anteriores, controlamos por la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora y por el tipo de oferta según va dirigida exclusivamente a inversores institucionales o al público en general.

En cuarto lugar, contrastamos el planteamiento de la **Teoría de Revelación de Información**. La existencia de asimetrías informativas entre los inversores y entre la empresa emisora y los inversores, unido a la utilización del método *bookbuilding* o de construcción del libro de órdenes en el proceso de la emisión, conduce a explicar la infravaloración como compensación a los inversores informados (los inversores institucionales) por revelar información sobre la demanda de valores que están dispuestos a realizar. Así, el propósito es analizar si con base en dicho enfoque se produce una relación directa entre la revisión positiva del precio de la oferta basada en la revelación de una demanda favorable y la infravaloración de la oferta y una relación inversa entre la asignación de acciones a los inversores institucionales con respecto a los minoristas y la infravaloración de la oferta. Para ello, estimamos el modelo recogido en la expresión [3.10].

$$RIAM_i = c + b_1RP_i + b_2PMI_i + b_3FAM_i + b_4RPFAM_i + b_5PMIFAM_i + b_6INC_i + b_7PRI_i + u_i, \quad [3.10]$$

donde *RP* representa la revisión final del precio a partir de la banda inicial de precios establecida y es medida como la diferencia porcentual entre el precio de la oferta y el precio medio de dicha banda de precios [Cassia *et al.* (2004), Goergen *et al.* (2009)]. *PMI* es la proporción de acciones que se les adjudica a los inversores minoristas con respecto a las que se les asigna a los inversores institucionales.<sup>129</sup> Asimismo, incluimos

---

<sup>129</sup> Aunque lo que perseguimos es estudiar el efecto negativo de la asignación de acciones a inversores informados, esto es, inversores institucionales, con respecto a los minoristas sobre la infravaloración de la oferta, con el fin de incluir aquellas ofertas que solo van dirigidas a estos últimos, utilizamos la variable

la posible incidencia de la naturaleza familiar a través de la *dummy FAM* y de las siguientes interacciones: *RPFAM* con el fin de analizar la posible influencia del carácter familiar de la empresa emisora en el efecto que tiene la revisión del precio sobre la infravaloración, ya que si se acepta la premisa de que la empresa familiar es percibida por los inversores como menos arriesgada, cabe esperar una mayor revisión del precio final por la revelación de mayor demanda y, por tanto, una mayor compensación vía infravaloración que en la empresa no familiar; *PMIFAM*, para estudiar si la naturaleza familiar influye sobre el poder explicativo de la proporción de acciones asignadas entre inversores minoristas e institucionales, dado que la empresa familiar en su deseo de preservar el control de la empresa cabe esperar que asigne los títulos al público en general para lograr una mayor dispersión de propiedad entre los nuevos inversores y no tanto a inversores institucionales y, por tanto, necesite compensarles por medio de la infravaloración de la oferta en mayor medida que en la empresa no familiar. Incluimos variables que aproximan la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora y el tipo de oferta según va dirigida exclusivamente a inversores institucionales o al público en general.

Finalmente, estudiamos el poder explicativo de las teorías basadas en **objetivos de propiedad y control**. En este sentido, por un lado el propósito es contrastar si la infravaloración es utilizada por los propietarios-directivos iniciales con el objetivo de fomentar la dispersión de propiedad para evitar ser objeto de supervisión [*Hipótesis de Supervisión Reducida* de Brennan y Franks (1997)] o si por el contrario es empleada con el fin opuesto, esto es, para fomentar la entrada de algún nuevo gran accionista que ejerza una mayor supervisión y, que de este modo, se reduzcan los costes de agencia [Stoughton y Zechner (1998)]. Por otro lado, analizamos si la infravaloración es explicada por el deseo de los propietarios-directivos iniciales de obtener el máximo rendimiento de la venta de sus participaciones en dos etapas [Zingales (1995), Booth y Chua (1996)]. Para ello, estimamos los modelos recogidos en las expresiones [3.11], [3.12] y [3.13].

$$RIAM_i = c + b_1DPTO_i + b_2PIR50_i + b_3FAM_i + b_4DPTOFAM_i + b_5INC_i + b_6PRI_i + u_i \quad [3.11]$$

---

inversa y, por tanto, lo que contrastamos es si se da una relación positiva entre esta variable y la infravaloración.

$$\begin{aligned}
 RIAM_i = & c + b_1PNA_i + b_2FAM_i + b_3PNAFAM_i + b_4INC_i \\
 & + b_5PRI_i + u_i
 \end{aligned} \tag{3.12}$$

$$\begin{aligned}
 RIAM_i = & c + b_1PIR_i + b_2VTO_i + b_3FAM_i + b_4PIRFAM_i + \\
 & b_5VTOFAM_i + b_6INC_i + b_7PRI_i + u_i ,
 \end{aligned} \tag{3.13}$$

donde *DPTO* recoge la dispersión de propiedad de la empresa tras su salida a bolsa, estimada como el porcentaje de propiedad que no se haya en manos de los accionistas principales, que hemos considerado como aquellos que poseen al menos el 10% de participación en la empresa [Brennan y Franks (1997), Smart y Zutter (2003), Brau y Fawcett (2006)]. *PIR50* es una interacción que representa el porcentaje de propiedad retenido por los accionistas principales iniciales cuando el mismo es superior al 50% [Boulton *et al.* (2010)]. *PNA* es el porcentaje de participación en la empresa de un nuevo accionista principal con motivo de la oferta [Boulton *et al.* (2010)]. Como ya se ha indicado anteriormente, *PIR* es el porcentaje de propiedad retenido tras la salida a bolsa por los accionistas principales iniciales. *VTO* es el porcentaje de propiedad vendido por los accionistas iniciales en los tres años siguientes a la salida a bolsa [Pagano *et al.* (1998), Mikkelson *et al.* (1997)].

Asimismo, estudiamos el posible efecto de la naturaleza familiar de la empresa sobre la infravaloración con la *dummy FAM* y a través de la inclusión de diversas interacciones: *DPTOFAM* recoge el posible efecto que el carácter familiar de la empresa emisora tiene en la influencia que sobre la infravaloración pueda ejercer la dispersión de propiedad de la empresa tras la oferta, ya que cabe esperar que en la empresa familiar se fomente una mayor dispersión vía infravaloración con el fin de proteger en mayor medida los beneficios privados del control de que disfrutaran los miembros de la familia [Yu y Zheng (2012)]; *PNAFAM* pretende medir la incidencia de la naturaleza familiar en la utilización de la infravaloración para fomentar la entrada de algún nuevo accionista principal, ya que dado que en la empresa familiar se desea preservar el control en manos de los miembros de la familia cabe esperar que se pretenda en menor medida la entrada de nuevos accionistas principales; *PIRFAM* es incluida para analizar la posible incidencia que el carácter familiar de la empresa emisora puede tener en el

efecto que ejerce la retención de propiedad de los propietarios iniciales sobre la infravaloración, ya que se espera que en las empresas familiares en su deseo de mantener el control familiar los propietarios iniciales mantengan mayores porcentajes de participación tras la salida a bolsa. Como en los modelos anteriores, controlamos por la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora y por el tipo de oferta según va dirigida exclusivamente a inversores institucionales o al público en general.

A modo de resumen y con el fin de ofrecer una visión general de las variables explicativas y de control que utilizamos en el análisis multivariante, presentamos las tablas 3.4 y 3.5. En la tabla 3.4 sintetizamos las variables explicativas y de control que empleamos para contrastar el poder explicativo de las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y en la tabla 3.5 aquellas de que disponemos para verificar la validez de las teorías basadas en objetivos de propiedad y control.

**Tabla 3.4. Variables explicativas y de control: Teorías basadas en asimetrías informativas.** Recoge las variables explicativas y de control utilizadas en el análisis multivariante para contrastar las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas. *Panel A:* Asimetrías informativas entre inversores; *Panel B:* Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores; *Panel C:* Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista; *Panel D:* Revelación de información. En todos los casos la variable dependiente es *RIAM* definida como el rendimiento inicial y calculado como la variación relativa del precio de cierre del primer día de negociación respecto del precio de la oferta, ajustado por el rendimiento del mercado.

**PANEL A: ASIMETRÍAS INFORMATIVAS ENTRE INVERSORES**

**Variables explicativas**

<i>EDAD</i>	Logaritmo neperiano del número de años de vida de la empresa desde su constitución hasta el momento de la salida a bolsa.
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>TAMO</i>	Logaritmo neperiano del producto del número de acciones emitidas por el precio de la oferta.
<i>VOL</i>	Volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, medida por la desviación típica.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial es dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario
<i>RAE</i>	Reputación del agente especialista que actúa como coordinador o director de la oferta.
<i>RAU</i>	Reputación del auditor de la empresa emisora.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<i>PRIFAM</i>	Interacción entre <i>PRI</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<i>RAEFAM</i>	Interacción entre <i>RAE</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar
<i>RAUFAM</i>	Interacción entre <i>RAU</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.



Tabla 3.4 continuación. Variables explicativas y de control: Teorías basadas en asimetrías informativas.

<b>PANEL B: ASIMETRÍAS INFORMATIVAS ENTRE LA EMPRESA EMISORA Y LOS INVERSORES</b>	
<b>Variables explicativas</b>	
<i>ROA</i>	Rentabilidad económica o del activo de la empresa emisora antes de su salida a bolsa.
<i>CBUR</i>	Logaritmo neperiano de la capitalización bursátil de la empresa emisora al cierre de la primera jornada de cotización en bolsa.
<i>PIR</i>	Porcentaje de propiedad retenido tras la salida a bolsa por los accionistas principales iniciales.
<i>OS</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si la empresa emisora lleva a cabo una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital dentro de los tres años siguientes a la salida a bolsa y 0 en caso contrario.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<i>PIRFAM</i>	Interacción entre <i>PIR</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<b>Variables de control</b>	
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>VOL</i>	Volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, medida por la desviación típica.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial es dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario
<b>PANEL C: ASIMETRÍAS INFORMATIVAS ENTRE LA EMPRESA EMISORA Y EL AGENTE ESPECIALISTA</b>	
<b>Variables explicativas</b>	
<i>PCEO</i>	Porcentaje de propiedad que tiene o representa el <i>CEO</i> antes de la salida a bolsa.
<i>PVCEO</i>	Porcentaje de acciones que vende el <i>CEO</i> en la oferta inicial en relación al total de acciones que constituyen la oferta de venta.
<i>PAO</i>	Ratio de participación en la oferta de los propietarios iniciales, medido como el cociente entre el número de acciones secundarias y el total de acciones existentes antes de la salida a bolsa.
<i>DIL</i>	Factor de dilución, medido por el cociente entre el número de acciones primarias y el total de acciones existentes antes del inicio de la cotización.
<i>PCAE</i>	Porcentaje de comisión del agente especialista.
<i>PAE</i>	Porcentaje de propiedad que tiene el agente especialista en la empresa emisora.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<i>PCEOFAM</i>	Interacción entre <i>PCEO</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<b>Variables de control</b>	
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>VOL</i>	Volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, medida por la desviación típica.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial es dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario

**Tabla 3.4 continuación. Variables explicativas y de control: Teorías basadas en asimetrías informativas.**

<b>PANEL D: REVELACIÓN DE INFORMACIÓN</b>	
<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>	
<i>RP</i>	Revisión positiva del precio, medida como la diferencia porcentual entre el precio de la oferta y el precio medio de la banda de precios.
<i>PMI</i>	Proporción de acciones que se les adjudica a los inversores minoristas con respecto a las que se les asigna a los inversores institucionales.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<i>RPFAM</i>	Interacción entre <i>RP</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<i>PMIFAM</i>	Interacción entre <i>PMI</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<b>VARIABLES DE CONTROL</b>	
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>VOL</i>	Volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, medida por la desviación típica.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial es dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario.

**Tabla 3.5. Variables explicativas y de control: Teorías basadas en objetivos de propiedad y control.**

Recoge las variables explicativas y de control utilizadas en el análisis multivariante para contrastar las teorías basadas en objetivos de propiedad y control. La variable dependiente es *RIAM* definida como el rendimiento inicial y calculado como la variación relativa del precio de cierre del primer día de negociación respecto del precio de la oferta, ajustado por el rendimiento del mercado.

<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>	
<i>DPTO</i>	Dispersión de propiedad de la empresa tras su salida a bolsa, estimada como el porcentaje de propiedad que no se haya en manos de los accionistas principales.
<i>PIR50</i>	Interacción que representa el porcentaje de propiedad retenido por los accionistas principales iniciales cuando el mismo es superior al 50%.
<i>PNA</i>	Porcentaje de participación en la empresa de un nuevo accionista principal con motivo de la oferta.
<i>PIR</i>	Porcentaje de propiedad retenido tras la salida a bolsa por los accionistas principales iniciales.
<i>VTO</i>	Porcentaje de propiedad vendido por los accionistas iniciales en los tres años siguientes a la salida a bolsa.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<i>DPTOFAM</i>	Interacción entre <i>DPTO</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<i>PNAFAM</i>	Interacción entre <i>PNA</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<i>PIRFAM</i>	Interacción entre <i>PIR</i> y la <i>dummy</i> empresa familiar.
<b>VARIABLES DE CONTROL</b>	
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>VOL</i>	Volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, medida por la desviación típica.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial es dirigida exclusivamente a inversores institucionales y 0 en caso contrario.

Como paso previo a la realización del análisis multivariante llevamos a cabo un estudio de la posible correlación entre las variables independientes con el fin de evitar posibles problemas de multicolinealidad. El método de correlación lineal de Pearson requiere que las variables sean cuantitativas continuas y con distribución semejante a la normal, de modo que no es aplicable en nuestros datos. Por consiguiente, recurrimos a analizar la correlación no paramétrica o asociación significativa entre las variables explicativas a través del coeficiente de Spearman.

Dillon y Goldstein (1984) advierten que una alta correlación entre dos variables es una condición necesaria pero no suficiente para la existencia de multicolinealidad. De hecho, la multicolinealidad puede ser un grave problema incluso cuando las correlaciones simples entre variables son pequeñas. Por este motivo, son necesarios otros métodos más refinados para su detección. De acuerdo con Uriel *et al.* (1990), uno de los procedimientos que goza de mayor respaldo es el *Factor de Agrandamiento de la Varianza (FAV)* y es el que calculamos e indicamos los resultados obtenidos para las variables explicativas de cada una de las regresiones que llevamos a cabo. Como señalan estos autores, este método muestra en qué medida la varianza del estimador del parámetro es más grande debido a la no ortogonalidad de los regresores. Esto es, se define como el cociente de la varianza observada del estimador del parámetro  $b_j$  y la que habría sido si la variable explicativa  $X_j$  fuese incorrelada con el resto de variables explicativas del modelo. En la práctica se traduce en el cálculo del cociente que se recoge en la expresión [3.14].

$$FAV = \frac{1}{(1 - R_j^2)} \quad [3.14]$$

donde  $R_j^2$  es el coeficiente de determinación de la regresión de la variable explicativa  $X_j$  sobre el resto de variables explicativas del modelo. Aunque se trata de un método ampliamente utilizado, presenta el inconveniente de que, como señala Uriel,<sup>130</sup> no existe ninguna teoría que determine a partir de qué valor del *FAV* la multicolinealidad

---

<sup>130</sup> Uriel, E: *Introducción a la Econometría*, manual electrónico en <http://www.uv.es/uriel/libroes.htm>, consultado el 3 mayo de 2015.

existente representa un problema importante,<sup>131</sup> ni tampoco que nos indique qué hacer en caso de que este suceso se presente.

Por otra parte, dado que las series de datos de corte transversal son proclives a presentar problemas de heteroscedasticidad, aplicamos la estimación consistente de White, que halla los estimadores de los parámetros del modelo por MCO, pero adicionalmente calcula la matriz de varianzas-covarianzas de los coeficientes de regresión de manera correcta.

### **3.3. RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE**

#### **3.3.1. Infravaloración en el mercado español: Empresa familiar versus empresa no familiar**

Las tablas 3.6 y 3.7 recogen la infravaloración de las ofertas iniciales considerando el primer día de negociación, y los cuatro días siguientes, calculada por medio de las dos medidas, rendimiento inicial en términos brutos y con diferentes ajustes y “dinero dejado sobre la mesa”, para la muestra completa y distinguiendo entre el grupo de empresas de naturaleza familiar y de naturaleza no familiar según el criterio débil y según el criterio fuerte, respectivamente. Asimismo, se presentan los resultados de los contrastes de medias y de medianas igual a cero, de igualdad de medias y de medianas y de la metodología *bootstrap*. Por su parte, las tablas 3.8 y 3.9 reflejan la infravaloración estimada como rendimientos medios en el mercado bursátil tras la oferta inicial, brutos y ajustados, considerando distintos intervalos temporales y utilizando las dos metodologías anteriormente comentadas, esto es, acumulación y composición de rendimientos, para la muestra completa y en función de la naturaleza familiar o no de las empresas según el criterio débil (tabla 3.8) y según el criterio fuerte (tabla 3.9).

---

<sup>131</sup> Algunos autores consideran que el problema de multicolinealidad es grave cuando el *FAV* de algún coeficiente es superior a 10.

**Tabla 3.6. Infravaloración inicial media (mediana). Criterio débil.** Infravaloración media (mediana), considerando el primer día de negociación y los cuatro días siguientes, de las ofertas iniciales en el mercado español en función de la naturaleza familiar (EF) o no (ENF) de las empresas según el criterio débil. De acuerdo con este criterio, consideramos una empresa como familiar cuando la suma de las participaciones (directas o indirectas) en el capital social de la empresa en manos de una o varias familias es superior a la suma correspondiente a las participaciones del resto de accionistas significativos. La tabla recoge, en el *panel A*, el rendimiento inicial bruto de las ofertas iniciales realizadas por empresas privadas en el mercado bursátil español desde 1994 hasta 2012, calculado como la variación relativa del precio de cierre del primer día de negociación respecto del precio medio de la oferta (RI). También se presenta este rendimiento ajustado por el rendimiento del mercado (RIAM) en el *panel B*, ajustado por el rendimiento de una empresa de similar tamaño (RIAT) en el *panel C* y ajustado por el rendimiento de una empresa de similar tamaño y ratio *book-to-market* (RIATB) en el *panel D*. Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Además, se muestra el «dinero dejado sobre la mesa» expresado en euros de 1993, utilizando el deflactor del PIB, en el *panel E*. Esta variable se ha calculado como el número de acciones emitidas por la diferencia entre el primer precio de cierre y el precio medio de la oferta. Para el contraste de la hipótesis nula de rendimiento/dinero dejado sobre la mesa medio igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana del rendimiento/dinero dejado sobre la mesa igual a cero el contraste no paramétrico del rango de signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL A: RENDIMIENTO INICIAL BRUTO</b>				
RI <sub>1</sub>	***15,63 <sup>a</sup> (5,78) <sup>a</sup>	***13,49 <sup>a</sup> (6,45) <sup>a</sup>	***18,29 <sup>b</sup> (5,04) <sup>a</sup>	-4,80 (1,41)
RI <sub>2</sub>	-0,09 (-0,05)	-0,17 (-0,10)	0,02 (0,00)	-0,19 (-0,10)
RI <sub>3</sub>	-0,40 (-0,27)	-0,35 (-0,36)	-0,47 (-0,22)	0,12 (-0,14)
RI <sub>4</sub>	-0,13 (-0,64)	-0,16 (-0,94)	-0,09 (-0,30)	-0,07 (-0,64)
RI <sub>5</sub>	-0,09 (-0,38)	0,13 (0,00)	-0,36 (-0,41)	0,49 (0,41)
<b>PANEL B: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR EL MERCADO</b>				
RIAM <sub>1</sub>	***15,56 <sup>a</sup> (5,37) <sup>a</sup>	***13,17 <sup>a</sup> (6,11) <sup>a</sup>	***18,53 <sup>b</sup> (5,29) <sup>a</sup>	-5,36 (0,82)
RIAM <sub>2</sub>	-0,02 (0,13)	0,08 (0,00)	-0,15 (0,46)	0,23 (0,46)
RIAM <sub>3</sub>	-0,43 (-0,28)	-0,27 (-0,61)	-0,62 (-0,06)	0,35 (-0,55)
RIAM <sub>4</sub>	-0,01 (-0,61)	-0,09 (-0,98)	0,10 (-0,35)	-0,19 (-0,63)
RIAM <sub>5</sub>	-0,17 (-0,18)	-0,15 (-0,43)	-0,19 (0,13)	0,04 (-0,30)

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

Tabla 3.6 continuación. Infravaloración inicial media (mediana). Criterio débil.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL C: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR TAMAÑO</b>				
RIAT <sub>1</sub>	***15,65 <sup>a</sup> (5,78) <sup>a</sup>	***13,61 <sup>a</sup> (6,35) <sup>a</sup>	***18,17 <sup>b</sup> (4,86) <sup>a</sup>	-4,56 (1,49)
RIAT <sub>2</sub>	0,16 (-0,11)	0,40 (-0,28)	-0,15 (0,17)	0,55 -0,11
RIAT <sub>3</sub>	0,08 (0,22)	0,00 (-0,16)	0,18 (0,43)	-0,18 (0,27)
RIAT <sub>4</sub>	-0,05 (-0,79)	-0,26 (-0,95)	0,20 (0,22)	-0,46 (-0,73)
RIAT <sub>5</sub>	0,04 (0,02)	-0,43 (-0,49)	0,61 (0,49)	-1,04 0,00
<b>PANEL D: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET</b>				
RIATB <sub>1</sub>	***15,71 <sup>a</sup> (5,80) <sup>a</sup>	***13,70 <sup>a</sup> (6,72) <sup>a</sup>	***18,21 <sup>b</sup> (5,18) <sup>a</sup>	-4,51 (1,54)
RIATB <sub>2</sub>	0,33 (0,19)	0,35 (0,10)	0,29 (0,29)	0,06 (0,19)
RIATB <sub>3</sub>	-0,49 (0,17)	-0,53 (-0,28)	-0,44 (0,25)	-0,09 (-0,03)
RIATB <sub>4</sub>	-0,03 (-0,50)	0,41 (-0,29)	-0,57 (-1,36)	0,98 (1,07)
RIATB <sub>5</sub>	-0,42 (-0,41)	-0,30 (-0,37)	-0,58 (-0,44)	0,28 (0,07)
<b>PANEL E: DINERO DEJADO SOBRE LA MESA</b>				
Dinero dejado sobre la mesa	***51.359.019 <sup>b</sup> (6.896.147) <sup>a</sup>	***30.829.447 <sup>b</sup> (3.696.018) <sup>a</sup>	**80.125.405 (6.979.034) <sup>a</sup>	-49.295.958 (-3.283.016)
N	56	31	25	

a, b, c denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

Como puede observarse, para la muestra total se constata una clara infravaloración tanto en media como mediana con independencia de la medida utilizada y el horizonte temporal empleado. En concreto, obtenemos rendimientos brutos y ajustados positivos y estadísticamente significativos, tanto con el contraste paramétrico como con el método *bootstrap*, que en media oscilan entre el 15% y el 22% para periodos de diferente amplitud. Estos resultados son consistentes con la evidencia internacional y nacional previa. En concreto, como ya señalamos para el mercado americano, Ibbotson (1975), Ritter (1984) y Welch (1989) proporcionan evidencia sobre la existencia de rendimientos medios iniciales positivos de un 22%; en el mercado británico Dimson (1979) y Buckland *et al.* (1981) indican que se produce infravaloración de entre un 8,5% y un 17%; en el mercado italiano Cassia *et al* (2004) encuentran una infravaloración media de las ofertas iniciales del 21,87%; en tanto que

en el mercado español el estudio de Álvarez y Fernández (2003) revela que las OPI llevadas a cabo en el periodo 1985-1997 experimentaron una infravaloración significativa media del 13,11% y Farinós *et al.* (2007) obtienen una infravaloración media significativa del 31,6% en las OPI llevadas a cabo en el periodo 1990-2001 (excluidas las privatizaciones de empresas públicas).

Asimismo, se destaca una distancia importante entre la media y la mediana de las diferentes rentabilidades calculadas (tablas 3.6 y 3.7). Ello es consecuencia de la existencia de valores extremos por la derecha que sesgan la media al alza. En este sentido, se comprueba que para el rendimiento del primer día en todas las variables calculadas, el valor medio es aproximadamente del 15% mientras que la mediana está en torno al 5,7%.

Por otra parte, en las tablas 3.6 y 3.7 en la que se reflejan los rendimientos brutos y ajustados no solo en el primer día de negociación sino también en los cuatro siguientes, tanto para la muestra completa como para las submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares de acuerdo con los dos criterios de clasificación, se observa que la existencia de un rendimiento anormal positivo y significativo se pone de manifiesto únicamente en el primer día de negociación. Es decir, el alcance completo de la infravaloración se produce rápidamente en el primer día de negociación y los rendimientos negativos que se dan en los días siguientes son muy pequeños y no significativos de modo que no compensan esa primera reacción del mercado. Además, los rendimientos acumulados y compuestos para periodos de 10, 20 y 30 positivos y significativos (tablas 3.8 y 3.9) constatan que en el corto plazo no se observa un comportamiento del mercado que neutralice el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales.

**Tabla 3.7. Infravaloración inicial media (mediana). Criterio fuerte.** Infravaloración media (mediana), considerando el primer día de negociación y los cuatro siguientes, de las ofertas iniciales en el mercado español en función de la naturaleza familiar (EF) o no (ENF) de las empresas según el criterio fuerte. De acuerdo con este criterio, consideramos una empresa como familiar cuando los miembros de una o varias familias poseen una participación en la propiedad y en los derechos de control de la misma de al menos el 50%. La tabla recoge, en el *panel A*, el rendimiento inicial bruto de las ofertas iniciales realizadas por empresas privadas en el mercado bursátil español desde 1994 hasta 2012, calculado como la variación relativa del precio de cierre del primer día de negociación respecto del precio medio de la oferta (RI). También se presenta este rendimiento ajustado por el rendimiento del mercado (RIAM) en el *panel B*, ajustado por el rendimiento de una empresa de similar tamaño (RIAT) en el *panel C* y ajustado por el rendimiento de una empresa de similar tamaño y ratio *book-to-market* (RIATB) en el *panel D*. Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Además, se muestra el «dinero dejado sobre la mesa» expresado en euros de 1993, utilizando el deflactor del PIB en el *panel E*. Esta variable se ha calculado como el número de acciones emitidas por la diferencia entre el primer precio de cierre y el precio medio de la oferta. Para el contraste de la hipótesis nula de rendimiento/dinero dejado sobre la mesa medio igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana del rendimiento/dinero dejado sobre la mesa igual a cero el contraste no paramétrico del rango de signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL A: RENDIMIENTO INICIAL BRUTO</b>				
RI <sub>1</sub>	***15,63 <sup>a</sup> (5,78) <sup>a</sup>	***9,47 <sup>a</sup> (4,76) <sup>a</sup>	***19,92 <sup>a</sup> (6,45) <sup>a</sup>	*-10,45 (1,69)
RI <sub>2</sub>	-0,09 (-0,05)	0,43 (0,00)	-0,45 (-0,22)	0,88 (0,22)
RI <sub>3</sub>	-0,40 (-0,27)	-0,41 (-0,36)	-0,40 (-0,22)	-0,01 (-0,14)
RI <sub>4</sub>	-0,13 (-0,64)	-0,07 (-1,02)	-0,17 (-0,42)	0,10 (-0,60)
RI <sub>5</sub>	-0,09 (-0,38)	0,48 (0,00)	-0,48 (-0,41)	0,96 (0,41)
<b>PANEL B: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR EL MERCADO</b>				
RIAM <sub>1</sub>	***15,56 <sup>a</sup> (5,37) <sup>a</sup>	***9,28 (5,02)	***19,94 (6,82)	*-10,66 (1,80)
RIAM <sub>2</sub>	-0,02 (0,13)	0,81 (0,04)	-0,60 (0,22)	1,41 (0,18)
RIAM <sub>3</sub>	-0,43 (-0,28)	-0,36 (-0,61)	-0,48 (0,06)	0,12 (-0,55)
RIAM <sub>4</sub>	-0,01 (-0,61)	0,06 (-0,98)	-0,05 (-0,35)	0,11 (-0,63)
RIAM <sub>5</sub>	-0,17 (-0,18)	0,26 (-0,10)	-0,47 (-0,27)	0,73 (0,17)

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.



Tabla 3.7 continuación. Infravaloración inicial media (mediana). Criterio fuerte.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL C: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR TAMAÑO</b>				
RIAT <sub>1</sub>	***15,65 <sup>a</sup> (5,78) <sup>a</sup>	***9,49 <sup>a</sup> (5,17) <sup>a</sup>	***19,94 <sup>a</sup> (6,48) <sup>a</sup>	*-10,45 (-1,31)
RIAT <sub>2</sub>	0,16 (-0,11)	0,84 (-0,22)	-0,32 (0,00)	1,16 (-0,22)
RIAT <sub>3</sub>	0,08 (0,22)	0,17 (-0,05)	0,02 (0,28)	0,15 (0,23)
RIAT <sub>4</sub>	-0,05 (-0,79)	0,01 (-0,80)	-0,10 (-0,78)	0,11 (-0,02)
RIAT <sub>5</sub>	0,04 (0,02)	-0,33 (-0,49)	0,30 (0,45)	-0,63 (-0,04)
<b>PANEL D: RENDIMIENTO INICIAL AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET</b>				
RIATB <sub>1</sub>	***15,71 <sup>a</sup> (5,80) <sup>a</sup>	***9,65 <sup>a</sup> (5,44) <sup>a</sup>	***19,94 <sup>a</sup> (6,19) <sup>a</sup>	*-10,29 (-0,75)
RIATB <sub>2</sub>	0,33 (0,19)	0,96 (0,29)	-0,12 (-0,08)	1,08 (-0,21)
RIATB <sub>3</sub>	-0,49 (0,17)	-0,59 (-0,28)	-0,42 (0,25)	-0,17 (-0,03)
RIATB <sub>4</sub>	-0,03 (-0,50)	0,70 (0,10)	-0,53 (-1,17)	1,23 (1,07)
RIATB <sub>5</sub>	-0,42 (-0,41)	0,01 (-0,25)	-0,72 (-0,48)	0,73 (0,23)
<b>PANEL E: DINERO DEJADO SOBRE LA MESA</b>				
Dinero dejado sobre la mesa	***51.359.019 <sup>b</sup> (6.896.147) <sup>a</sup>	***31.247.216 <sup>c</sup> (6.813.260) <sup>a</sup>	**65.376.337 (6.979.034) <sup>a</sup>	-34.129.121 (-165.774)
N	56	23	33	

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

Cuando descomponemos la muestra en EF y ENF, tanto con el criterio débil (tablas 3.6 y 3.8) como con el fuerte (tablas 3.7 y 3.9) y empleando los diferentes contrastes y el método *bootstrap*, también obtenemos rendimientos brutos y ajustados positivos y significativos, en media y en mediana, tanto en el primer día de negociación como considerando periodos más amplios tras la oferta inicial. En concreto, para el caso de las empresas familiares definidas según el criterio débil, en media oscilan entre el 10% y el 15% para periodos de diferente amplitud, en tanto que si son definidas según el criterio estricto, varían entre el 7% y el 11%. Cuando medimos la infravaloración a través del “dinero dejado sobre la mesa”, también obtenemos que es significativa, salvo en media para el grupo de ENF.

**Tabla 3.8. Infravaloración media para distintos intervalos temporales. Criterio débil.** Infravaloración media para distintos intervalos temporales de las ofertas iniciales en el mercado español en función de la naturaleza familiar o no de las empresas según el criterio débil. Se presenta el rendimiento medio acumulado y compuesto, en términos brutos en el *panel A1* y *A2*, ajustado por el mercado en el *panel B1* y *B2*, ajustado por tamaño en el *panel C1* y *C2* y ajustado por tamaño y *book-to-market* en el *panel D1* y *D2*, para cada una de las muestras en un periodo de 10, 20 y 30 días posteriores a la salida a bolsa empleando para ello el criterio débil de selección. Para el contraste de la hipótesis nula de rendimiento medio igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana del rendimiento igual a cero el contraste no paramétrico del rango de signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL A1: RENDIMIENTO ACUMULADO BRUTO</b>				
10 días	***14,46 <sup>a</sup>	***11,97 <sup>a</sup>	***17,54 <sup>c</sup>	-5,57
20 días	***17,30 <sup>a</sup>	***14,36 <sup>a</sup>	***20,95 <sup>c</sup>	-6,59
30 días	***18,95 <sup>a</sup>	***15,08 <sup>a</sup>	***23,74 <sup>b</sup>	-8,66
<b>PANEL A2: RENDIMIENTO COMPUESTO BRUTO</b>				
10 días	***13,87 <sup>a</sup>	***11,56 <sup>a</sup>	***16,73 <sup>b</sup>	-5,17
20 días	***19,02 <sup>a</sup>	***14,73 <sup>a</sup>	***24,34 <sup>c</sup>	-9,61
30 días	***22,15 <sup>a</sup>	***15,67 <sup>a</sup>	***30,17 <sup>c</sup>	-14,5
<b>PANEL B1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR MERCADO (RIAM)</b>				
10 días	***13,91 <sup>a</sup>	***11,30 <sup>a</sup>	***17,14 <sup>c</sup>	-5,84
20 días	***17,45 <sup>a</sup>	***13,60 <sup>a</sup>	***22,23 <sup>b</sup>	-8,63
30 días	***18,24 <sup>a</sup>	***13,27 <sup>a</sup>	***24,40 <sup>b</sup>	-11,13
<b>PANEL B2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR MERCADO (RIAM)</b>				
10 días	***13,45 <sup>a</sup>	***11,17 <sup>a</sup>	***16,29 <sup>c</sup>	-5,12
20 días	***19,27 <sup>a</sup>	***14,26 <sup>a</sup>	***25,49 <sup>b</sup>	-11,23
30 días	***21,48 <sup>a</sup>	***14,04 <sup>a</sup>	***30,70 <sup>c</sup>	-16,66
<b>PANEL C1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR TAMAÑO (RIAT)</b>				
10 días	***14,24 <sup>a</sup>	***10,79 <sup>a</sup>	***18,53 <sup>b</sup>	-7,74
20 días	***17,80 <sup>a</sup>	***13,54 <sup>a</sup>	***23,09 <sup>b</sup>	-9,55
30 días	***17,03 <sup>a</sup>	***10,40 <sup>a</sup>	***25,26 <sup>b</sup>	*-14,86
<b>PANEL C2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR TAMAÑO (RIAT)</b>				
10 días	***13,70 <sup>a</sup>	***10,36 <sup>a</sup>	***17,83 <sup>b</sup>	-7,47
20 días	***19,55 <sup>a</sup>	***13,97 <sup>a</sup>	***26,46 <sup>b</sup>	-12,49
30 días	***20,30 <sup>b</sup>	***10,88 <sup>b</sup>	***31,98 <sup>c</sup>	*-21,1
<b>PANEL D1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET (RIATB)</b>				
10 días	***13,08 <sup>a</sup>	***11,09 <sup>a</sup>	***15,54 <sup>c</sup>	-4,45
20 días	***17,98 <sup>a</sup>	***14,31 <sup>a</sup>	***22,53 <sup>b</sup>	-8,22
30 días	***18,49 <sup>a</sup>	***13,22 <sup>a</sup>	***25,04 <sup>b</sup>	-11,82
<b>PANEL D2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET (RIATB)</b>				
10 días	***12,58 <sup>a</sup>	***10,76 <sup>a</sup>	***14,84 <sup>c</sup>	-4,08
20 días	***19,81 <sup>a</sup>	***14,80 <sup>a</sup>	***26,03 <sup>b</sup>	-11,23
30 días	***21,84 <sup>a</sup>	***13,91 <sup>a</sup>	***31,68 <sup>c</sup>	-17,77
N	56	31	25	

a, b, c denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

**Tabla 3.9. Infravaloración media para distintos intervalos temporales. Criterio fuerte.** Infravaloración media para distintos intervalos temporales de las ofertas iniciales en el mercado español en función de la naturaleza familiar o no de las empresas según el criterio fuerte. Se presenta el rendimiento medio acumulado y compuesto, en términos brutos en el *panel A1* y *A2*, ajustado por el mercado en el *panel B1* y *B2*, ajustado por tamaño en el *panel C1* y *C2* y ajustado por tamaño y *book-to-market* en el *panel D1* y *D2*, para cada una de las muestras en un periodo de 10, 20 y 30 días posteriores a la salida a bolsa empleando para ello el criterio fuerte de selección. Para el contraste de la hipótesis nula de rendimiento medio igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana del rendimiento igual a cero el contraste no paramétrico del rango de signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

	MUESTRA COMPLETA	EF	ENF	DIFERENCIA (EF-ENF)
<b>PANEL A1: RENDIMIENTO ACUMULADO BRUTO</b>				
10 días	***14,46 <sup>a</sup>	**7,68 <sup>b</sup>	***19,18 <sup>a</sup>	*-11,50
20 días	***17,30 <sup>a</sup>	**8,71 <sup>b</sup>	***23,29 <sup>a</sup>	** -14,58
30 días	***18,95 <sup>a</sup>	**9,77 <sup>b</sup>	***25,34 <sup>a</sup>	** -15,57
<b>PANEL A2: RENDIMIENTO COMPUESTO BRUTO</b>				
10 días	***13,87 <sup>a</sup>	***7,74 <sup>b</sup>	***18,14 <sup>a</sup>	*-10,4
20 días	***19,02 <sup>a</sup>	***9,06 <sup>b</sup>	***25,97 <sup>b</sup>	** -16,91
30 días	***22,15 <sup>a</sup>	**10,65 <sup>b</sup>	***30,16 <sup>b</sup>	*-19,51
<b>PANEL B1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR MERCADO (RIAM)</b>				
10 días	***13,91 <sup>a</sup>	***7,46 <sup>b</sup>	***18,40 <sup>b</sup>	*-10,94
20 días	***17,45 <sup>a</sup>	***8,99 <sup>b</sup>	***23,35 <sup>a</sup>	** -14,36
30 días	***18,24 <sup>a</sup>	**10,10 <sup>b</sup>	***23,91 <sup>a</sup>	*-13,81
<b>PANEL B2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR MERCADO (RIAM)</b>				
10 días	***13,45 <sup>a</sup>	***7,59 <sup>b</sup>	***17,54 <sup>a</sup>	-9,95
20 días	***19,27 <sup>a</sup>	***9,39 <sup>b</sup>	***26,16 <sup>a</sup>	** -16,77
30 días	***21,48 <sup>a</sup>	***10,96 <sup>b</sup>	***28,80 <sup>a</sup>	*-17,84
<b>PANEL C1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR TAMAÑO (RIAT)</b>				
10 días	***14,24 <sup>a</sup>	***7,26 <sup>b</sup>	***19,11 <sup>b</sup>	*-11,85
20 días	***17,80 <sup>a</sup>	**8,80 <sup>b</sup>	***24,07 <sup>a</sup>	** -15,27
30 días	***17,03 <sup>a</sup>	**7,01 <sup>c</sup>	***24,02 <sup>b</sup>	** -17,01
<b>PANEL C2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR TAMAÑO (RIAT)</b>				
10 días	***13,70 <sup>a</sup>	***7,33 <sup>b</sup>	***18,14 <sup>a</sup>	*-10,81
20 días	***19,55 <sup>a</sup>	**9,06 <sup>b</sup>	***26,86 <sup>a</sup>	** -17,8
30 días	***20,30 <sup>b</sup>	**7,89 <sup>c</sup>	***28,95 <sup>b</sup>	** -21,06
<b>PANEL D1: RENDIMIENTO ACUMULADO AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET (RIATB)</b>				
10 días	***13,08 <sup>a</sup>	***7,56 <sup>b</sup>	***16,92 <sup>b</sup>	-9,36
20 días	***17,98 <sup>a</sup>	**9,28 <sup>b</sup>	***24,04 <sup>a</sup>	** -14,76
30 días	***18,49 <sup>a</sup>	***10,17 <sup>b</sup>	***24,30 <sup>a</sup>	*-14,13
<b>PANEL D2: RENDIMIENTO COMPUESTO AJUSTADO POR TAMAÑO Y BOOK-TO-MARKET (RIATB)</b>				
10 días	***12,58 <sup>a</sup>	***7,68 <sup>b</sup>	***16,00 <sup>b</sup>	-8,32
20 días	***19,81 <sup>a</sup>	**9,59 <sup>b</sup>	***26,93 <sup>a</sup>	** -17,34
30 días	***21,84 <sup>a</sup>	***11,07 <sup>b</sup>	***29,34 <sup>b</sup>	** -18,27
N	56	23	33	

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

En relación con la posible diferente infravaloración de las ofertas iniciales de las EF respecto de las ofertas iniciales de las ENF, solo cuando empleamos el criterio fuerte para descomponer la muestra y utilizamos la metodología *bootstrap*, los resultados ponen de manifiesto que las EF infravaloran (en media) sus emisiones significativamente menos que las ENF. Este resultado es consistente con la evidencia encontrada por Mroczkowski y Tanewski (2005) en las OPI llevadas a cabo en el *Australian Stock Exchange (ASX)* en el periodo 1988-1999, por Ding y Pukthuanthong-Le (2008) en las OPI que tuvieron lugar durante el periodo 1987-2004 en el mercado de Taiwan, por Hearn (2011) en las OPI realizadas en el periodo 2000-2009 en la región del norte de África y por Schmid y Jithendranathan (2012) en las OPI efectuadas en USA en el periodo 1996-2004. No obstante, es contraria a los resultados obtenidos por Yu y Zheng (2012) en las empresas que iniciaron la cotización en el *Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)* en el periodo 2002-2006.

### 3.3.2. Infravaloración a lo largo del tiempo

Por otra parte, la literatura sobre las OPI revela que se producen periodos o ciclos tanto en lo que se refiere al volumen de nuevas emisiones en el mercado como en lo que se refiere a la magnitud de la infravaloración de las OPI a lo largo del tiempo. Así, se distinguen periodos caracterizados por oleadas o elevada actividad de OPI en el mercado y otros en los que el número de nuevas emisiones es reducido. Asimismo, se observan ciclos en los que las OPI presentan infravaloraciones elevadas y otros en los que las OPI van acompañadas de descuentos menos sustanciales en los precios de las ofertas, de modo que Ibbotson y Jaffe (1975) definen tales periodos como *hot issue market* y *cold issue market*, respectivamente.<sup>132</sup>

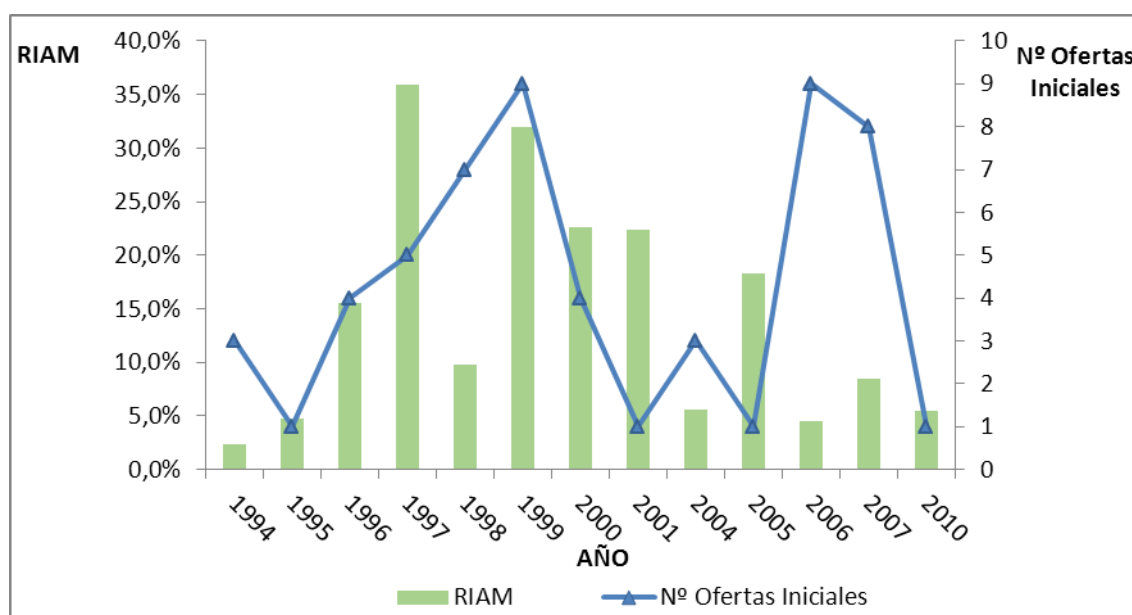
En este sentido, una vez hemos constatado la existencia de una infravaloración media significativa en las ofertas iniciales de empresas privadas no financieras realizadas en el mercado español en el periodo 1994-2012, con independencia de la naturaleza familiar o no de la propiedad, cabe preguntarnos si tanto dicha infravaloración como el nivel de actividad de tales ofertas iniciales han experimentado

---

<sup>132</sup> Sin embargo, en la literatura se observa una tendencia a denominar como *hot market* a periodos en los que tiene lugar un número elevado de OPI y se producen fuertes infravaloraciones de las mismas y como *cold market* a periodos en los que hay poca actividad de OPI y sufren poca infravaloración.

fluctuaciones a lo largo del horizonte estudiado. Con tal fin, en la figura 3.1 mostramos, a modo descriptivo, la evolución en la infravaloración media anual producida en las ofertas iniciales objeto de nuestro estudio en función del año en que se producen, así como el número de ofertas iniciales llevadas a cabo en cada uno de los años del periodo considerado.

**Figura 3.1. Infravaloración media y número de ofertas iniciales en el periodo 1994-2012. Muestra completa.** Infravaloración media medida por RIAM de las ofertas iniciales en el mercado español en función del año y número de ofertas iniciales a lo largo del periodo 1994-2012.



La figura 3.1 confirma la existencia de ciclos tanto en el volumen de ofertas iniciales como en los rendimientos iniciales medios ajustados por el mercado tras las mismas. En todos los años del periodo de estudio se observan rendimientos iniciales medios ajustados por el mercado positivos y, por tanto, un coste de oportunidad positivo en forma de recursos financieros dejados de obtener por parte de la empresa emisora. No obstante, tales rentabilidades medias iniciales positivas son desiguales a lo largo de los años, de modo que hay periodos *hot issue market*, como el año 1997 con un RIAM medio cercano al 36% o el año 1999 con un RIAM medio de casi el 32% y periodos *cold issue market*, como el año 1994 con un RIAM medio de algo más del 2% o los años 1995 y 2006 con un RIAM medio de alrededor del 4,5%. Asimismo, el nivel de actividad de las ofertas iniciales de empresas privadas no financieras en el mercado español ha variado a lo largo del periodo de estudio 1994-2012, en el que ha habido

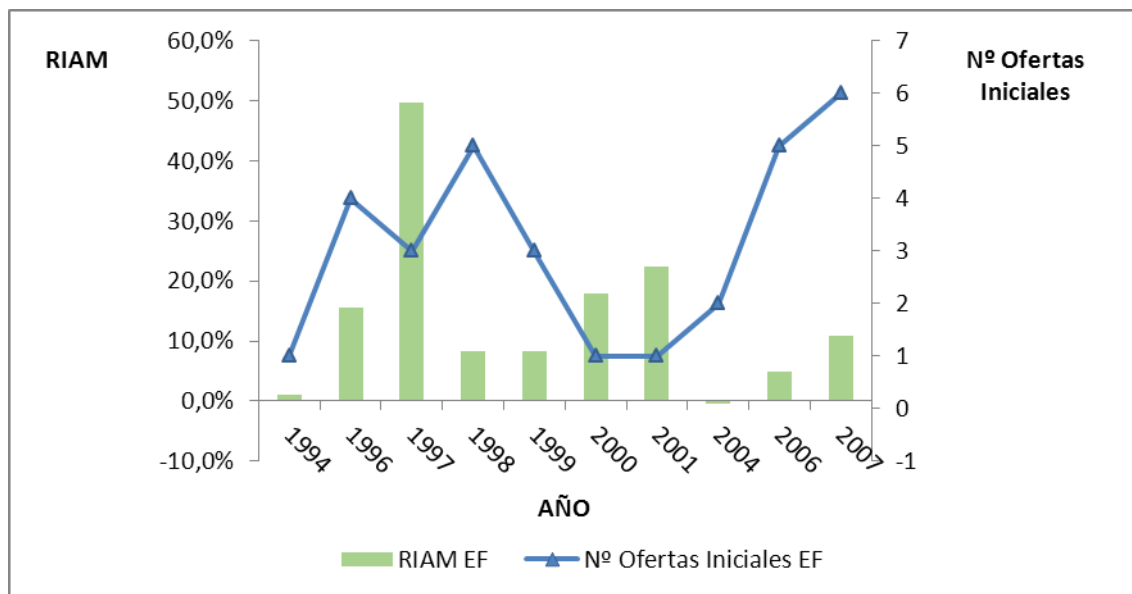
años de nula actividad (2002, 2003, 2008, 2009, 2011 y 2012) o muy escasa, con una única emisión (1995, 2001, 2005 y 2010) y otros con un mayor volumen, como los años 1998 y 1999 con 7 y 9 emisiones, respectivamente, que representan el 28,6% del total de salidas a bolsa en el horizonte considerado y los años 2006 y 2007 con 9 y 8 emisiones, respectivamente, esto es, el 30,4% del total de ofertas iniciales.

Cuando descomponemos la muestra en función de la naturaleza familiar o no de la empresa según el criterio débil, también observamos ciclos tanto en cuanto al volumen de ofertas iniciales como en cuanto a los niveles de infravaloración de las mismas. En este sentido, la figura 3.2 muestra diferentes periodos de actividad de las ofertas iniciales de empresas familiares definidas según el criterio débil y de los rendimientos iniciales medios tras las mismas a lo largo del horizonte objeto de estudio. Como sucede con la muestra completa, se producen rendimientos iniciales medios ajustados por el rendimiento del mercado positivos en las ofertas iniciales de las empresas familiares en todos los años a excepción del año 2004 en el que se produce un RIAM medio negativo del 0,4%. No obstante, también se observan *hot issue markets* como el año 1997 en el que el RIAM medio fue de casi el 50% y *cold issue markets* como el año 1994 con un RIAM medio de poco más del 1%. La mayor actividad de ofertas iniciales de empresas familiares se produce en los años 1998, con 5 emisiones, y en los años 2006 y 2007 con 5 y 6 emisiones, respectivamente. Sin embargo, en los años 1995, 2002, 2003, 2005, 2008, 2009 y 2010 no se llevó a cabo ninguna salida a bolsa de empresa familiar y en los años 1994, 2000 y 2001 solo una empresa familiar inició su cotización en bolsa.

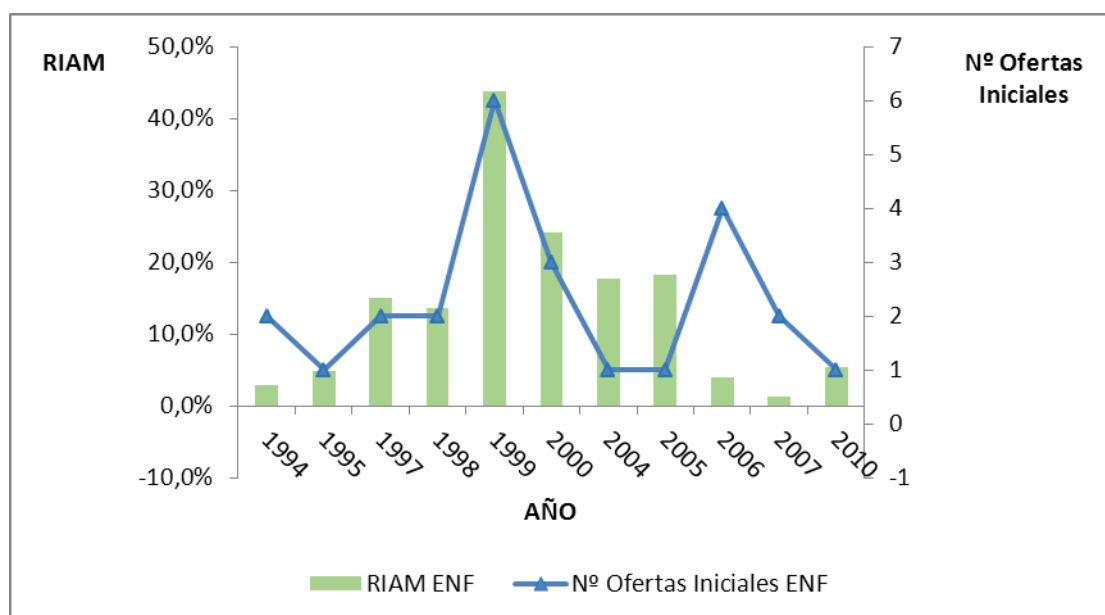
La figura 3.3 refleja la evolución en el volumen de ofertas iniciales de empresas no familiares definidas como tales según el criterio débil y en la magnitud de los rendimientos medios iniciales de las mismas a lo largo del periodo estudiado. Las salidas a bolsa de las empresas no familiares muestran rendimientos iniciales medios ajustados por el rendimiento del mercado positivos en todos los años. A diferencia de lo que sucede con las salidas a bolsa de las empresas familiares el periodo *hot issue market* es el año 1999 en el que el RIAM medio es casi del 44%. Sin embargo, al igual que en las empresas familiares el año 1994 representa un periodo *cold issue market*, con un RIAM medio algo inferior al 3%. El mayor volumen de ofertas iniciales de empresas no familiares se da en el año 1999 con 6 emisiones mientras que en los años 1996, 2001,

2002, 2003, 2008 y 2009 no hubo ninguna oferta inicial de empresa no familiar y en los años 1995, 2004, 2005 y 2010 tan solo una.

**Figura 3.2. Infravaloración media y número de ofertas iniciales de empresas familiares en el periodo 1994-2012. Criterio débil.** Infravaloración media medida por RIAM de las ofertas iniciales de empresas familiares (criterio débil) en el mercado español en función del año y número de ofertas iniciales de empresas familiares a lo largo del periodo 1994-2012.



**Figura 3.3. Infravaloración media y número de ofertas iniciales de empresas no familiares en el periodo 1994-2012. Criterio débil.** Infravaloración media medida por RIAM de las ofertas iniciales de empresas no familiares (criterio débil) en el mercado español en función del año y número de ofertas iniciales de empresas no familiares a lo largo del periodo 1994-2012.



En la literatura sobre las OPI se ofrecen diferentes argumentos como posible explicación a la existencia de oleadas o fluctuaciones en el nivel de actividad de OPI en los mercados. Lowry (2003) encuentra que la demanda de capital por parte de las empresas y el sentimiento del inversor influyen positivamente de forma significativa, tanto a nivel económico como estadístico, en el volumen de OPI. Hay autores que apuntan que las innovaciones tecnológicas en la medida en que suponen mayores requerimientos de recursos financieros provocan concentraciones de OPI [Stoughton *et al.* (2001), Benveniste *et al.* (2002), Maksimovic y Pichler (2001)]. Otros investigadores tratan de explicar la dinámica de actividad de OPI en los mercados primarios en función de lo que sucede en los mercados secundarios de capitales, en cuanto a que ofrezcan condiciones favorables para que los emisores decidan que es el momento de ejercer su opción de salir a bolsa [Pastor y Veronesi (2005)] o que en ellos se produzcan anomalías o ineficiencias en la formación del precio que permitan una sobrevaloración de las empresas que deciden iniciar su cotización en ese momento [Rajan y Servaes (1997, 2003), Lucas y McDonald (1990), Lerner (1994), Pagano *et al.* (1998), Lowry (2003)].

En cuanto a la dinámica del rendimiento inicial en el mercado secundario tras una OPI, Ibbotson y Jaffe (1975) ya encontraron evidencia de que existe una dependencia o correlación serial significativa entre el premio o rendimiento inicial anormalmente elevado que da el mercado tras una nueva emisión en un mes dado y los premios o rendimientos iniciales anormalmente elevados que ha dado el mercado tras nuevas emisiones en meses pasados, de modo que concluyeron que tales rendimientos iniciales anormales pueden ser predecibles. Este resultado es especialmente relevante, ya que consideran que si el funcionamiento del mercado secundario es igual de eficiente tras un periodo *hot* como tras un periodo *cold* y, en consecuencia, tanto en uno como en otro en un determinado periodo tras la oferta se llegaría al mismo precio del valor, dado que en un mercado *hot* la suma de los premios que da el mercado es superior, entonces necesariamente se tiene que partir de un precio de la oferta más bajo. Por tanto, sería lógico pensar que los emisores estarán interesados en llevar a cabo sus ofertas en periodos *cold*, que podrían anticipar con base a datos pasados, ya que en ellos podrían fijar precios de oferta más elevados.



He (2007) ofrece una teoría que trata de explicar tanto las dinámicas en el volumen de OPI como en la infravaloración de las mismas. Señala que en un *hot market* la información que producen los bancos de inversión hace posible para los inversores aceptar empresas que por su baja calidad hubieran quedado excluidas de la posibilidad de salir a bolsa, contribuyendo de este modo a un elevado volumen de OPI. Simultáneamente dicha información generada por los bancos de inversión mejora la calidad *ex-post* de la empresa que sale a bolsa lo que favorece que se incremente el precio en el mercado secundario y, en consecuencia, que se produzcan elevados rendimientos iniciales tras las OPI. De este modo, contrario a lo que esperaban Ibbotson y Jaffe (1975), explica la sincronización entre una alta actividad de OPI y elevados rendimientos iniciales posteriores en el mercado secundario para las mismas.

Lowry y Schwert (2002), también en contra de lo esperado por Ibbotson y Jaffe (1975), obtienen evidencia que apoya una relación con retardo entre el volumen de actividad de OPI y la infravaloración de las mismas, de modo que hay una relación positiva entre los rendimientos medios iniciales que se producen en un periodo tras las OPI y el volumen subsiguiente de OPI. Asimismo, indican que ambos, altas infravaloraciones y subsiguiente volumen elevado de OPI, son conducidos por información positiva aprendida durante el periodo de registro de las OPI pero solo incorporada parcialmente en el precio de la oferta. No obstante, señalan que aunque muchas empresas salen a bolsa siguiendo periodos de altos rendimientos iniciales, esto no significa que ellas también serán infravaloradas de forma importante. Es decir, encuentran que el nivel de los rendimientos medios iniciales que se producen en el tiempo en que una empresa inicia el proceso de salir a bolsa no contiene información sobre la infravaloración que puede sufrir dicha empresa en su oferta pública inicial.

En términos descriptivos, nuestros datos no parecen mostrar ningún tipo de relación inversa o directa entre el número de ofertas iniciales llevadas a cabo en un año y los rendimientos medios iniciales ajustados por el mercado en ese mismo año, ni para la muestra completa (figura 3.1) ni para las submuestras de empresas familiares (figura 3.2) y de empresas no familiares (figura 3.3) según el criterio débil. Así, en la figura 3.1 para la muestra completa se observa que si bien en el año 1999, época de importante actividad con 9 salidas a bolsa, también se produjo una infravaloración media elevada de 32%, sin embargo, en el año 2006 que es un año caracterizado por un repunte de

actividad en la bolsa española, con también 9 ofertas iniciales, la infravaloración media se situó solo en el 4,5%. Del mismo modo, mientras que en el año 2001, la única oferta inicial que se produjo tuvo una infravaloración de 22,4%, en el año 1995, en el que también tuvo lugar solo una emisión, su infravaloración fue de 4,8%.

Con el fin de comprobar si estadísticamente se soporta esa no relación directa ni inversa entre la dinámica de actividad de ofertas iniciales en nuestro mercado y la evolución en los niveles de infravaloración a lo largo del tiempo que observamos a nivel descriptivo, hemos utilizado dos metodologías. Por un lado, hemos realizado una regresión lineal del número de ofertas iniciales llevadas a cabo en cada año en función, en primer lugar, del rendimiento inicial medio ajustado por el mercado en ese mismo año y, en segundo lugar, en función del rendimiento inicial medio ajustado por el mercado en el año anterior. Por otro lado, dado el escaso número de observaciones de que disponemos, hemos calculado la posible correlación no paramétrica de Spearman, en primer lugar, entre el número de ofertas iniciales y la infravaloración media ajustada por el mercado en cada año y, en segundo lugar, entre el número de ofertas iniciales en cada año y la infravaloración media ajustada por el mercado en el año anterior. Ambas metodologías las hemos aplicado tanto en la muestra completa como en las submuestras familiar y no familiar clasificadas según el criterio débil.

**Tabla 3.10. Regresiones por MCO del número de ofertas iniciales en función del rendimiento medio ajustado por el mercado.** Resultados de las regresiones por MCO del número de ofertas iniciales llevadas a cabo en cada año del periodo 1994-2012 sobre el rendimiento medio ajustado por el mercado de tales ofertas en el mismo año (RIAM) y sobre el rendimiento medio ajustado por el mercado de tales ofertas en el año anterior (RIAMA), para la muestra completa [(1) y (2)] y para las submuestras de empresas familiares [(3) y (4)] y empresas no familiares [(5) y (6)] según el criterio débil de clasificación. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*.

	MUESTRA COMPLETA		EMPRESA FAMILIAR		EMPRESA NO FAMILIAR	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	3,683** (2,461)	2,902* (1,846)	3,259*** (3,863)	1,076 (1,064)	1,218* (1,960)	0,990 (1,565)
RIAM	4,323 (0,562)		-1,150 (-0,427)		7,677* (2,107)	
RIAMA		6,008 (0,835)		5,933 (1,609)		5,362* (2,147)
$R^2$	0,024	0,035	0,08	0,148	0,380	0,117
$R^2$ corregido	-0,064	-0,052	-0,115	0,04	0,312	0,019
F	0,274	0,401	0,065	1,39	5,538**	1,200
N	13	13	10	10	11	11

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 3.11. Correlación de Spearman entre el número de ofertas iniciales y el rendimiento medio ajustado por el mercado.** Correlación de Spearman entre el número de ofertas iniciales en cada año (NOI) y el rendimiento medio ajustado por el mercado de las ofertas iniciales en el mismo año (RIAM) y el rendimiento medio ajustado por el mercado de las ofertas iniciales en el año anterior (RIAMA), para la muestra completa y para las submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares según el criterio débil.

	<b>MUESTRA COMPLETA</b>	<b>EMPRESA FAMILIAR</b>	<b>EMPRESA NO FAMILIAR</b>
	<i>NOI</i>	<i>NOI</i>	<i>NOI</i>
<i>RIAM</i>			
Spearman	0,176	-0,117	0,133
N	13	10	11
<i>RIAMA</i>			
Spearman	0,136	0,207	0,364
N	13	10	11

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En las tablas 3.10 y 3.11 se muestran los resultados de ambos métodos. Los resultados obtenidos tanto por medio de la técnica paramétrica (tabla 3.10) como a través de la no paramétrica (tabla 3.11) ponen de manifiesto que en nuestro mercado, en el horizonte 1994-2012, no parece existir ninguna correlación significativa entre el volumen de actividad de ofertas iniciales y los niveles de infravaloración, ni en el mismo tiempo ni considerando un retardo. Tales resultados se mantienen tanto para la muestra completa como para la submuestra de empresas familiares según el criterio débil. Para la submuestra de empresas no familiares según el criterio débil, los resultados de la regresión lineal nos indican una relación positiva y significativa al 10% tanto entre el número de salidas a bolsa en un año y la infravaloración media que experimentan en ese año como con la infravaloración media de las ofertas iniciales en el año anterior. No obstante, debido al reducido tamaño de la muestra estos resultados no nos permiten hacer inferencias concluyentes.

### 3.4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Presentamos a continuación los resultados que obtenemos del análisis multivariante para cada uno de los bloques de argumentos teóricos que contrastamos.

### 3.4.1. Asimetrías informativas entre inversores

Como hemos indicado en el apartado 3.2.2 de metodología, antes de llevar a cabo las regresiones en sección cruzada analizamos la correlación simple entre las variables explicativas como un primer filtro para evitar posibles problemas de multicolinealidad. La tabla 3.12 muestra los resultados de las correlaciones de Spearman entre las variables independientes utilizadas para contrastar las teorías basadas en las asimetrías informativas entre los inversores. Como puede observarse, hay una asociación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa y el tamaño de la oferta de modo que las empresas grandes realizan emisiones de mayor dimensión. Asimismo, hay una relación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa y el tamaño de la oferta con la reputación del agente especialista elegido para coordinar la oferta, tal que cuanto más grande es la empresa y cuanto mayor es la emisión mayor es la reputación del agente especialista contratado. Por último, encontramos también una asociación positiva y significativa entre la reputación del agente especialista escogido para la coordinación de la oferta y la del auditor de la empresa emisora.

**Tabla 3.12. Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre inversores.** Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

		<i>EDAD</i>	<i>TAM</i>	<i>TAMO</i>	<i>VOL</i>	<i>RAE</i>	<i>RAUD</i>
<i>EDAD</i>	Sp.						
	<i>t</i>	1					
<i>TAM</i>	Sp.	-0,083					
	<i>t</i>	-0,614	1				
<i>TAMO</i>	Sp.	-0,145	0,752***				
	<i>t</i>	-1,083	8,383	1			
<i>VOL</i>	Sp.	-0,202	-0,150	0,125			
	<i>t</i>	-1,520	-1,117	0,926	1		
<i>RAE</i>	Sp.	0,040	0,350***	0,512***	0,003		
	<i>t</i>	0,295	2,698	4,304	0,025	1	
<i>RAU</i>	Sp.	0,169	0,185	0,213	0,030	0,333**	
	<i>t</i>	1,265	1,387	1,609	0,225	2,554	1
	N	56	56	56	56	56	

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En las tablas 3.13 y 3.14 recogemos los resultados de las regresiones en sección cruzada que efectuamos con el fin de contrastar las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas entre los inversores, para el criterio débil y el criterio fuerte de clasificación de las empresas, respectivamente. En concreto analizamos el poder explicativo del enfoque conocido como *maldición del ganador* de Rock (1996) según el cual es necesaria la infravaloración de las ofertas de valores como consecuencia de la existencia de dos tipos de inversores, informados y no informados. En este contexto, los inversores informados acuden a las ofertas más infravaloradas dejando el resto para los inversores no informados. No obstante, en la medida en que el mercado también necesita de la demanda de estos últimos, para evitar que la obtención de rendimientos negativos les disuada de acudir a futuras ofertas también les ofrece emisiones infravaloradas, aunque en menor medida. La validez de este modelo lo contrastamos a partir de la implicación formalizada por Beatty y Ritter (1986) de que cuanto mayor sea el nivel de incertidumbre *ex-ante* existente sobre el valor de la empresa emisora mayor será la infravaloración necesaria para compensar a los inversores no informados. Asimismo, de este enfoque se deduce que cuanto menores sean las diferencias informativas entre los inversores menor será la infravaloración que es necesaria aplicar en la oferta. Otra implicación importante es la utilización de un agente externo de prestigio para señalar el valor de la emisión y reducir la asimetría informativa entre los inversores y, por tanto, la necesidad de infravalorar la oferta. Por otra parte, estudiamos las posibles diferencias con respecto a estas implicaciones en función del carácter familiar o no de la empresa emisora. Por tanto, a través de la expresión [3.5] del apartado 3.2.2, tal y como establecimos en el epígrafe 2.3.1.1 del capítulo anterior, contrastamos las siguientes hipótesis:

H1a: La infravaloración de una oferta inicial es mayor cuanto mayor es el grado de incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora.

*H1b: La incertidumbre ex-ante sobre el valor de la empresa emisora de carácter familiar es inferior y, en consecuencia, su oferta inicial requiere menos infravaloración que la de la empresa no familiar.*

H1c: La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto más homogéneo es el grupo de inversores al que va dirigida.

*H1d: El efecto negativo de la homogeneidad del grupo inversor sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en las empresas familiares que en las no familiares.*

*H1e: La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto mayor es la reputación del agente especialista y del auditor elegido.*

*H1f: El efecto de elección de un agente especialista y de un auditor de buena reputación sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.*

**Tabla 3.13. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre los inversores. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre los inversores y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,656** (2,370)	0,642** (2,405)	0,506 (1,478)	-0,079 (-1,081)	-0,051 (-0,604)	0,692** (2,522)	0,771** (2,366)
EDAD	0,008 (0,511)	0,011 (0,698)	0,010 (0,575)	0,014 (0,905)	0,013 (0,838)	0,001 (0,067)	0,001 (0,059)
TAM	-0,037*** (-2,878)	-0,037*** (-2,886)				-0,041*** (-2,910)	-0,042*** (-2,885)
TAMO			-0,032* (-1,841)				
VOL	9,289** (2,646)	9,385** (2,642)	10,194*** (2,692)	9,948** (2,624)	10,015** (2,647)	8,862*** (2,760)	8,741** (2,654)
PRI	-0,133** (-2,263)	-0,106 (-1,574)	-0,129** (-2,126)	-0,116* (-1,924)	-0,115* (-1,884)	-0,124** (-2,285)	-0,125** (-2,280)
RAE				-0,008 (-1,493)	-0,012 (-1,467)		
RAU						0,009 (1,209)	0,002 (0,268)
FAMD	0,014 (0,340)	0,027 (0,501)	0,022 (0,483)	0,032 (0,669)	-0,007 (-0,086)	0,012 (0,301)	-0,081 (-0,882)
PRIFAMD		-0,044 (-0,559)					
RAEFAMD					0,006 (0,647)		
RAUFAMD							0,013 (0,890)
R <sup>2</sup>	0,371	0,374	0,316	0,294	0,298	0,393	0,405
R <sup>2</sup> corregido	0,304	0,292	0,243	0,219	0,206	0,314	0,313
F	5,556***	4,587***	4,345***	3,919***	3,256***	4,970***	4,387***
FAV	1,07-1,16	1,07-1,16	1,08-1,18	1,04-1,13	1,04-1,13	1,11-1,19	1,11-1,19
N	53	53	53	53	53	53	53

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Como hemos explicado en el apartado 3.2.2, al igual que en la literatura previa, hemos aproximado la incertidumbre *ex-ante acerca* del valor de la empresa emisora a través de diferentes variables: la edad de la empresa (*EDAD*); el tamaño de la empresa (*TAM*); el tamaño de la oferta (*TAMO*); y la volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa (*VOL*). Los resultados de las tablas 3.13 y 3.14 revelan que no hay una relación significativa entre la edad de la empresa emisora y la infravaloración de su oferta inicial. No obstante, observamos una relación negativa y significativa entre el tamaño de la empresa emisora y el rendimiento inicial ajustado por el mercado, de modo que cuanto más grande es la empresa emisora mayor conocimiento existe sobre ella y, por tanto, menor es la necesidad de infravalorar la oferta [Barry y Brown (1984), Ritter (1984), McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)]. Asimismo, encontramos una relación negativa y significativa entre el tamaño de la oferta y la infravaloración de la misma, de modo que las grandes ofertas son menos especulativas y entrañan menos incertidumbre y, en consecuencia, son menos infravaloradas [Beatty y Ritter (1986), Kim *et al.* (1993)]. Cuando medimos la incertidumbre a través de la volatilidad del rendimiento de la acción en el mercado secundario en el primer mes de negociación tras la salida a bolsa, obtenemos una relación positiva y significativa con la infravaloración de la oferta inicial [Beatty y Ritter (1986), Ritter (1987), Cassia *et al.* (2004), Goergen *et al.* (2009)].

Con respecto a la influencia de la homogeneidad del grupo inversor sobre la infravaloración de la oferta inicial, observamos una relación negativa y significativa entre la *dummy PRI* y el rendimiento inicial ajustado por el mercado, de modo que este es inferior en aquellas ofertas que van dirigidas exclusivamente a inversores institucionales, es decir, en aquellas emisiones en las que el grupo de inversores al que se ofrecen es homogéneo y además más informado. Este resultado es consistente con Michaely y Shaw (1994) y Wang *et al.* (1992).

Respecto a la adopción de medidas que reduzcan las asimetrías informativas entre los inversores y, por tanto, el problema de selección adversa que justifica la infravaloración, al igual que Álvarez y Fernández (2003), no encontramos ninguna relación significativa entre la elección de un agente especialista con buena reputación y la infravaloración, ni entre la utilización de los servicios de un auditor de prestigio y la infravaloración.

En relación con el posible efecto diferencial de las empresas familiares con respecto a las no familiares, con independencia del criterio de clasificación utilizado no encontramos ninguna influencia significativa ni de forma aislada ni cuando consideramos la interacción del carácter familiar con las variables de homogeneidad del grupo inversor, de reputación del agente especialista y del auditor.

**Tabla 3.14. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre los inversores. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre los inversores y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,691** (2,275)	0,685** (2,239)	0,560 (1,546)	-0,052 (-0,756)	0,000 (0,004)	0,730** (2,428)	0,736** (2,417)
EDAD	0,011 (0,694)	0,011 (0,725)	0,012 (0,777)	0,018 (1,264)	0,013 (0,848)	0,003 (0,180)	0,002 (0,150)
TAM	-0,038*** (-2,724)	-0,038*** (-2,711)				-0,042*** (-2,798)	-0,042*** (-2,792)
TAMO			-0,033* (-1,845)				
VOL	8,983*** (2,718)	9,195*** (2,687)	9,873*** (2,778)	9,591** (2,666)	9,647*** (2,767)	8,469*** (2,865)	8,459*** (2,771)
PRI	-0,131** (-2,279)	-0,122** (-2,037)	-0,126** (-2,148)	-0,111* (-1,910)	-0,113* (-1,965)	-0,120** (-2,312)	-0,121** (-2,321)
RAE				-0,008 (-1,551)	-0,016* (-1,796)		
RAU						0,010 (1,272)	0,010 (0,921)
FAMF	-0,026 (-0,756)	-0,018 (-0,440)	-0,026 (-0,722)	-0,022 (-0,629)	-0,114 (-1,570)	-0,033 (-0,898)	-0,045 (-0,425)
PRIFAMF		-0,024 (-0,325)					
RAEFAMF					0,015 (1,501)		
RAUFAMF							0,001 (0,103)
$R^2$	0,375	0,376	0,317	0,290	0,312	0,400	0,400
$R^2$ corregido	0,308	0,294	0,245	0,215	0,223	0,322	0,307
F	5,644***	4,620***	4,378***	3,852***	3,488***	5,119***	4,295***
FAV	1,03-1,15	1,03-1,15	1,04-1,07	1,03-1,14	1,03-1,14	1,05-1,18	1,05-1,18
N	53	53	53	53	53	53	53

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.



Asimismo, en cada modelo de las tablas 3.13 y 3.14 incluimos los resultados del cálculo del *Factor de Agrandamiento de la Varianza*, expresados por medio de un intervalo entre el mínimo y el máximo valor obtenido. Como puede observarse, a través de este método no detectamos problemas graves de multicolinealidad.

Así pues, en resumen, por lo que se refiere a las teorías sobre asimetrías informativas entre inversores, constatamos un efecto positivo y significativo de la incertidumbre *ex-ante* de la empresa emisora y un efecto negativo y significativo de la homogeneidad del grupo de inversores al que va dirigido la oferta sobre la infravaloración de la misma. No obstante, no encontramos relación significativa entre la reputación de los agentes externos, agente especialista y auditor, con la infravaloración de la oferta, ni tampoco ninguna diferencia significativa entre las empresas familiares y no familiares en la explicación que tienen las asimetrías informativas entre los inversores sobre los rendimientos iniciales de sus acciones cuando inician la cotización en bolsa. Por tanto, confirmamos la hipótesis H1a y la hipótesis H1c, pero no las hipótesis H1b, H1d, H1e y H1f.

### **3.4.2. Asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores**

La tabla 3.15 muestra las correlaciones de Spearman entre las variables independientes utilizadas para analizar la validez del enfoque que explica la infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora debida a la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores.

Como era de esperar existe una correlación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa emisora y su capitalización bursátil tras su salida a bolsa. Asimismo, se produce una asociación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa emisora y el porcentaje de propiedad retenido por los propietarios principales iniciales tras la salida a bolsa, de modo que cuanto más grande es la empresa emisora mayor es el deseo de los accionistas principales de seguir manteniéndose como tales en la empresa. Por último, se refleja una correlación positiva y significativa entre la capitalización bursátil de la empresa emisora y el porcentaje de propiedad retenido por los propietarios principales iniciales tras la salida a bolsa, lo que pone de manifiesto que

cuanto mayor es la calidad de la empresa emisora mayor es el incentivo de los accionistas principales a permanecer en la empresa.

**Tabla 3.15. Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre empresa emisora e inversores.** Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

		<i>ROA</i>	<i>CBUR</i>	<i>PIR</i>	<i>TAM</i>	<i>VOL</i>
<i>ROA</i>	Sp.					
	t	1				
	N					
<i>CBUR</i>	Sp.	0,203				
	t	1,377	1			
	N	56(46)				
<i>PIR</i>	Sp.	-0,011	0,525***			
	t	-0,080	4,102	1		
	N	56(53)	56(46)			
<i>TAM</i>	Sp.	-0,194	0,769***	0,412***		
	t	-1,456	7,991	3,231	1	
	N	56	56(46)	56(53)		
<i>VOL</i>	Sp.	0,118	0,162	0,107	-0,150	
	t	0,874	1,095	0,772	-1,117	1
	N	56	46	53	56	

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En las tablas 3.16 y 3.17 reflejamos los resultados de las regresiones en sección cruzada que llevamos a cabo con el fin de contrastar las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores, para el criterio débil y el criterio fuerte de clasificación de las empresas, respectivamente. En particular, estudiamos la validez de la justificación de la infravaloración como señal informativa de la buena calidad de la empresa emisora, utilizada debido a la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores y a la necesidad de aquella de “dejar buen sabor de boca en los inversores”<sup>133</sup> para asegurar la futura obtención de fondos. Para ello, analizamos si las empresas de mejor calidad recurren a infravalorar en mayor medida sus ofertas iniciales para informar al mercado de su buena condición y si dicha infravaloración es mayor cuando en los años siguientes a su salida a bolsa tales empresas vuelven al mercado a vender acciones [Welch (1989)]. Asimismo, dado que el porcentaje de propiedad retenido por los accionistas principales iniciales es considerado, al igual que la infravaloración, como una señal informativa de la bondad de la empresa

<sup>133</sup> Ibbotson (1975, p. 264).

emisora [Leland y Pyle (1977), Grinblatt y Hwang (1989)], contrastamos si existe una relación positiva entre la infravaloración de la oferta inicial y la fracción de acciones retenida por los propietarios-directivos iniciales para un nivel dado de incertidumbre sobre la empresa emisora. Además, estudiamos si el carácter familiar de la empresa emisora implica una mayor infravaloración de la oferta inicial para señalar la mejor calidad de la misma con respecto a la empresa no familiar y si influye en la posible relación entre la infravaloración de la oferta inicial y la retención de acciones por parte de los propietarios iniciales. Por tanto, a través de las expresiones [3.6] y [3.7] del apartado 3.2.2, tal y como establecimos en el epígrafe 2.3.1.2 del capítulo anterior, contrastamos las siguientes hipótesis:

H2a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la calidad de la empresa emisora.

*H2b: La empresa familiar infravalora la oferta inicial en mayor medida que la empresa no familiar para señalar su mejor calidad.*

H2c: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la realización de una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital.

H2d: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.

*H2e: La naturaleza familiar de la empresa emisora incide positivamente en el efecto que tiene sobre la infravaloración de la oferta inicial la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.*

Como hemos señalado en el 3.2.2, la calidad de la empresa emisora la aproximamos a través de su rentabilidad económica o rentabilidad del activo (*ROA*) antes de la salida a bolsa y por medio del logaritmo neperiano de su capitalización bursátil al cierre de la primera jornada de cotización en bolsa (*CBUR*). Los resultados de las tablas 3.16 y 3.17 muestran que no existe relación significativa entre la calidad de la empresa emisora aproximada por medio de ninguna de las dos variables anteriores y la infravaloración de la oferta inicial. Tampoco observamos relación significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y la realización de alguna oferta subsiguiente y/o ampliación de capital dentro de los tres años siguientes a la salida a bolsa. Estos

resultados son consistentes con los obtenidos por Ruud (1990), James (1992), Garfinkel (1993), Michaely y Shaw (1994) y Helwege y Liang (1996).

**Tabla 3.16. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores. Criterio débil.**

Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)
C	0,730*** (2,735)	0,539 (1,159)	-0,009 (-0,112)	-0,063 (-0,691)
ROA	-0,003 (-0,016)			
CBUR		-0,033 (-1,316)		
PIR			-0,166 (-1,061)	-0,019 (-0,129)
OS	-0,035 (-0,739)	-0,021 (-0,361)		
FAMD	0,010 (0,215)	0,027 (0,537)	0,037 (0,796)	0,275 (1,549)
PIRFAMD				-0,440 (-1,530)
TAM	-0,039*** (-2,877)			
VOL	9,202** (2,442)	12,530** (2,098)	10,240** (2,661)	8,957** (2,547)
PRI	-0,130* (-1,971)	-0,134* (-1,784)	-0,115* (-1,903)	-0,117* (-1,984)
$R^2$	0,373	0,287	0,297	0,337
$R^2$ corregido	0,291	0,196	0,236	0,263
F	4,573***	3,147**	4,867***	4,583***
FAV	1,15-1,27	1,24-1,28	1,03-1,11	1,03-1,11
N	53	53	51	51

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Con respecto al carácter de la propiedad retenida por los accionistas principales como señal informativa de la calidad de la empresa emisora al igual que la infravaloración de la oferta inicial, los resultados no evidencian que dicho porcentaje de propiedad retenido tenga ningún poder explicativo de la infravaloración, tal y como encontraron Michaely y Shaw (1994).

**Tabla 3.17. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)
C	0,762** (2,456)	0,631 (1,269)	0,029 (0,321)	0,032 (0,340)
ROA	0,035 (0,208)			
CBUR		-0,035 (-1,338)		
PIR			-0,168 (-1,002)	-0,180 (-0,960)
OS	-0,046 (-0,853)	-0,039 (-0,598)		
FAMF	-0,032 (-0,933)	-0,020 (-0,500)	-0,024 (-0,690)	-0,096 (-0,437)
PIRFAMF				0,127 (0,340)
TAM	-0,040** (-2,608)			
VOL	8,811** (2,505)	11,920** (2,043)	9,874** (2,663)	9,991** (2,608)
PRI	-0,124** (-2,011)	-0,127* (-1,717)	-0,109* (-1,852)	-0,109* (-1,825)
$R^2$	0,380	0,285	0,291	0,293
$R^2$ corregido	0,299	0,194	0,230	0,214
F	4,701***	3,122**	4,740***	3,734***
FAV	1,10-1,24	1,15-1,36	1,03-1,13	1,03-1,13
N	53	53	51	51

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En relación con el posible poder explicativo de la naturaleza familiar de la empresa emisora en la infravaloración utilizada como señal informativa de la buena calidad de la misma, no encontramos ningún resultado significativo. Tampoco encontramos ningún efecto significativo del carácter familiar en la relación entre la proporción de acciones retenida por los accionistas principales iniciales y la infravaloración de la oferta inicial.

En las tablas 3.16 y 3.17 mostramos también los resultados del cálculo del *Factor de Agrandamiento de la Varianza*, de modo que no advertimos problemas graves de multicolinealidad.

En resumen, nuestros datos no permiten verificar ninguna de las hipótesis contrastadas, de modo que no dan soporte a los modelos que sugieren que las empresas utilizan la infravaloración en las ofertas iniciales para transmitir información al mercado acerca de su buena calidad, con el fin de asegurarse el éxito en futuras colocaciones de acciones. Sin embargo, en estos análisis se sigue ratificando el poder explicativo que tiene la incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora en la infravaloración.

### **3.4.3. Asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista**

Al igual que en los epígrafes anteriores, la tabla 3.18 refleja las correlaciones de Spearman entre las variables independientes empleadas para contrastar la explicación de la infravaloración de la oferta inicial como resultado de la situación de riesgo moral en que puede incurrir el agente especialista contratado para el asesoramiento, distribución y/o aseguramiento de dicha oferta, debido a la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y dicho mediador.

Tal y como observamos en la tabla 3.18, hay una correlación positiva y significativa entre el porcentaje de propiedad que posee y/o representa el *CEO* de la empresa emisora y la fracción de acciones que vende el mismo en la oferta inicial en relación al total de acciones que constituyen la oferta de venta, de modo que cuanto mayor es su peso en la empresa mayor es su participación en la oferta. También se produce una asociación positiva y significativa entre el porcentaje de acciones que vende el *CEO* en la oferta inicial y el porcentaje de comisión que recibe el agente especialista, debido posiblemente al interés del *CEO* porque la colocación tenga éxito. Sin embargo, se da una correlación negativa y significativa de la fracción de acciones que vende el *CEO* con la volatilidad del rendimiento de las acciones en el mes posterior a la salida a bolsa y con el factor de dilución. Asimismo, hay una asociación negativa y significativa entre el factor de dilución y el ratio de participación en la oferta de los propietarios iniciales, así como de dicho factor de dilución con el tamaño de la empresa emisora. Por último, observamos una correlación negativa y significativa entre el porcentaje de comisión que recibe el agente especialista y el tamaño de la empresa emisora.

**Tabla 3.18. Correlación de Spearman entre las variables explicativas de asimetrías informativas entre empresa emisora y agente especialista.** Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

		<i>PCEO</i>	<i>PVCEO</i>	<i>PAO</i>	<i>DIL</i>	<i>PCAE</i>	<i>PAE</i>	<i>TAM</i>	<i>VOL</i>
<i>PCEO</i>	Sp.								
	t	1							
	N								
<i>PVCEO</i>	Sp.	0,450***							
	t	3,456	1						
	N	56(49)							
<i>PAO</i>	Sp.	-0,144	0,223						
	t	-0,998	1,587	1					
	N	56(49)	56(50)						
<i>DIL</i>	Sp.	0,024	-0,320**	-0,614***					
	t	0,170	-2,347	-5,673	1				
	N	56(49)	56(50)	56(55)					
<i>PCAE</i>	Sp.	-0,062	0,253*	0,318**	-0,090				
	t	-0,417	1,739	2,227	-0,605	1			
	N	56(46)	56(46)	56(46)	56(46)				
<i>PAE</i>	Sp.	-0,070	0,148	0,225	-0,055	0,026			
	t	-0,474	1,005	1,555	-0,374	0,173	1		
	N	56(47)	56(47)	56(47)	56(47)	56(46)			
<i>TAM</i>	Sp.	0,023	-0,022	-0,373***	0,103	-0,651***	0,185		
	t	0,158	-0,156	-2,932	0,756	-5,693	1,266	1	
	N	56(49)	56(50)	56(55)	56(55)	56(46)	56(47)		
<i>VOL</i>	Sp.	0,080	-0,275*	-0,002	0,123	0,118	-0,071	-0,150	
	t	0,552	-1,987	-0,017	0,909	0,788	-0,482	-1,117	1
	N	49	50	55	55	46	47	56	

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Las tablas 3.19 y 3.20 para el criterio débil y fuerte de clasificación entre empresas familiares y no familiares, respectivamente, contienen los resultados de las regresiones en sección cruzada realizadas para analizar la validez del enfoque que basa la infravaloración de una oferta inicial en la existencia de información asimétrica entre la empresa emisora y el agente especialista que interviene en la oferta sobre la potencial demanda de los títulos de aquella y, por tanto, la presencia de conflictos principal-agente. En concreto, contrastamos si la infravaloración puede justificarse como resultado de una situación de riesgo moral por parte del agente especialista motivado por la posibilidad de obtener mayores ganancias a partir de una infravaloración de la oferta superior a la necesaria. Para ello, estudiamos si tiene validez la implicación de que cuanto mayor sea el incentivo de los responsables de la empresa para supervisar la labor del intermediario, más adecuada será la negociación del precio de la oferta y, en consecuencia, menor será la infravaloración esperada [Ljungqvist y Wilhelm (2003)]. Asimismo, contrastamos si se constata una relación negativa entre la participación del

agente especialista en la empresa emisora y la infravaloración de la oferta y entre la vinculación de su remuneración con el precio de la oferta y la infravaloración de la misma [Ljungqvist (2003)]. Además, analizamos si el carácter familiar de la empresa emisora implica una menor infravaloración de la oferta inicial con respecto a la empresa no familiar, ya que en la medida en que en las empresas familiares el *CEO* y los accionistas principales son miembros de la familia con una elevada participación en la empresa, cabe esperar un mayor interés en la supervisión de la negociación del precio de la oferta con el agente especialista y, por tanto, una menor infravaloración de la oferta. Así, a través de la estimación de los modelos recogidos en las expresiones [3.8] y [3.9] del apartado 3.2.2, contrastamos las siguientes hipótesis que planteamos en el epígrafe 2.3.1.3 del capítulo anterior:

H3a: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y los incentivos de los responsables de la empresa emisora para supervisar al agente especialista.

*H3b: Los responsables de las empresas familiares tienen mayores incentivos en supervisar la negociación con el agente especialista y, por tanto, sus ofertas iniciales son menos infravaloradas que las de las empresas no familiares.*

H3c: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de propiedad del agente especialista en la empresa emisora.

H3d: Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de comisión del agente especialista.

Los incentivos de los responsables de la empresa emisora para conducir la negociación con el agente especialista en aras a evitar una infravaloración excesiva los hemos aproximado a través de cuatro variables: el porcentaje de propiedad que tiene o representa el *CEO* antes de la salida a bolsa (*PCEO*); el porcentaje de acciones que vende el *CEO* en la oferta inicial en relación al total de acciones que constituyen la oferta de venta (*PVCEO*); el ratio de participación en la oferta de los propietarios iniciales (*PAO*); y el factor de dilución (*DIL*).



**Tabla 3.19. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	0,532** (2,215)	0,554** (2,328)	0,669** (2,654)	0,647** (2,474)	0,481** (2,134)	1,116** (2,514)
PCEO	-0,043 (-0,591)	0,001 (0,018)	-0,050 (-0,633)	0,002 (0,027)		
PVCEO					-0,113** (-2,127)	
PAO	0,097 (0,568)	0,067 (0,395)			0,140 (0,845)	
DIL			-0,055 (-0,621)	-0,037 (-0,392)		
PCAE						-4,849 (-1,061)
PAE						-0,161 (-1,492)
FAMD	0,036 (0,632)	0,105 (0,901)	0,039 (0,673)	0,116 (0,959)	0,044 (0,959)	0,017 (0,362)
PCEOFAMD		-0,121 (-0,821)		-0,135 (-0,894)		
TAM	-0,032*** (-3,195)	-0,033*** (-3,252)	-0,036*** (-2,996)	-0,036*** (-2,941)	-0,028*** (-2,899)	-0,053** (-2,617)
VOL	10,112** (2,218)	9,719** (2,207)	9,977** (2,154)	9,584** (2,177)	8,982** (2,129)	10,998* (2,013)
PRI	-0,124** (-2,333)	-0,124** (-2,343)	-0,129** (-2,219)	-0,127** (-2,244)	-0,117** (-2,363)	-0,179** (-2,258)
$R^2$	0,364	0,373	0,359	0,370	0,403	0,390
$R^2$ corregido	0,271	0,263	0,265	0,260	0,318	0,294
F	3,916***	3,401***	3,833***	3,368***	4,736***	4,058***
FAV	1,11-1,34	1,11-1,34	1,05-1,34	1,05-1,34	1,13-1,33	1,14-1,96
N	48	48	48	48	49	45

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Los resultados de las tablas 3.19 y 3.20 muestran que, contrario a la evidencia que proporciona Ljungqvist y Withelm (2003), no encontramos ninguna relación significativa entre el porcentaje de propiedad que tiene el CEO y la infravaloración de la oferta inicial. No obstante, sí obtenemos resultados consistentes con los que obtienen esos autores cuando medimos el interés de los responsables de la empresa emisora en conseguir un precio adecuado para la oferta a través de la fracción de acciones que vende el CEO en la misma, ya que encontramos una relación negativa y significativa entre esta variable y la infravaloración de la oferta. De acuerdo con Aggarwal *et al.*

(2003) los administradores de la empresa infravalorarán la oferta inicial con el fin de maximizar su riqueza en el largo plazo, lo cual implica que solo los propietarios-directivos que venden sus acciones en la OPI tienen verdadero interés por que la infravaloración sea reducida.

**Tabla 3.20. Resultados de las regresiones por MCO: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	0,589** (2,340)	0,604** (2,507)	0,731** (2,401)	0,742** (2,459)	0,555** (2,425)	1,131** (2,391)
PCEO	-0,010 (-0,145)	-0,001 (-0,016)	-0,015 (-0,204)	-0,002 (-0,031)		
PVCEO					-0,103* (-1,907)	
PAO	0,098 (0,534)	0,094 (0,496)			0,146 (0,793)	
DIL			-0,046 (-0,471)	-0,043 (-0,421)		
PCAE						-4,464 (-0,992)
PAE						-0,179* (-1,716)
FAMF	-0,014 (-0,312)	0,016 (0,180)	-0,014 (-0,320)	0,026 (0,287)	0,013 (0,352)	-0,018 (-0,515)
PCEOFAMF		-0,044 (-0,333)		-0,059 (-0,443)		
TAM	-0,033*** (-3,003)	-0,034*** (-3,255)	-0,038** (-2,587)	-0,039*** (-2,681)	-0,031*** (-3,039)	-0,053** (-2,489)
VOL	9,404** (2,065)	9,461** (2,037)	9,239** (2,035)	9,327** (2,003)	8,778** (2,057)	10,370* (1,970)
PRI	-0,121** (-2,330)	-0,121** (-2,317)	-0,127** (-2,204)	-0,127** (-2,192)	-0,114** (-2,336)	-0,177** (-2,258)
R <sup>2</sup>	0,358	0,359	0,352	0,353	0,392	0,390
R <sup>2</sup> corregido	0,264	0,246	0,257	0,240	0,305	0,294
F	3,815***	3,201***	3,712***	3,124***	4,515***	4,062***
FAV	1,14-1,56	1,14-1,56	1,05-1,61	1,05-1,61	1,15-1,36	1,12-1,98
N	48	48	48	48	49	45

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Con respecto a la aproximación del incentivo de los propietarios-directivos iniciales en evitar la infravaloración a través de su participación en la oferta y de la magnitud de la dilución que sufren en el valor de las acciones que mantienen, tal como

proponen Habib y Ljungqvist (2001), nuestros datos no manifiestan ninguna relación significativa entre tales variables y la infravaloración de la oferta. Estos resultados son consistentes con los que obtienen Goergen *et al.* (2009).

Cuando estudiamos si se da una relación negativa entre la infravaloración de la oferta y la ausencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista, medida a través del porcentaje de propiedad que el propio agente especialista tiene sobre la empresa emisora (*PAE*) nuestros datos no apoyan dicha relación. Este resultado es contrario a la evidencia que proporcionan Ljungqvist y Withelm (2003) y Li y Masulis (2003).

Por otra parte, al analizar si la vinculación de la remuneración del intermediario al precio de la oferta, calculada por medio del porcentaje de comisión del agente especialista (*PCAE*) reduce el conflicto de agencia entre la empresa emisora y el agente especialista y, por tanto, la infravaloración de la oferta, tal como apoya Ljungqvist (2003), tampoco nuestra muestra de datos soporta esta hipótesis.

Los resultados de las tablas 3.19 y 3.20 no nos permiten afirmar que las peculiaridades de la empresa familiar con respecto a la no familiar se traduzcan en una diferente infravaloración en el marco de este enfoque basado en la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista.

En resumen, los análisis que llevamos a cabo nos permiten dar validez a la hipótesis H3a cuando aproximamos el interés de los responsables de la empresa por llevar a cabo una negociación adecuada con el agente especialista a través de la fracción de acciones vendida por el *CEO* en la oferta, pero no cuando dichos incentivos son aproximados a través de las otras tres variables utilizadas. No obstante, no podemos ratificar las hipótesis H3b, H3c y H3d. Cabe también señalar que las regresiones llevadas a cabo siguen apoyando el poder explicativo de la incertidumbre acerca del valor de la empresa emisora sobre la infravaloración de la oferta inicial.

### 3.4.4. Revelación de información

En la tabla 3.21 se reflejan las correlaciones de Spearman que se producen entre las variables independientes empleadas para contrastar la explicación de la infravaloración de la oferta inicial como compensación a los inversores informados (inversores institucionales) por la revelación de información acerca de la demanda deseada de valores de la empresa emisora. En ella únicamente se observa una correlación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa emisora y la revisión del precio final de la oferta, lo cual indica el deseo de los inversores informados de demandar más valores en las empresas más grandes.

**Tabla 3.21. Correlación de Spearman entre las variables explicativas utilizadas para contrastar la Teoría de Revelación de Información.** Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

		<i>RP</i>	<i>PMI</i>	<i>TAM</i>	<i>VOL</i>
<i>RP</i>	Sp.				
	t	1			
	N				
<i>PMI</i>	Sp.	-0,134			
	t	-0,943	1		
	N	56(50)			
<i>TAM</i>	Sp.	-0,315**	0,050		
	t	-2,302	0,364	1	
	N	56(50)	56(54)		
<i>VOL</i>	Sp.	0,103	-0,207	-0,150	
	t	0,718	-1,529	-1,117	1
	N	50	54	56	

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En la tabla 3.22 se muestran los resultados de las regresiones en sección cruzada realizadas con el fin de estudiar la validez de la Teoría de Revelación de Información basada en la existencia de asimetrías informativas entre los inversores y entre la empresa emisora y los inversores y la utilización del método *bookbuilding* o de construcción del libro de órdenes en el proceso de la oferta. A través de este procedimiento, el agente especialista obtiene información procedente de los inversores informados (inversores institucionales) acerca de sus intenciones de compra, de modo que cuanto más favorables sean estas, mayor es la posibilidad de fijar un precio de

oferta alto y, por tanto, cabe una revisión positiva del precio final respecto de la banda inicial de precios establecida. No obstante, es necesaria mantener una determinada infravaloración de la oferta como medio de compensación a tales inversores por la información proporcionada [Benveniste y Spindt (1989), Hanley (1993)], si bien dicha infravaloración no es tan necesaria cuando tales inversores son recompensados con una mayor asignación de acciones.

Además, estudiamos si el carácter familiar de la empresa emisora implica una mayor infravaloración motivada por una mayor revisión del precio de la oferta derivada de una mayor intención de demanda por parte de los inversores con relación a la empresa no familiar. No obstante, también estudiamos si dicha naturaleza familiar conduce a una menor asignación de títulos a los inversores institucionales respecto a los minoristas y, por tanto, una mayor necesidad de infravalorar la oferta para compensarles que en la empresa no familiar.

Así, a través de la estimación del modelo recogido en la expresión [3.10] del apartado 3.2.2, contrastamos las siguientes hipótesis planteadas en el epígrafe 2.3.1.4 del capítulo anterior:

H4a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la revisión positiva del precio de la oferta en el proceso de la misma.

*H4b: La revisión del precio es más positiva y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta, como forma de compensación por la revelación de información favorable, es mayor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.*

H4c: Cuanto mayor es la asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas, menor es la infravaloración.

*H4d: La asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar y, por tanto, en la primera es más necesaria la infravaloración de la oferta para compensarles.*

Nuestros resultados, al igual que los de Cassia *et al.* (2004) y los de Goergen *et al.* (2009), apoyan la primera evidencia empírica proporcionada por Hanley (1993) sobre la existencia de un ajuste parcial del precio, esto es, del planteamiento que

realizan Benveniste y Spindt (1989) de que cuando las ofertas iniciales reciben información de demanda favorable por parte de los inversores revisan positivamente el precio pero solo parcialmente porque utilizan la infravaloración para compensar esa revelación de información. Esto se pone de manifiesto en la relación positiva y significativa entre la variable que recoge la revisión final del precio de la oferta a partir de la banda inicial de precios establecida en la misma (*RP*) y la infravaloración de la oferta inicial.

**Tabla 3.22. Resultados de las regresiones por MCO: Teoría de Revelación de Información.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre variables relacionadas con la Teoría de Revelación de Información y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según los criterios débil, (1) y (2), y fuerte, (3) y (4), de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. *FAV* indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>C</i>	0,484* (1,759)	0,446 (1,448)	0,525* (1,789)	0,347 (1,115)
<i>RP</i>	0,374* (1,687)	0,774* (1,893)	0,385* (1,799)	0,952** (2,424)
<i>PMI</i>	0,018 (1,187)	0,029 (0,400)	0,013 (0,990)	0,069 (0,751)
<i>FAMD</i>	0,012 (0,279)	-0,022 (-0,465)		
<i>FAMF</i>			-0,021 (-0,654)	-0,011 (-0,219)
<i>RPFAMD</i>		-0,601 (-1,379)		
<i>RPFAMF</i>				-0,821* (-1,996)
<i>PMIFAMD</i>		0,126 (0,930)		
<i>PMIFAMF</i>				-7,93E-05 (-0,000)
<i>TAM</i>	-0,030** (-2,096)	-0,029* (-1,729)	-0,030** (-2,033)	-0,023 (-1,394)
<i>VOL</i>	10,798** (2,349)	11,231** (2,499)	10,254** (2,307)	10,487** (2,385)
<i>PRI</i>	-0,131** (-2,036)	-0,106* (-1,809)	-0,131** (-2,030)	-0,118* (-1,980)
<i>R<sup>2</sup></i>	0,429	0,471	0,431	0,486
<i>R<sup>2</sup> corregido</i>	0,347	0,363	0,349	0,380
<i>F</i>	5,260***	4,349***	5,305***	4,610***
<i>FAV</i>	1,06-1,34	1,06-1,34	1,06-1,33	1,06-1,33
<i>N</i>	49	48	49	48

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

No obstante, consistente con los resultados de Hanley y Wilhelm (1995), no encontramos ninguna relación significativa entre la fracción de acciones asignada a los inversores informados o institucionales con respecto a los inversores minoristas y la infravaloración de la oferta inicial.

Con respecto a las posibles diferencias de infravaloración entre las empresas familiares y las no familiares en el marco de este enfoque de revelación de información, tampoco observamos con carácter general ninguna incidencia significativa de la naturaleza familiar de la empresa emisora. Tan solo cuando consideramos el criterio fuerte para definir la empresa familiar, en contra de lo planteado en la hipótesis H4b, los resultados muestran que la relación positiva entre la revisión del precio al alza y la infravaloración de la oferta es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.

En resumen, nuestros datos nos permiten validar la hipótesis H4a sobre el fenómeno de ajuste parcial del precio de la oferta, pero no las hipótesis H4b, H4c y H4d. Asimismo, los modelos de regresión reflejados en la tabla 3.22 continúan dando soporte a la explicación de la infravaloración de la oferta inicial como resultado de la existencia de incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora.

### **3.4.5. Objetivos de propiedad y el control**

La tabla 3.23 recoge las correlaciones de Spearman entre las variables explicativas utilizadas para contrastar la decisión de infravalorar la oferta con el fin de alcanzar objetivos de propiedad y control. Como puede observarse, se produce una fuerte asociación negativa y significativa entre la proporción de acciones retenida por los propietarios iniciales y la dispersión de propiedad de la empresa tras su salida a bolsa, resultado del cálculo de esta última variable. Asimismo, hay una correlación negativa y significativa entre el tamaño de la empresa y su dispersión de propiedad tras el inicio de la cotización y una correlación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa y la retención de propiedad de los accionistas iniciales. Por último, se observa una asociación positiva y significativa entre el porcentaje de propiedad vendido por los accionistas iniciales en los tres años siguientes a la salida a bolsa y la volatilidad de los rendimientos de las acciones en el mes siguiente a dicha salida.

Las tablas 3.24 y 3.25 para el criterio débil y fuerte, respectivamente, contienen los resultados de las regresiones en sección cruzada realizadas con el fin de estudiar el poder explicativo de las teorías que basan la infravaloración de la oferta inicial como medio de conseguir determinados objetivos de propiedad y control. En particular, por un lado, analizamos si la infravaloración es utilizada por los propietarios-directivos iniciales con el fin de fomentar la dispersión de propiedad en la empresa y, de ese modo, evitar ser objeto de supervisión por otros accionistas y así proteger los beneficios privados del control de que disfrutaban [*Hipótesis de Supervisión Reducida* de Brennan y Franks (1997)]. Por otro lado, estudiamos si por el contrario la infravaloración de la oferta inicial es empleada con el fin opuesto, esto es, para promover la entrada de algún nuevo gran accionista que compre un paquete de acciones importante, el cual motive su interés por ejercer una supervisión eficiente sobre los propietarios-directivos, para de este modo reducir los costes de agencia en la empresa [Stoughton y Zechner (1998)]. Asimismo, analizamos si la infravaloración es explicada por el deseo de los propietarios-directivos iniciales de obtener el máximo rendimiento de la venta de sus participaciones en dos etapas [Zingales (1995), Booth y Chua (1996)].

**Tabla 3.23. Correlación de Spearman entre las variables explicativas utilizadas para testar las teorías basadas en objetivos de propiedad y control.** Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

		<i>DPTO</i>	<i>PIR50</i>	<i>PNA</i>	<i>PIR</i>	<i>VTO</i>	<i>TAM</i>	<i>VOL</i>
<i>DPTO</i>	Sp.	1						
	t							
	N							
<i>PIR50</i>	Sp.	-0,922***	1					
	t	-17,070						
	N	53						
<i>PNA</i>	Sp.	0,029	0,013	1				
	t	0,187	0,085					
	N	43	43					
<i>PIR</i>	Sp.	-0,935***	0,990***	0,002	1			
	t	-18,897	52,242	0,014				
	N	53	53	43				
<i>VTO</i>	Sp.	-0,113	0,113	0,040	0,121	1		
	t	-0,769	0,769	0,258	0,821			
	N	47	47	43	47			
<i>TAM</i>	Sp.	-0,388***	0,396***	-0,246	0,412***	-0,044	1	
	t	-3,014	3,080	-1,627	3,231	-0,297		
	N	53	53	43	53	47		
<i>VOL</i>	Sp.	-0,077	0,126	0,174	0,107	0,292**	-0,150	1
	t	-0,554	0,911	1,133	0,772	2,049	-1,117	
	N	53	53	43	53	47	56	

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.



Con respecto a la incidencia de la naturaleza familiar de la empresa emisora, estudiamos si la misma implica una mayor infravaloración de la oferta inicial con respecto a la empresa no familiar, debido a que los propietarios-directivos de las empresas familiares disfrutan de mayores beneficios privados del control, de modo que desean promover una estructura de propiedad más dispersa entre los nuevos accionistas con motivo de la salida a bolsa, para evitar la supervisión y preservar en mayor medida esos beneficios privados.

Además, el deseo de los propietarios miembros de la familia de mantener el control de la empresa y garantizar su continuidad en manos de la familia cabe que se traduzca en una mayor retención de propiedad de aquellos tras la salida a bolsa y, en este sentido, cabría esperar una mayor infravaloración de la oferta inicial, ya que aquellos no se verían afectados por el coste que supone la infravaloración al no vender sus participaciones en la oferta inicial.

Finalmente, analizamos si el deseo de la empresa familiar de preservar el control en manos de la familia se traduce en que se persiga en menor medida la entrada de un nuevo accionista con un gran paquete accionarial, de modo que la expectativa de supervisión eficiente por parte de los inversores potenciales sería menor y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta inicial requerida sería mayor que en la empresa no familiar.

Por tanto, a través de la estimación de los modelos recogidos en las expresiones [3.11], [3.12] y [3.13] del apartado 3.2.2, contrastamos las siguientes hipótesis formuladas en el epígrafe 2.3.2 del capítulo anterior:

H5a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el grado de dispersión de la propiedad de la empresa tras la misma.

H5b: Las empresas familiares cuando deciden la salida a bolsa desean proteger los beneficios privados del control en mayor medida que las empresas no familiares, de modo que recurren a un nivel de infravaloración mayor para generar una estructura de propiedad dispersa entre los nuevos inversores.

H6: En las empresas en las que los propietarios iniciales mantienen más del 50% del control de las mismas, la infravaloración es menor con respecto al resto de empresas.

H7a: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que mantienen los propietarios-directivos iniciales tras la misma.

*H7b: Los propietarios-directivos de las empresas familiares retienen más porcentaje de participación y, por tanto, infravaloran en mayor medida sus ofertas iniciales que las empresas no familiares.*

H7c: Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que venden los propietarios-directivos iniciales en los años siguientes a la misma.

H8a: Hay una relación inversa entre la infravaloración de la oferta inicial y el mayor tamaño de acciones asignado a un nuevo accionista principal.

*H8b: En la empresa familiar el porcentaje de participación de un nuevo accionista principal será menor y, por tanto, la infravaloración de la oferta inicial será mayor, que en la empresa no familiar.*

Como puede observarse en las tablas 3.24 y 3.25, nuestros resultados no soportan una relación significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y la dispersión de propiedad de la empresa tras su salida a bolsa, de modo que no se verifica la *Hipótesis de Supervisión Reducida* de Brennan y Franks (1997). Asimismo, no encontramos una relación significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y la fracción de acciones en manos de los propietarios principales en aquellas empresas en las que estos poseen más del 50% de la propiedad y, por tanto, no se apoya la evidencia empírica que obtienen Boulton *et al.* (2010) de que en esas empresas no es necesaria la infravaloración de la oferta inicial para conseguir el objetivo de dispersión de propiedad con el fin de evitar la supervisión tras la salida a bolsa.

Los resultados indican que tampoco el porcentaje de acciones que adquiere un nuevo accionista principal tiene poder explicativo de la infravaloración de la oferta

inicial. En consecuencia, no se soporta la tesis de Stoughton y Zechner (1998) acerca del empleo de la infravaloración como incentivo para la entrada de un nuevo propietario principal que adquiriera un paquete accionarial lo suficientemente importante para que le incentive a ejercer una supervisión efectiva sobre los directivos y que, por tanto, conduzca a reducir los costes de agencia.

**Tabla 3.24. Resultados de las regresiones por MCO: Objetivos de propiedad y control. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre las variables que recogen objetivos de propiedad y control y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,612** (2,539)	0,642** (2,638)	0,643** (2,690)	0,372 (1,447)	0,356 (1,388)	0,598** (2,088)	0,516* (1,858)
DPTO	0,047 (0,324)	-0,061 (-0,412)					
PIR50			-0,039 (-0,444)				
PNA				-0,013 (-0,039)	-0,458 (-1,612)		
PIR						-0,078 (-0,416)	0,080 (0,451)
VTO						-0,029 (-0,307)	-0,064 (-0,648)
FAMD	0,018 (0,444)	-0,145 (-1,182)	0,017 (0,423)	-0,013 (-0,383)	-0,011 (-0,326)	0,021 (0,415)	0,328 (1,589)
DPTOFAMD		0,346 (1,264)					
PNAFAMD					0,768 (1,572)		
PIRFAMD							-0,573 (-1,663)
TAM	-0,035*** (-3,129)	-0,033*** (-2,991)	-0,035*** (-3,006)	-0,019 (-1,645)	-0,018 (-1,550)	-0,033** (-2,361)	-0,031** (-2,320)
VOL	9,325** (2,568)	8,449** (2,513)	9,304** (2,591)	6,513 (1,391)	6,254 (1,269)	11,021** (2,121)	8,719* (1,767)
PRI	-0,135** (-2,266)	-0,132** (-2,300)	-0,135** (-2,284)	-0,094 (-1,614)	-0,087 (-1,391)	-0,138** (-2,245)	-0,124** (-2,174)
$R^2$	0,371	0,395	0,372	0,188	0,197	0,358	0,407
$R^2$ corregido	0,301	0,313	0,303	0,075	0,060	0,259	0,298
F	5,316***	4,798***	5,352***	1,667	1,438	3,631***	3,736***
FAV	1,07-1,25		1,07-1,25	1,10-1,23	1,10-1,23	1,17-1,41	1,17-1,41
N	51	51	51	42	42	46	46

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Con respecto al enfoque basado en la infravaloración como medio de conseguir mayores beneficios de la venta de las acciones en dos etapas [Zingales (1995), Booth y

Chua (1996)], las tablas 3.24 y 3.25 muestran que ni el porcentaje de propiedad que retienen los propietarios iniciales ni el porcentaje de acciones que venden en los tres años siguientes a la salida a bolsa ejercen ningún efecto significativo sobre la infravaloración de la oferta inicial.

**Tabla 3.25. Resultados de las regresiones por MCO: Objetivos de propiedad y control. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO del rendimiento inicial ajustado por el rendimiento del mercado sobre las variables que recogen objetivos de propiedad y control y sobre la naturaleza familiar de la empresa emisora según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,673** (2,681)	0,663** (2,675)	0,687*** (2,747)	0,360 (1,442)	0,347 (1,398)	0,662** (2,272)	0,662** (2,281)
DPTO	0,033 (0,221)	0,042 (0,249)					
PIR50			-0,035 (-0,392)				
PNA				-0,069 (-0,177)	-0,529 (-1,965)		
PIR						-0,065 (-0,337)	-0,066 (-0,307)
VTO						-0,042 (-0,492)	-0,041 (-0,467)
FAMF	-0,024 (-0,704)	0,007 (0,047)	-0,024 (-0,691)	-0,009 (-0,260)	-0,010 (-0,283)	-0,011 (-0,295)	-0,017 (-0,071)
DPTOFAMF		-0,071 (-0,205)					
PNAFAMF					0,795 (1,749)		
PIRFAMF							0,010 (0,024)
TAM	-0,036*** (-3,044)	-0,036*** (-3,057)	-0,036*** (-2,994)	-0,019 (-1,648)	-0,018 (1,559)	-0,035** (-2,444)	-0,035** (-2,468)
VOL	8,996** (2,599)	9,061** (2,542)	9,010** (2,626)	6,579 (1,393)	6,267 (1,257)	10,535** (2,035)	10,544* (1,991)
PRI	-0,132** (-2,259)	-0,132** (-2,187)	-0,132** (2,281)	-0,094 (-1,613)	-0,086 (-1,386)	-0,136** (-2,216)	-0,136** (-2,135)
R <sup>2</sup>	0,372	0,373	0,374	0,186	0,197	0,356	0,356
R <sup>2</sup> corregido	0,303	0,288	0,305	0,073	0,059	0,257	0,237
F	5,353***	4,371***	5,396***	1,654	1,434	3,600***	3,006**
FAV	1,06-1,19	1,06-1,19	1,03-1,20	1,15-1,25	1,15-1,25	1,13-1,33	1,13-1,33
N	51	51	51	42	42	46	46

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Finalmente, en el marco de las teorías que buscan una explicación a la infravaloración de las ofertas iniciales con base en objetivos de propiedad y control,

tampoco encontramos ninguna diferencia significativa entre las empresas emisoras de carácter familiar y el resto de empresas.

En resumen, nuestros datos no nos permiten verificar ninguna de las hipótesis contrastadas sobre argumentos de propiedad y control. Por tanto, consistente con los resultados obtenidos por Cornelli y Goldreich (2001), Arugaslan *et al.* (2004), Durukan (2006) y Hill (2006), nuestros resultados no soportan la relación entre la infravaloración de la oferta inicial y la estructura de propiedad tras la misma. No obstante, los modelos estimados en este apartado siguen dando apoyo a la evidencia empírica sobre la explicación de la infravaloración de la oferta inicial como resultado de la existencia de incertidumbre sobre el valor de la empresa emisora.

#### **3.4.6. RESUMEN DE RESULTADOS**

A modo de resumen y con la finalidad de ofrecer una visión global de los resultados que hemos obtenido en el análisis multivariante, en las tablas 3.26 y 3.27 se recogen las hipótesis que hemos contrastado a partir de las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y en objetivos de propiedad y control, respectivamente, y su validez o no de acuerdo con el análisis realizado, así como algunos trabajos previos que obtienen igual resultado.

**Tabla 3.26. Resultados del análisis multivariante: Asimetrías informativas.** Se recogen las hipótesis contrastadas y su validez o no de acuerdo con el análisis realizado, así como trabajos previos que obtienen igual resultado.

	HIPÓTESIS	VALIDEZ
<b>PANEL A: Asimetrías informativas entre inversores</b> Maldición del ganador [Rock (1989)]		
H1a	La infravaloración de una oferta inicial es mayor cuanto mayor es el grado de incertidumbre <i>ex-ante</i> sobre el valor de la empresa emisora. <sup>134</sup>	Se verifica cuando la incertidumbre es aproximada por el tamaño de la empresa emisora ( <i>TAM</i> ) [Barry y Brown (1984), Ritter (1984), McGuinness (1992), Álvarez y Fernández (2003)], el tamaño de la oferta ( <i>TAMO</i> ) [Beatty y Ritter (1986), Kim <i>et al.</i> (1993)] y/o la volatilidad del rendimiento ( <i>VOL</i> ) [Beatty y Ritter (1986), Ritter (1987), Cassia <i>et al.</i> (2004), Goergen <i>et al.</i> (2009)]
H1b	<i>La incertidumbre ex-ante sobre el valor de la empresa emisora de carácter familiar es inferior y, en consecuencia, su oferta inicial requiere menos infravaloración que la de la empresa no familiar.</i>	No se verifica
H1c	La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto más homogéneo es el grupo de inversores al que va dirigida.	Se verifica [Wang <i>et al.</i> (1992), Michaely y Shaw (1994)]
H1d	<i>El efecto negativo de la homogeneidad del grupo inversor sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en las empresas familiares que en las no familiares.</i>	No se verifica
H1e	La infravaloración de una oferta inicial es menor cuanto mayor es la reputación del agente especialista y del auditor elegido.	No se verifica [Álvarez y Fernández (2003)]
H1f	<i>El efecto de la elección de un agente especialista y de un auditor de buena reputación sobre la infravaloración de la oferta inicial es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.</i>	No se verifica
<b>PANEL B: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores</b> Infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora [Ibbotson (1975), Welch (1989), Allen y Faulhaber (1989), Grinblatt y Hwang (1989)]		
H2a	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la calidad de la empresa emisora.	No se verifica, a diferencia de los resultados que obtienen en el mercado español Álvarez y Fernández (2003)
H2b	<i>La empresa familiar infravalora la oferta inicial en mayor medida que la empresa no familiar para señalar su mejor calidad.</i>	No se verifica
H2c	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la realización de una oferta de venta subsiguiente y/o una ampliación de capital.	No se verifica [Ruud (1990), James (1992), Garfinkel (1993), Michaely y Shaw (1994) y Helwege y Liang (1996)]
H2d	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.	No se verifica [Michaely y Shaw (1994)]
H2e	<i>La naturaleza familiar de la empresa emisora incide positivamente en el efecto que tiene sobre la infravaloración de la oferta inicial la proporción de acciones que mantienen los propietarios-directivos iniciales.</i>	No se verifica

<sup>134</sup> También es respaldada por el enfoque de la infravaloración como señal informativa de la calidad de la empresa emisora [Ibbotson (1975)]

Tabla 3.26 continuación. Resultados del análisis multivariante: Asimetrías informativas.

HIPÓTESIS		VALIDEZ
<b>PANEL C: Asimetrías informativas entre la empresa emisora y el agente especialista</b>		
<i>Modelos principal-agente</i> [Baron y Holmström (1980), Baron (1982)] [Ljungqvist y Withelm (2003), Ljungqvist (2003)]		
H3a	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y los incentivos de los responsables de la empresa emisora para supervisar al agente especialista.	Se verifica cuando el incentivo de la empresa emisora para supervisar al agente especialista se aproxima a través de la fracción de acciones que vende el CEO en la oferta inicial ( <i>PVCEO</i> ) [Ljungqvist y Withelm (2003)]. No se verifica cuando dicho incentivo se aproxima a través del ratio de participación de los propietarios iniciales en la oferta ( <i>PAO</i> ) o el factor de dilución ( <i>DIL</i> ) [Goergen <i>et al.</i> (2009)]
H3b	<i>Los responsables de las empresas familiares tienen mayores incentivos en supervisar la negociación con el agente especialista y, por tanto, sus ofertas iniciales son menos infravaloradas que las de las empresas no familiares.</i>	No se verifica
H3c	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de propiedad del agente especialista en la empresa emisora.	No se verifica
H3d	Hay una relación inversa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de comisión del agente especialista.	No se verifica
<b>PANEL D: Asimetrías informativas y método bookbuilding</b>		
<i>Teoría de Revelación de Información</i> [Benveniste y Spindt (1989)] <i>Enfoque de Ajuste Parcial</i> [Hanley (1993)]		
H4a	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y la revisión positiva del precio de la oferta en el proceso de la misma.	Se verifica [Cassia <i>et al.</i> (2004), Goergen <i>et al.</i> (2009)]
H4b	<i>La revisión del precio es más positiva y, en consecuencia, la infravaloración de la oferta, como forma de compensación por la revelación de información favorable, es mayor en la empresa familiar que en la empresa no familiar.</i>	No se verifica
H4c	Cuanto mayor es la asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas, menor es la infravaloración.	No se verifica [Hanley y Wilhem (1995)]
H4d	<i>La asignación de valores a los inversores institucionales respecto de los minoristas es menor en la empresa familiar que en la empresa no familiar y, por tanto, en la primera es más necesaria la infravaloración de la oferta para compensarles.</i>	No se verifica

**Tabla 3.27. Resultados del análisis multivariante: Propiedad y control.** Se recogen las hipótesis contrastadas y su validez o no de acuerdo con el análisis realizado, así como trabajos previos que obtienen igual resultado.

	HIPÓTESIS	VALIDEZ
<b>PANEL E: Propiedad y control</b>		
<i>Hipótesis de Supervisión Reducida</i> [Brennan y Franks (1997)]		
<i>Venta de la empresa en etapas</i> [Zingales (1995)] (1993)]		
H5a	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el grado de dispersión de la propiedad de la empresa tras la misma.	No se verifica
H5b	<i>Las empresas familiares cuando deciden la salida a bolsa desean proteger los beneficios privados del control en mayor medida que las empresas no familiares, de modo que recurren a un nivel de infravaloración mayor para generar una estructura de propiedad dispersa entre los nuevos inversores.</i>	No se verifica
<b>PANEL F: Propiedad y control</b>		
Empresas con propiedad concentrada y atrincheramiento no apoyan la <i>Hipótesis de Supervisión Reducida</i> [Boulton et al. (2010)]		
H6	En las empresas en las que los propietarios iniciales mantienen más del 50% del control de las mismas, la infravaloración es menor con respecto al resto de empresas.	No se verifica
<b>PANEL G: Propiedad y control</b>		
<i>Venta de la empresa en etapas</i>		
[Zingales (1995), Both y Chua (1996)]		
H7a	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que mantienen los propietarios-directivos iniciales tras la misma.	No se verifica
H7b	<i>Los propietarios-directivos de las empresas familiares retienen más porcentaje de participación y, por tanto, infravaloran en mayor medida sus ofertas iniciales que las empresas no familiares.</i>	No se verifica
H7c	Hay una relación directa entre la infravaloración de una oferta inicial y el porcentaje de participación que venden los propietarios-directivos iniciales en los años siguientes a la misma.	No se verifica
<b>PANEL H: Propiedad y control</b>		
<i>Enfoque de agencia: infravaloración para promover supervisión</i>		
[Stoughton y Zechner (1998)]		
H8a	Hay una relación inversa entre la infravaloración de la oferta inicial y el mayor tamaño de acciones asignado a un nuevo accionista principal.	No se verifica
H8b	<i>En la empresa familiar el porcentaje de participación de un nuevo accionista principal será menor y, por tanto, la infravaloración de la oferta inicial será mayor, que en la empresa no familiar.</i>	No se verifica



### **3.5. CONCLUSIONES**

Un fenómeno ampliamente documentado en la literatura es la infravaloración que sufren las empresas que salen a bolsa mediante una oferta inicial de acciones. Dentro de este contexto, el objetivo de este capítulo ha sido, por un lado, aportar nueva evidencia sobre esta anomalía mediante su análisis en las ofertas iniciales llevadas a cabo por las empresas españolas con objeto de su salida a bolsa durante el periodo 1994-2012, poniendo especial atención en la posible existencia de diferencias significativas en dicha anomalía entre las empresas familiares y las empresas no familiares, de acuerdo con dos criterios de clasificación. Esto es, dada la relevancia y características diferenciadoras que la empresa familiar posee y la inexistencia de trabajos a este respecto en el mercado español, hemos estudiado, a través de un análisis univariante, si el fenómeno de la infravaloración también está asociado a las ofertas iniciales realizadas por las empresas de carácter familiar que iniciaron la cotización de sus acciones en nuestro mercado en dicho periodo y, de ser así, si este se diferencia del de las empresas no familiares.

Además, por otro lado, hemos analizado cuáles son los motivos que justifican la existencia de este fenómeno en nuestro mercado sobre la base de las diversas teorías explicativas que han desarrollado los investigadores previos, basadas en la existencia de asimetrías informativas entre los distintos participantes que intervienen en las ofertas iniciales de acciones así como aquellas que se fundamentan en los objetivos que persigue la empresa emisora en relación con su estructura de propiedad y con el control de la compañía. Para ello, a partir de la muestra de empresas españolas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 y teniendo en cuenta su descomposición en dos submuestras, familiar y no familiar, de acuerdo con dos criterios de clasificación, hemos realizado un análisis multivariante en sección cruzada.

En primer lugar, un análisis descriptivo de la muestra objeto de nuestro estudio nos ha llevado a destacar las siguientes características de las empresas familiares y no familiares que han realizado una oferta inicial en el mercado de capitales español en el periodo analizado. Se trata de empresas, tanto las de naturaleza familiar como las no familiares, caracterizadas por una edad media de alrededor de 20 años y un endeudamiento medio en torno al 60%. Respecto al volumen medio del activo, es muy superior en las empresas no familiares respecto de las familiares. Sin embargo, es

importante destacar que las empresas familiares presentan una mayor rentabilidad económica y financiera que las empresas no familiares, lo cual revela que la empresa familiar se enfrenta en mejores condiciones de eficiencia que la empresa no familiar ante la decisión de salir a bolsa. Este resultado puede venir explicado bien por un mayor esfuerzo de la empresa familiar para afrontar en una situación económica adecuada el hecho trascendental de la salida a bolsa, bien porque sobre la base del Enfoque de Recursos se caracteriza por una *familiness* que le aporta ventajas competitivas con respecto a la empresa no familiar y/o porque a partir de la Teoría de la Agencia la empresa familiar se enfrenta a menores costes de agencia que la empresa no familiar.

Las ofertas iniciales objeto de estudio, tanto familiares como no familiares, han estado más bien dirigidas a la realización de ganancias de capital por parte de los propietarios iniciales, a la diversificación del accionariado o la modificación de la estructura de propiedad que a la finalidad, al menos con carácter único, de obtener financiación. El tamaño de las ofertas iniciales de las empresas familiares ha sido bastante inferior al de las empresas no familiares. Se destaca el peso que, por término medio, ha tenido el grupo de inversores institucionales (nacionales y extranjeros) en cuanto a las acciones recibidas en las ofertas iniciales, respecto del grupo de inversores minoristas.

En segundo lugar, al igual que ha revelado la evidencia previa nacional e internacional, para la muestra completa de ofertas iniciales realizadas en el mercado español hemos constatado una infravaloración significativa, en media y en mediana, con independencia de la medida utilizada y el periodo considerado de realización de dicha infravaloración (primer día de negociación, 10, 20 o 30 días posteriores a la salida a bolsa). No obstante, conviene señalar que la existencia de un rendimiento anormal positivo y significativo, tanto bruto como ajustado, se pone de manifiesto únicamente en el primer día de negociación, pero no en los cuatro días siguientes a la salida a bolsa. Es decir, el alcance completo de la infravaloración se produce rápidamente en el primer día de negociación y los rendimientos negativos que se dan en los días siguientes son muy pequeños y no significativos de modo que no compensan esa primera reacción del mercado. Además, los rendimientos acumulados y compuestos para periodos de 10, 20 y 30 días positivos y significativos ponen de manifiesto que en el corto plazo no se

observa un comportamiento del mercado que neutralice el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales.

Cuando hemos descompuesto la muestra completa según la naturaleza familiar o no de la empresa, con base tanto a una definición más estricta como a una más laxa para la consideración de una empresa como empresa familiar, de nuevo encontramos una infravaloración significativa, en media y en mediana, tanto para el grupo de empresa familiar como para el grupo de empresa no familiar, con independencia de la medida utilizada y el periodo considerado de realización de dicha infravaloración. Asimismo, en las submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares el alcance completo de la infravaloración se produce en el primer día de negociación.

En nuestro propósito de responder a si existen diferencias significativas en la infravaloración de las ofertas iniciales entre las empresas familiares y las empresas no familiares, nuestros resultados sugieren que las empresas familiares cuando son calificadas como tales según el criterio más estricto presentan una infravaloración significativamente menor que las empresas no familiares. Este resultado está en línea con los resultados previos observados para las salidas a bolsa de las empresas en el mercado de Taiwan, en el mercado americano, australiano y en los del norte de África por Ding y Pukthuanthong-Le (2008), Schmid y Jithendranathan (2012), Mroczkowski y Tanewski (2005) y Hearn (2011), respectivamente, pero en contra del obtenido para las empresas que salen a bolsa en el mercado de valores de Hong Kong por Yu y Zheng (2012). Así pues, esta evidencia sugiere que las posibles peculiaridades, ventajas e inconvenientes que pueda presentar la empresa familiar en su eficiencia y resultados, sobre la base de la Teoría de la Agencia y el Enfoque de Recursos, se traducen en diferencias de valoración respecto a la empresa no familiar cuando decide su salida a bolsa a través de una oferta inicial de acciones.

Asimismo, al igual que manifiesta la literatura sobre OPI en otros mercados, también en el mercado español observamos ciclos tanto en la actividad de OPI como en el nivel de infravaloración de las mismas a lo largo de 1994-2012. No obstante, ni a nivel descriptivo ni en términos estadísticos podemos constatar relación alguna entre el volumen de actividad de OPI y el nivel de infravaloración de las mismas ni en el mismo tiempo ni con retardo, ni para la muestra completa ni en las submuestras familiar y no familiar.

Como paso previo a la realización del análisis multivariante, hemos llevado a cabo un estudio de la posible correlación entre las variables explicativas a través del coeficiente de Spearman. Dicho análisis ha revelado algunos resultados interesantes que conviene destacar. Así, hemos obtenido que las empresas emisoras grandes realizan emisiones de mayor dimensión y contratan agentes especialistas de mayor reputación. Además, cuanto más grande es la empresa emisora mayor es el deseo de los accionistas principales a seguir manteniéndose como tales en la empresa. Los resultados también indican que cuanto mayor es la calidad de la empresa emisora mayor es el incentivo de los accionistas principales a permanecer en la empresa. Asimismo, hemos encontrado que cuanto mayor es el porcentaje de propiedad que posee y/o representa el *CEO* de la empresa emisora mayor es su participación en la oferta y que cuanto mayor es dicha participación del *CEO* en la oferta mayor es el porcentaje de comisión que recibe el agente especialista, debido posiblemente al interés del *CEO* porque la colocación tenga éxito. Finalmente, destacamos el deseo de los inversores informados de demandar más valores en las empresas más grandes.

Por último, el análisis multivariante que hemos llevado a cabo con el fin de contrastar el poder explicativo de la infravaloración de las ofertas iniciales que tienen en nuestro mercado las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y en argumentos de propiedad y control nos permite realizar las siguientes conclusiones.

Con respecto a la justificación del fenómeno de la infravaloración sobre la base de la existencia de asimetrías informativas entre los inversores, nuestros resultados apoyan el enfoque de la *maldición del ganador*, ya que hemos encontrado una relación negativa y significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y la incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora y también que dicha infravaloración es significativamente inferior en aquellas ofertas dirigidas a un grupo homogéneo e informado de inversores.

En relación con la validez de la explicación de la infravaloración como señal informativa de la buena calidad de la empresa emisora, utilizada debido a la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores y a la necesidad de aquella de “dejar buen sabor de boca en los inversores” para asegurar la futura obtención de fondos, nuestros datos no dan soporte a estos planteamientos.

Los resultados obtenidos apoyan también en alguna medida la tesis que plantea que la infravaloración de la oferta inicial es consecuencia de una situación de riesgo moral debida a la existencia de información asimétrica entre la empresa emisora y el agente especialista que interviene en la oferta sobre la potencial demanda de los títulos de aquella y, por tanto, a la presencia de conflictos principal-agente. En concreto hemos encontrado una relación negativa y significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y el incentivo de los responsables de la empresa para supervisar la labor del intermediario cuando es aproximado por el porcentaje de acciones que vende el *CEO* en la oferta inicial en relación al total de acciones que constituyen la oferta de venta. No obstante, no hemos hallado ninguna relación entre la infravaloración de la oferta y la participación del agente especialista en la empresa emisora y/o la vinculación de su remuneración con el precio de la oferta.

La Teoría de Revelación de Información, que afirma que es necesaria una determinada infravaloración de la oferta inicial como medio de compensación a los inversores por la información proporcionada sobre sus intenciones de demanda de títulos, también es validada en nuestro análisis, ya que hemos encontrado una relación positiva y significativa entre la revisión final del precio de la oferta a partir de la banda inicial de precios establecida y la infravaloración de la oferta inicial.

No obstante, el estudio que hemos realizado no nos permite dar validez a las teorías que justifican la infravaloración de la oferta inicial en relación con los objetivos que persigue la empresa emisora sobre su estructura de propiedad y de control de la empresa. Esto es, nuestros resultados no apoyan la explicación de la infravaloración por el propósito de alcanzar con la salida a bolsa una estructura de propiedad dispersa que desincentive la supervisión de la actuación de los propietarios-directivos iniciales. Tampoco sustentan la utilización de la infravaloración para alcanzar el objetivo opuesto, es decir, la entrada de un nuevo inversor que adquiriera un paquete accionarial lo suficientemente importante para que le interese ejercer una supervisión eficiente con el fin de reducir los costes de agencia. Asimismo, con nuestros datos no obtenemos evidencia de que la infravaloración pueda ser explicada por el deseo de los propietarios-directivos iniciales de obtener el máximo rendimiento de la venta de sus participaciones en dos etapas.

Finalmente, a diferencia de Schmid y Jithendranathan (2012) que obtienen una relación negativa y significativa entre la naturaleza familiar de la empresa y la infravaloración de la oferta inicial, los resultados que hemos obtenido no nos permiten soportar la tesis de que la idiosincrasia propia y única de la empresa familiar con respecto a la empresa no familiar influya en ningún modo en el fenómeno de la infravaloración que experimentan sus ofertas iniciales en el marco de ninguno de los planteamientos teóricos analizados y para ninguna de las dos definiciones de empresa familiar. Por lo tanto, podemos deducir que las empresas familiares abordan la salida a bolsa desde los mismos planteamientos que el resto de empresas y se enfrentan a las mismas consecuencias.

En definitiva, el análisis multivariante realizado aporta nueva evidencia empírica de la validez de las teorías explicativas de la infravaloración de las ofertas iniciales sobre la base de la existencia de información asimétrica entre los distintos agentes que intervienen en dichas ofertas.

Consideramos que el trabajo que hemos realizado en este capítulo contribuye, por una parte, a ampliar la investigación y aportar nueva evidencia en el mercado español sobre el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, ya que apenas se han realizado trabajos sobre este suceso en nuestro mercado. En concreto, con respecto al artículo llevado a cabo por Álvarez y Fernández (2003), analizamos un mayor número de teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas y, a diferencia de aquel, también contrastamos las teorías explicativas basadas en los objetivos de propiedad y control, de modo que nos cuestionamos la validez de un mayor número de hipótesis. Por otra parte y de manera fundamental, contribuimos de forma importante en el campo de la investigación de la empresa familiar a través del estudio de esta anomalía de la infravaloración de las ofertas iniciales y su explicación en las empresas familiares con respecto a las no familiares, ya que no hemos encontrado ningún trabajo que lleve a cabo dicho análisis en el mercado español. Además, realizamos el análisis sobre la base de dos definiciones de empresa familiar, una más amplia y otra más restringida, con el fin de contemplar la posible diferencia de resultados según la manera de delimitar este objeto de estudio que es la empresa familiar.

**ANEXO 3.1. MUESTRA DE SALIDAS A BOLSA EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL EN EL PERIODO 1994-2012.**

NOMBRE EMPRESA	EF/ENF CRITERIO DÉBIL	EF/ENF CRITERIO FUERTE	FECHA INICIO COTIZACIÓN	OPV/OPS	DIRIGIDA A	VOLUMEN EMITIDO (€)
CONTINENTE	ENF	ENF	17/03/1994	OPV	Mixta	228.096.000
CORTEFIEL	EF	EF	08/07/1994	OPV	Mixta	90.666.918
GINES NAVARRO	ENF	ENF	17/11/1994	OPV	n.d.	24.987.900
ENERGÍA E INDUSTRIAS ARAGONESAS (EIA)	ENF	ENF	20/02/1995	n.d.	n.d.	66.200.000
SOL MELIA	EF	EF	02/07/1996	OPS	Mixta	230.303.700
TELE PIZZA		ENF	13/11/1996	OPV	Mixta	65.878.690
MIQUEL Y COSTAS	EF	ENF	27/11/1996	OPV y OPS	Instituciones	37.245.506
ABENGOA	EF	ENF	29/11/1996	OPV	Instituciones	54.507.110
ADOLFO DOMINGUEZ	EF	ENF	18/03/1997	OPV	Mixta	110.142.103
BARON DE LEY	EF	ENF	16/07/1997	OPV	Instituciones	76.358.983
COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA (CVNE)	EF	EF	17/07/1997	OPV y OPS	Mixta	15.002.069
BODEGAS RIOJANAS	ENF	ENF	30/09/1997	OPV	Minoristas	16.206.993
IBERPAPEL	ENF	ENF	28/11/1997	OPV y OPS	Mixta	53.512.373
DOGI	EF	EF	21/01/1998	OPV	Instituciones	24.481.072
SUPERDIPLO	ENF	ENF	14/05/1998	OPV y OPS	Mixta	269.708.994
BEFESA	ENF	ENF	01/07/1998	OPV	Instituciones	96.317.354
EUROPAC	EF	EF	10/07/1998	OPS	Mista	42.366.218
PATERNINA	EF	EF	16/09/1998	OPV	Mixta	23.518.267
FUNESPAÑA	EF	ENF	11/12/1998	OPV y OPS	Instituciones	49.614.818
ENACO	EF	ENF	11/12/1998	OPV	Mixta	59.379.504
AZKAR	EF	EF	03/02/1999	OPV y OPS	Mixta	167.689.618
GRUPO FERROVIAL	EF	EF	05/05/1999	OPV y OPS	Mixta	1.074.462.543
MECALUX	EF	EF	06/05/1999	OPV y OPS	Instituciones	88.935.000
PARQUES REUNIDOS	ENF	ENF	26/05/1999	OPV y OPS	Mixta	183.140.734
TELEFÓNICA, PUBLICIDAD E INFORMACIÓN (TPI)	ENF	ENF	23/06/1999	OPV	Mixta	632.956.056
SOGECABLE	ENF	ENF	21/07/1999	OPV y OPS	Mixta	570.014.590
AMADEUS	ENF	ENF	19/10/1999	OPV y OPS	Instituciones	848.125.000

**ANEXO 3.1 continuación. MUESTRA DE SALIDAS A BOLSA EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL EN EL PERIODO 1994-2012.**

NOMBRE EMPRESA	EF/ENF CRITERIO DÉBIL	EF/ENF CRITERIO FUERTE	FECHA INICIO COTIZACIÓN	OPV/OPS	DIRIGIDA A	VOLUMEN EMITIDO (€)
INMOBILIARIA COLONIAL	ENF	ENF	27/10/1999	OPV	Mixta	441.560.000
TERRA	ENF	ENF	17/11/1999	OPS	Mixta	780.362.461
GRUPO PRISA	EF	EF	28/06/2000	OPV	Mixta	910.260.000
RECOLETOS	ENF	ENF	25/10/2000	OPV y OPS	Mixta	305.700.000
GAMESA	ENF	ENF	31/10/2000	OPV	Mixta	306.557.874
TELEFONICA MÓVILES	ENF	ENF	22/11/2000	OPS	Mixta	3.795.000.000
INDITEX	EF	EF	23/05/2001	OPV	Mixta	2.390.890.320
FADESA	EF	EF	30/04/2004	OPV	Mixta	455.709.734
TELECINCO	ENF	ENF	24/06/2004	OPV	Mixta	865.931.223
CINTRA	EF	EF	27/10/2004	OPV y OPS	Mixta	1.536.560.930
CORPORACION DERMOESTETICA	ENF	ENF	13/07/2005	OPV	Mixta	157.120.527
RENTA CORPORACIÓN	EF	EF	05/04/2006	OPV y OPS	Mixta	240.120.000
PARQUESOL	EF	EF	05/05/2006	OPV y OPS	Instituciones	327.491.802
GRIFOLS	EF	EF	17/05/2006	OPS	Instituciones	343.200.000
ASTROC (QUABIT)	ENF	ENF	24/05/2006	OPV	Instituciones	193.904.000
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA (GAM)	ENF	ENF	13/06/2006	OPV y OPS	Instituciones	113.437.500
TÉCNICAS REUNIDAS	EF	EF	21/06/2006	OPV	Mixta	361.844.354
RIOFISA	EF	EF	19/07/2006	OPV	Mixta	243.696.906
VOCENTO	ENF	ENF	08/11/2006	OPV	Mixta	366.820.785
VUELING	ENF	ENF	01/12/2006	OPV y OPS	Instituciones	210.274.440
CLINICA BAVIERA	EF	ENF	03/04/2007	OPV	Mixta	124.001.041
REALIA	ENF	ENF	06/06/2007	OPV	Mixta	857.919.134
SOLARIA	EF	EF	19/06/2007	OPS	Instituciones	335.538.537
ALMIRALL	EF	EF	20/06/2007	OPV y OPS	Mixta	697.614.162
CODERE	EF	EF	19/10/2007	OPV y OPS	Instituciones	235.962.111
FLUIDRA	EF	EF	31/10/2007	OPV	Mixta	318.376.819
LABORATORIOS ROVI	EF	EF	05/12/2007	OPV	Instituciones	191.978.429
IBERDROLA RENOVABLES	ENF	ENF	13/12/2007	OPS	Mixta	4.477.508.794
AMADEUS IT HOLDING	ENF	ENF	29/04/2010	OPV y OPS	Instituciones	1.444.372.248



## Capítulo 4

# *Performance* operativa tras la salida a bolsa de la empresa familiar española

---



## INTRODUCCIÓN

En los Capítulos 2 y 3 hemos estudiado la anomalía que se produce en el comportamiento bursátil a corto plazo de las empresas que inician su cotización en bolsa a través de una oferta de valores y hemos analizado si dicha anomalía se manifiesta de forma diferente en función de la naturaleza familiar o no familiar de la estructura de propiedad de tales empresas. Nuestros resultados, consistentes con la evidencia empírica previa, han puesto de manifiesto la existencia de rendimientos de mercado anormalmente positivos en el corto plazo en las empresas españolas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 y, por tanto, la constatación de una infravaloración significativa de las ofertas de valores que utilizaron para dicha salida a bolsa. Este fenómeno también se observa cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares. Además, cuando realizamos esta descomposición según la definición más exigente de empresa familiar, hemos obtenido una infravaloración media significativamente inferior en las ofertas iniciales de las empresas familiares con respecto a las empresas no familiares. Asimismo, los resultados del análisis multivariante que hemos llevado a cabo apoyan la validez de las teorías que justifican el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en función la existencia de asimetrías informativas entre los distintos agentes que intervienen en dichas ofertas, pero no soportan los argumentos teóricos basados en objetivos de propiedad y control. No obstante, este análisis multivariante no nos ha permitido concluir que la naturaleza familiar de la empresa tenga ninguna capacidad explicativa en esta anomalía.

Como ya hemos comentado, la salida a bolsa de las empresas no solo ha puesto de manifiesto fenómenos anómalos en su comportamiento de mercado, sino que además la evidencia internacional ha revelado con carácter generalizado una caída significativa en los niveles de *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa a través de una oferta de valores. Este suceso ha sido objeto de diferentes explicaciones. Jain y Kini (1994) realizan el primer estudio y enumeran tres posibles razones que pueden justificar tal declive en el comportamiento operativo de las empresas tras iniciar su cotización en bolsa. La primera de las explicaciones apunta al posible incremento de los costes de agencia que puede provocar la salida a bolsa de una empresa debido a la mayor dispersión de propiedad que conlleva esta decisión estratégica y, por tanto, a la disminución de los incentivos de supervisión de la gestión por parte de los propietarios

y a la menor alineación de intereses entre propietarios y directivos. Una segunda explicación se basa en la posible utilización por parte de las empresas que desean salir a bolsa de prácticas de *maquillaje contable* de sus estados financieros en los años previos al inicio de la cotización con el fin de presentar una imagen de la empresa suficientemente atractiva para los inversores que no es posible mantener tras la salida a bolsa. Finalmente, la tercera explicación justifica la caída de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa como resultado del aprovechamiento de una *ventana de oportunidad*, esto es, a partir de la elección por parte de los empresarios del momento adecuado para llevar a cabo la primera emisión de valores en aquellos periodos en los que presentan niveles de *performance* anormalmente altos que saben que no se mantendrán en el futuro o coinciden con elevados rendimientos y valoración del mercado para empresas cotizadas similares a ellas. Como bien señalan estos autores, el denominador común de estas razones es la posible existencia de asimetrías informativas entre los empresarios actuales de las empresas y los futuros inversores.

Dentro de este contexto, el objetivo que perseguimos en este capítulo es, en primer lugar, analizar si es posible evidenciar dicho comportamiento operativo tras la salida a bolsa de las empresas españolas que iniciaron su cotización en el periodo 1994-2012. En segundo lugar, y dado el propósito general de este trabajo, nos centramos en estudiar en qué medida dicho fenómeno puede ser explicado por el cambio en la estructura de propiedad que supone la salida a bolsa y, fundamentalmente, si se presenta de forma diferente en las empresas de carácter familiar con respecto al resto de empresas.

Desde el trabajo de Berle y Means (1932), quienes plantean la separación de la propiedad de las acciones y el control de la gestión en las grandes sociedades, diversos trabajos han tratado de explicar los efectos de la propiedad en los resultados y el valor de la empresa. La estructura de propiedad de una empresa no es una característica estática de la misma sino que varía a lo largo de su vida como resultado de diversas operaciones a las que se ha de enfrentar para garantizar su supervivencia o responder a las exigencias de la complejidad del entorno, tales como fusiones, OPV, OPA, privatizaciones, etc. Entre ellas, la decisión de salir a bolsa a través de una oferta de valores representa un hecho trascendente en la vida de una empresa, el cual supone cambios importantes en su naturaleza, operativa y relaciones con los distintos agentes

que participan de su actividad. En concreto, entre otros, produce un cambio en su estructura de propiedad, que conduce a una mayor dispersión y separación entre la propiedad y el control de la gestión de la misma y, por tanto, una posible disminución de los incentivos de supervisión de los directivos por parte de los propietarios. En consecuencia, dicho cambio de propiedad puede tener una repercusión importante en el funcionamiento y resultados de la empresa.

La evidencia empírica refleja que las empresas sufren una caída en sus niveles de *performance* operativa tras iniciar su cotización en bolsa a través de una oferta de valores [Jain y Kini (1994), Pagano *et al.* (1998), Mikkelson *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)]. Algunos de estos estudios observan que la caída en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa va acompañada de ventas e inversiones en capital crecientes, de modo que no puede ser explicada por la ausencia de oportunidades de inversión o por problemas de demanda. Por ello, las investigaciones se centran en analizar la mayor dispersión de propiedad que supone la salida a bolsa como la causa fundamental de dicha disminución en la eficiencia de las empresas. Así, Jain y Kini (1994) encuentran una relación positiva y significativa entre la *performance* operativa de una empresa y el porcentaje de propiedad retenido por los accionistas originales tras la salida a bolsa. No obstante, Mikkelson *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Álvarez y González (2005) no encuentran evidencia de una relación significativa entre la estructura de propiedad y la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa. Por su parte, Kim *et al.* (2004) evidencian una relación no lineal entre la propiedad gerencial y los cambios en la *performance* operativa de las empresas que salen a bolsa en el mercado tailandés.

Ya hemos señalado que, de acuerdo con Galve y Salas (1993), frente a la dispersión accionarial propia de la empresa americana, la empresa europea y, en particular la española, se caracterizan fundamentalmente porque el control está muy concentrado, incluso en las grandes empresas, lo que conduce a una mayor vigilancia por parte del grupo de control sobre las acciones y conducta de la gerencia. Así, esta característica motiva que, en el ámbito de los estudios sobre la propiedad y el control de las empresas españolas, la atención se debería poner fundamentalmente en el estudio de las implicaciones que la naturaleza del grupo de control (familias, bancos, otras empresas...) tiene sobre la eficiencia de la empresa más que por el análisis de los

efectos de una separación entre propiedad y control derivada de un accionariado disperso sin tener en cuenta la naturaleza del grupo de control. En concreto, ya hemos destacado el importante peso de las empresas familiares en la economía española, que asciende al 85% del tejido empresarial. Asimismo, hemos resaltado el hecho de que, sobre la base de la Teoría de la Agencia [Berle y Means (1932), Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a, 1983b)], las características de los objetivos y de las relaciones en la empresa familiar podrían contribuir a reducir determinados costes de agencia pero quizás también a generar otros y que, a partir del Enfoque de Recursos [Penrose (1959), Wernerfelt (1984)], las empresas familiares pueden poseer capacidades y recursos valiosos y propios, no presentes en empresas de otra naturaleza, que les confieran la posibilidad de obtener ventajas competitivas y/o limitaciones que incidan negativamente sobre su funcionamiento y resultados.

Dentro de este ámbito, la investigación previa en el mercado español es escasa y no analiza las posibles discrepancias entre las empresas familiares y no familiares. En este sentido, el propósito de este capítulo es aportar nueva evidencia a través del estudio de si, igual que sucede en otros países, se constata también una caída significativa de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa en el mercado español en el periodo 1994-2012 y si dicho comportamiento operativo se mantiene al descomponer la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares. Asimismo, sobre la base de la Teoría de la Agencia perseguimos analizar el poder explicativo que tiene el cambio en la estructura de propiedad de la empresa resultante de su decisión de salir a bolsa sobre dicha variación de *performance* operativa y, especialmente, de la naturaleza familiar de dicha estructura de propiedad. Para ello, a partir de la muestra de empresas españolas analizada y teniendo en cuenta su descomposición en dos submuestras, empresa familiar y empresa no familiar, de acuerdo con las dos definiciones de empresa familiar consideradas, realizaremos un análisis univariante y un análisis multivariante en sección cruzada.

Así, este capítulo se organiza de acuerdo con la siguiente estructura. La primera sección hace referencia a los fundamentos teóricos que proporciona la Teoría de la Agencia que pueden explicar el deterioro observado en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa a través de una oferta de valores. En la sección segunda se lleva a cabo una revisión de la investigación empírica previa. La metodología a través

de la cual realizamos el análisis es explicada en la tercera sección. En la cuarta se muestran los resultados del análisis univariante sobre los niveles y cambios en la *performance* operativa del conjunto de empresas españolas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012 y distinguiendo entre las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares, así como de los contrastes que revelan si se producen o no diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares. En la sección quinta se comentan los resultados del análisis multivariante en sección cruzada que persigue encontrar una explicación a la variación en el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa y, en especial, analizar si es provocada por el cambio en la estructura de propiedad que conlleva la salida a bolsa y, asimismo, si el carácter familiar de una empresa tiene poder explicativo en dicho fenómeno. Finalmente, se exponen las principales conclusiones del estudio.

#### **4.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y *PERFORMANCE* OPERATIVA: TEORÍA DE LA AGENCIA**

Como ya señalamos en el Capítulo 1, los fundamentos teóricos que sustentan las investigaciones sobre los efectos de la propiedad de una empresa sobre su *performance* proceden de las aportaciones de la Teoría Económica de las Organizaciones y, especialmente, de una de sus ramas fundamentales, la Teoría de la Agencia. Según la Teoría Económica de las Organizaciones la eficiencia productiva de una empresa, además de otros factores, depende de la estructura de propiedad y control y del diseño organizativo interno de la empresa. La Teoría de la Agencia trata de resolver los diversos conflictos que inciden en el funcionamiento de una empresa a partir de concebirla como un conjunto de relaciones contractuales entre sus participantes, los cuales persiguen satisfacer sus propios intereses. Desde esa forma de concebir la empresa, atribuye diferente eficiencia a empresas con concentración de propiedad, en las que coincide la propiedad y el control con respecto a empresas con estructura de propiedad dispersa y, por tanto, menor control de la propiedad sobre la gestión.

Desde el trabajo de Berle y Means (1932) sobre la separación entre la propiedad de los accionistas y el control de los gestores y las aportaciones de autores como Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983a y 1983b) la Teoría de la Agencia establece que la concentración de propiedad debería tener un efecto positivo sobre el valor de la

empresa porque reduce los conflictos de intereses entre propietarios y directivos. Estos autores describen el clásico problema de agencia que surge cuando los directivos de una empresa toman las decisiones en función de la obtención de sus propios objetivos e intereses en detrimento de los de los propietarios. Jensen y Meckling (1976) indican que los accionistas pueden reducir el riesgo específico o propio que soportan en una empresa a través de la diversificación de sus carteras de inversión, por lo que se muestran indiferentes frente a él, mientras que los gestores sí se ven afectados por dicho riesgo y pueden tratar de evitarlo adoptando decisiones que perjudiquen el objetivo de los accionistas. Tales comportamientos contrarios a la obtención del objetivo de los accionistas implican una serie de costes de agencia: de control, de garantía de fidelidad del agente y/o de pérdida residual. En aquellas empresas en las que la estructura de propiedad está concentrada, de modo que pocos accionistas poseen la mayor parte de las acciones de la empresa, existen mayores incentivos por parte de estos para supervisar la actuación de los gestores y velar porque se persiga su objetivo último de maximización del valor de la empresa. Además, en este tipo de empresas los principales propietarios están involucrados en la administración y/o alta dirección de la empresa, de modo que se produce una alineación de intereses entre propietarios y gestores. Por tanto, cabe esperar menos problemas y costes de agencia derivados del conflicto entre propietarios y directivos en las empresas con propiedad concentrada y gerencial, dada la mayor supervisión y la alineación de intereses, respecto de las empresas de propiedad dispersa y separación entre propiedad y gestión (*Hipótesis de supervisión y alineación de intereses*). Así, Shleifer y Vishny (1986) evidencian una relación positiva entre la concentración de propiedad y el valor de la empresa en las empresas de USA. Agrawal y Mandelker (1990) soportan el resultado anterior especialmente cuando la propiedad está concentrada en inversores institucionales. No obstante, los trabajos de Leech y Leahy (1991) y Mudambi y Nicosia (1998) en el mercado británico encuentran una relación negativa entre la concentración de propiedad y el valor de la empresa. Esta divergencia de resultados sugiere una posible relación no lineal.

En las empresas con propiedad concentrada y gerencial si bien la supervisión y alineación de intereses mitiga el conflicto de agencia clásico entre propietarios y directivos, puede generarse un segundo tipo de problema de agencia. Este nuevo conflicto surge de la posible utilización por parte de los accionistas mayoritarios, que además controlan las decisiones, de su posición de poder para aprovecharse de



beneficios privados del control y, en consecuencia, extraer riqueza a los accionistas minoritarios que no intervienen en la gestión (*Hipótesis de expropiación*). En este sentido, Shleifer y Vishny (1986) argumentan que cuando el grado de concentración de propiedad llega a cierto nivel, de modo que los grandes accionistas tienen un elevado control de la empresa, pueden estar más interesados en generar beneficios privados derivados del control que no van a compartir con los accionistas minoritarios. Esta expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios externos por parte de los grandes propietarios que controlan la empresa genera un conflicto de agencia que puede superar los beneficios derivados de la mayor supervisión [Villalonga y Amit (2006)]. Asimismo, en estas empresas puede producirse otra fuente de costes de agencia, nos referimos al atrincheramiento de los directivos en sus puestos de trabajo más allá del tiempo adecuado a pesar de una mala gestión, esto es, una elevada propiedad gerencial puede permitir a los propietarios-gestores tomar decisiones contrarias a la maximización del valor de la empresa sin que ello afecte negativamente a su permanencia en el puesto de trabajo y/o su salario (*Hipótesis de atrincheramiento*).

Por tanto, la presencia de grandes accionistas puede tener un efecto positivo sobre el valor de la empresa si utilizan su poder para supervisar a los gestores y/u obtener beneficios del control compartidos con el resto de propietarios o, por el contrario, puede tener un efecto negativo si aprovechan el control que ejercen para obtener beneficios privados del mismo [Lemmon y Lins (2003)] y/o atrincherarse en su puesto de trabajo más allá de lo que apropiado en términos de eficiencia.

Empíricamente, Morck *et al.* (1988) encuentran una relación lineal por tramos o relación lineal no monótona entre el grado de propiedad-control y el valor de la empresa para una muestra de empresas americanas, de lo que se extrae que la valoración de la empresa mejora a medida que aumenta la propiedad gerencial, pero llegado a un punto (5%) el atrincheramiento de los propietarios-gestores elimina el efecto positivo de la alineación de intereses, para de nuevo a partir de un nivel superior de propiedad gerencial (25%) volver a prevalecer dicho efecto positivo. Wruck (1989) confirma los resultados de Morck *et al.* (1988). Sin embargo, McConnell y Servaes (1990), también para las empresas de USA, plantean un modelo cuadrático para describir la relación entre propiedad gerencial y *performance* y evidencian esa relación no lineal, de modo que obtienen una relación positiva y significativa entre el valor de la empresa y la

propiedad gerencial y una relación negativa y significativa entre el valor de la empresa y el cuadrado de la propiedad gerencial y, en consecuencia, sus resultados no soportan la hipótesis de atrincheramiento en los niveles intermedios de propiedad sino que apoyan la existencia de un nivel de propiedad gerencial óptimo (lo hallan por debajo del 50%).

Short y Keasey (1999) proponen y encuentran evidencia para el mercado británico de un modelo cúbico entre estructura de propiedad y *performance*, donde la propiedad y la propiedad al cubo guardan una relación positiva y significativa con la *performance*, mientras que hay una relación significativa negativa entre la propiedad al cuadrado y la *performance*. Por tanto, este trabajo apoya los resultados de Morck *et al.* (1988) que defienden la hipótesis de supervisión y alineación de intereses para niveles inferiores y superiores de propiedad y la hipótesis de atrincheramiento en los niveles intermedios.

Gedajlovic y Shapiro (1998) muestran evidencia de una relación no lineal entre concentración de propiedad y rentabilidad en empresas de USA y de Alemania, pero no encuentran ninguna relación entre esas dos variables en las empresas de UK, Francia y Canada. En España, De Miguel *et al.* (2004) encuentran una relación cuadrática entre concentración de propiedad y valor, lo que confirma no solo la hipótesis de supervisión sino también el efecto de la expropiación en los niveles más altos de concentración. Asimismo, analizan el efecto de la propiedad gerencial sobre el valor de la empresa y obtienen una relación cúbica de modo que se soporta tanto la hipótesis de alineación de intereses como la de atrincheramiento y, además, obtienen que se produce un mayor atrincheramiento de los propietarios-gestores en niveles más elevados de propiedad con respecto a lo que sucede en USA y UK.

La relación entre propiedad y *performance* es probable que difiera según el tipo de accionista. Respecto a las empresas de naturaleza familiar, como señalan Galve y Salas (2003), representan el *antiparadigma* de la separación entre propiedad y control descrito por Berle y Means en la gran empresa americana. La empresa familiar se caracteriza por una elevada concentración de la propiedad, en la que además la familia posee el porcentaje más elevado de participación en el negocio y, normalmente, está involucrada en la gestión de la misma, de modo que hay una coincidencia entre propiedad, control y gestión. Asimismo, la empresa familiar presenta una estructura contractual especial en la que se superponen las relaciones económicas y familiares. Por

tanto, resulta adecuado aplicar los postulados de la Teoría de la Agencia para estudiar los resultados que tal superposición de relaciones ejerce sobre la *performance* de estas empresas.

Fama y Jensen (1983a, p.306) ya consideran que la propiedad familiar es especialmente eficiente para reducir los costes de agencia que surgen del problema entre propietarios y directivos porque en las empresas familiares las acciones están en manos de «agentes cuyas especiales relaciones con aquellos que toman las decisiones permiten controlar los problemas de agencia a partir de la no separación de la gestión y control de las decisiones. Por ejemplo, los miembros de la familia se relacionan entre ellos a diferentes niveles a largo plazo y por lo tanto obtienen ventajas de la supervisión y disciplina de los agentes que toman las decisiones». No obstante, también señalan que en las empresas con propiedad concentrada y gerencial se sacrifican los beneficios que se derivan de la especialización de las funciones de decisión y se tiende a tomar decisiones ineficientes que perjudican la competitividad de la empresa como, por ejemplo, se rechaza llevar a cabo proyectos de inversión rentables arriesgados.

Los beneficios de agencia que se considera que una familia aporta a un negocio derivan del hecho de que en las empresas familiares, en unas ocasiones las figuras del principal propietario y del director general recaen sobre el mismo sujeto y, en otras, tales roles son desempeñados por miembros de la familia, entre los que se mantiene un alto nivel de confianza, se comparten los mismos valores y se persiguen intereses y objetivos comunes. En ambos casos, el clásico conflicto propietario-directivo se ve eliminado o mitigado, de modo que el principal no tiene que gastar tiempo y recursos en controlar el comportamiento del agente y no se incurren en costes marginales o residuales que podrían derivarse de actuaciones del agente contrarias a la maximización de la utilidad para el principal. Además, las empresas familiares tienen entre sus principales objetivos mantener el control de la empresa a lo largo del tiempo, lo cual aporta solidez y estabilidad a las relaciones con clientes, proveedores, trabajadores y acreedores financieros y permite, por tanto, reducir otros tipos de conflictos de agencia. Diversos autores apoyan una mayor eficiencia de las empresas familiares respecto a las no familiares [Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a), Daily y Dollinger (1992), Harvey (1999)].

No obstante, las relaciones familiares no siempre se caracterizan por la adecuada armonía necesaria para el desarrollo eficiente del negocio. En este sentido, pueden presentarse conflictos de intereses, conductas oportunistas, desidia y problemas de selección adversa derivados del altruismo, que van en detrimento de la profesionalidad en la toma de decisiones empresariales y que, por tanto, conducen a incurrir en elevados costes de agencia. Este tipo de problemas aparece fundamentalmente a medida que la empresa se va legando a sucesivas generaciones. Asimismo, en este tipo de negocios pueden darse problemas de agencia como consecuencia de que la familia máxima propietaria utilice su posición de control en la empresa para obtener beneficios a costa de los accionistas minoritarios mediante mecanismos de expropiación, lo que requerirá de un mayor control por parte de estos últimos con el consiguiente incremento en los costes de agencia.

En consecuencia, la naturaleza familiar de una empresa puede tener efectos positivos o negativos sobre su *performance* a través, entre otros, de las relaciones de agencia. Los diversos estudios empíricos sobre este tema han tratado de concluir acerca de qué efectos prevalecen. Destacan, entre otros, en USA: McConnaughy *et al.* (1998, 2001), Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006); en Europa Occidental: Maury (2006) y Barontini y Caprio (2006); en Reino Unido: Westhead y Cowling (1997); en Francia: Sraer y Thesmar (2007); y en España: Menéndez-Requejo (2006), Sacristán y Gómez (2006).<sup>135</sup> No obstante, la investigación empírica realizada hasta el momento no llega a resultados concluyentes, de modo que el hecho de si las empresas familiares crean o no más valor que las no familiares sigue siendo una cuestión sin resolver.

#### **4.2. *PERFORMANCE* OPERATIVA TRAS LA SALIDA A BOLSA: EVIDENCIA EMPÍRICA E HIPÓTESIS A CONTRASTAR**

Dentro del contexto de los trabajos que relacionan la estructura de propiedad de una empresa con su *performance*, no es muy extensa la investigación que centra su atención en los efectos que se derivan del cambio en la estructura de propiedad inherente a la decisión de salir a bolsa sobre la *performance* operativa de las empresas.

---

<sup>135</sup> Puede consultarse al respecto el anexo 1.1 del capítulo 1.

El primero de estos estudios corresponde a Jain y Kini (1994). Sobre una muestra final de 682 OPI llevadas a cabo en el mercado americano en el periodo 1976-1988 investigan el cambio que tales empresas experimentaron en su *performance* operativa tras iniciar su cotización en bolsa y evidencian una caída significativa de la misma en los cinco años siguientes a la salida a bolsa. Afirman que los altos niveles de *performance* operativa observados en las empresas antes de su salida a bolsa motivan a los inversores a ser optimistas acerca de su evolución futura, pero aunque sí muestran crecimientos en ventas y en inversiones de capital, los niveles de *performance* observados antes de la OPI ni siquiera se mantienen, por el contrario disminuyen significativamente. El aumento de los costes de agencia como consecuencia de una mayor dispersión de propiedad tras la salida a bolsa puede ser menor si los propietarios-gestores iniciales retienen una proporción importante de acciones, de modo que, estos autores examinan también la relación entre la *performance* operativa y la fracción de propiedad retenida tras la OPI por los propietarios-gestores iniciales y observan que es significativamente positiva. Por tanto, encuentran que la disminución de la *performance* operativa tras la salida a bolsa es significativamente inferior en aquellas empresas en las que los propietarios-gestores iniciales continúan manteniendo una posición importante en la empresa. No obstante, indican que no se puede determinar si dicha relación positiva es consecuencia de menores conflictos de agencia asociados a altos niveles de retención de propiedad o es resultado de otras razones como puede ser que tal retención de propiedad sea una señal informativa de la calidad de la empresa. Esto es, tanto la Teoría de la Agencia como la Teoría de Señales soportan ese resultado, cuanto mayor es el porcentaje de propiedad que retienen los propietarios originales mayor es la *performance* operativa de las empresas tras la salida a bolsa.

Sin embargo, Mikkelsen *et al.* (1997), sobre los datos de una muestra de 283 OPI llevadas a cabo en USA en los años 1980-1983, si bien también obtienen evidencia de una caída significativa en la *performance* operativa especialmente en el año posterior a la OPI, afirman que ni el nivel de *performance* después de la salida a bolsa ni el cambio en la misma respecto a los niveles pre-OPI están significativamente relacionados con diversas medidas de propiedad de los gestores ni de otros tipos de grandes accionistas, como el capital riesgo. En consecuencia concluyen que los cambios en la propiedad accionarial que resultan de una salida a bolsa no son la causa de los cambios en la *performance* operativa de las empresas que inician su cotización.

Consideran que dicha variación en la *performance* operativa está mejor explicada por la edad y el tamaño de las empresas que salen a bolsa y por el ofrecimiento de acciones antiguas en la OPI. La divergencia de resultados entre Jain y Kini (1994) y Mikkelsen *et al.* (1997) puede deberse, como estos últimos señalan, a que Jain y Kini solo comparan el cambio en la *performance* operativa en las empresas clasificadas en dos grupos según si el porcentaje de propiedad retenida por los propietarios-gestores iniciales está por encima o por debajo de la mediana, mientras que Mikkelsen *et al.* (1997) estudian directamente la relación entre cambios de propiedad gerencial y de otros tipos de accionistas y cambios en *performance* operativa. Asimismo, la conciliación de ambos estudios podría venir de la consideración de la existencia de una relación no lineal entre proporción de acciones retenida por los propietarios-gestores iniciales y *performance* operativa tras la OPI.

Cai y Wei (1997) estudian la *performance* operativa de 180 OPI en la bolsa de Tokio durante el periodo 1971-1992. De nuevo constatan un declive significativo de la *performance* operativa en los cinco años siguientes a la OPI, similar a los resultados en USA. Pero, en contraste con la evidencia de Jain y Kini (1994) para USA, prueban que dicho deterioro no puede asociarse con un menor cumplimiento de la hipótesis de supervisión y alineación de intereses consecuencia de una menor concentración de propiedad o una menor propiedad gerencial. Por el contrario, explican esa caída significativa de la *performance* en el aprovechamiento por parte de los gestores de una ventana de oportunidad a la hora de elegir el momento de salir a bolsa.

Khurshed *et al.* (2005) analizan 411 OPI llevadas a cabo en la bolsa de Londres entre 1995 y 1999, 216 en el *Official List* y 195 en el *Alternative Investment Market* (AIM). Sus resultados también constatan una permanente y significativa caída de la *performance* operativa tras la salida a bolsa de las empresas que lo hicieron en el *Official List*, pero no de las que iniciaron su cotización en el AIM. Asimismo, a nivel descriptivo documentan una dilución de la propiedad tras la salida a bolsa que se manifiesta superior en el caso de las empresas que realizan la OPI en el *Official List* respecto de las que la llevan a cabo en el AIM.

Pagano *et al.* (1998) centran su estudio en el mercado italiano que consideran como un caso extremo de las diferencias entre los mercados de capitales de la Europa Continental y los de los países anglosajones, tanto en términos de capitalización de

mercado en relación al PIB como en términos de número de OPI. Analizan los determinantes de las salidas a bolsa a través de la comparación de las características de las empresas tras la realización de una OPI y las características de empresas no cotizadas. Sobre los datos de 69 OPI italianas llevadas a cabo en la década 1982-1992 encuentran una reducción de la rentabilidad de las mismas tras la OPI y que dicha caída aumenta en el tiempo desde el primer al tercer año siguiente a la salida a bolsa. Asimismo, observan que la mediana del porcentaje de derechos de votos mantenidos por el grupo controlador cae un 30% con la OPI y un 5% en los tres años siguientes. No obstante, los propietarios iniciales todavía mantienen suficiente participación para asegurarse el control y encuentran una relación negativa y significativa entre las ofertas que emiten acciones nuevas y la reducción en el porcentaje del grupo de control. Por tanto, distinguen dos tipos de empresas emisoras: aquellas en las que el grupo de control continúa manteniendo un fuerte compromiso financiero con la empresa y demanda nuevos fondos a inversores externos y aquellas otras en las que dicho grupo mayoritario vende sus acciones y no se amplía capital.

Kim *et al.* (2004) se centran en un mercado emergente como el tailandés y sobre una muestra de 133 empresas que iniciaron su cotización en bolsa a través de una OPI en el periodo 1987-1993. Estos autores también evidencian una disminución significativa de la *performance* operativa, incluso superior a la observada en USA. Asimismo, analizan la relación entre la propiedad gerencial y el cambio en la *performance post-OPI* de una empresa y encuentran una relación no lineal, de modo que para niveles bajos y elevados de propiedad gerencial la relación entre propiedad gerencial y *performance* es positiva, en tanto que en niveles intermedios se observa una relación negativa. Es decir, el efecto positivo de la supervisión y alineación de intereses de un aumento en la propiedad gerencial prevalece para niveles bajos y altos de la misma, pero en niveles intermedios es el efecto negativo del atrincheramiento que supone un incremento de propiedad gerencial el que tiene más fuerza.

Wang (2005) examina los cambios en la *performance* operativa de empresas chinas cotizadas en torno a su OPI y se centra en el efecto del tipo de propiedad y de la concentración de la misma en tales cambios. Se destaca como rasgo importante que casi todas las empresas cotizadas chinas son resultado de un proceso de privatización. Analizan una muestra de 747 empresas chinas que salieron a bolsa en el periodo 1994-

1999 y documentan una fuerte caída de la *performance* operativa de las empresas chinas tras su salida a bolsa. Asimismo, encuentran que ni la concentración de propiedad ni la propiedad por parte del estado o de individuos guardan asociación con los cambios de *performance*. No obstante, sí encuentran una relación no lineal entre la propiedad por parte de empresas parcialmente participadas por el gobierno local o central y los cambios de *performance* y entre la concentración de propiedad no estatal y los cambios de *performance*. Es decir, empresas con bajos y altos niveles de propiedad empresarial (concentración de propiedad no estatal) muestran una relación positiva entre la misma y los cambios de *performance*, en tanto que empresas con niveles intermedios de propiedad empresarial (concentración de propiedad no estatal) presentan una relación negativa entre ella y los cambios de *performance*.

También en un mercado emergente, el mercado de Arabia Saudí, Alanazi *et al.* (2011) analizan la *performance* operativa de 21 empresas que salieron a bolsa a través de una OPI en el periodo 2003-2009, de las cuales 2 eran empresas públicas que se privatizaron, 3 eran empresas privadas sociedades anónimas y 16 eran empresas de responsabilidad limitada que se convirtieron en sociedades anónimas para salir a bolsa. De esas 16 últimas, 11 eran empresas de propiedad familiar. Estos autores observan una mejora de la *performance* operativa de las empresas privatizadas y en las sociedades anónimas tras su salida a bolsa pero un deterioro en la *performance* operativa de las sociedades de responsabilidad limitada, que detectan superior en las empresas familiares, aunque dicha diferencia no es significativa.

En el mercado español, Álvarez y González (2005) estudian la *performance* operativa de 111 empresas que salieron a bolsa en el periodo 1985-1997. Consistente con lo observado en otros mercados, sus resultados muestran caídas significativas del 5,24% en la mediana del *ROA*, del 1,88% en la mediana del ratio que relaciona el *cash flow* con el total del activo y del 15,28% en la mediana del *ROE* tres años después de la salida a bolsa con respecto a los valores en el año previo a la misma. Asimismo, investigan si dicha variación en la *performance* operativa que experimentan las empresas tras la OPI es debida a un incremento en los costes de agencia provocados por una mayor dispersión de propiedad. Para ello, aproximan la variable de estructura de propiedad a través de diversas medidas, en particular distinguen propiedad mantenida por los tres principales accionistas y propiedad mantenida por bancos, y analizan tanto



una posible relación lineal como cuadrática con el cambio en la *performance* operativa. Sus resultados no revelan ninguna relación significativa, de modo que no se puede explicar el declive en la *performance* operativa tras la salida a bolsa como resultado de un incremento de los costes de agencia provocados por el cambio en la estructura de propiedad. Concluyen que el porcentaje de propiedad retenida por los propietarios iniciales es una señal informativa de la calidad de la empresa, que las empresas privatizadas presentan peor *performance* operativa tras la cotización, que el tamaño de las empresas que salen a bolsa influye positivamente en su *performance* operativa posterior a la OPI y que la caída en la *performance* operativa tras la salida a bolsa puede ser consecuencia tanto de la elección del momento óptimo de inicio de cotización como de un posible maquillaje contable antes de la salida.

Asimismo, en el mercado español Farinós *et al.* (2007) también investigan la *performance* operativa pero de las privatizaciones llevadas a cabo en dicho mercado a través de la salida a bolsa en el periodo 1993-2001, aunque las comparan con la de las OPI de empresas privadas en el mismo periodo. Para ambos grupos de empresas, encuentran que tras la salida a bolsa las ventas, la inversión en capital, el empleo y la eficiencia aumentan significativamente pero no se observa ningún cambio significativo en su rentabilidad.

Como se indicó en el apartado 1.4 del Capítulo 1 y se ha recordado en el apartado anterior, diversos trabajos han analizado la *performance* de las empresas familiares cotizadas respecto a la de las no familiares pero, a pesar de la importancia de la empresa familiar en las distintas economías, la investigación de las diferencias de los efectos de la salida a bolsa en la *performance* operativa de la empresa familiar respecto a la no familiar es prácticamente inexistente.

Mazzola y Marchisio (2002), con el objetivo de resaltar las ventajas que ofrece la salida a bolsa para el crecimiento de las empresas, analiza de manera descriptiva la evolución de diferentes características de *performance* de 36 empresas que iniciaron su cotización en el mercado de valores italiano en el periodo 1995-1998 y distingue entre empresas familiares (26) y empresas no familiares (10). Observan que las empresas familiares doblan su facturación desde tres años antes de la OPI a tres años después y que el crecimiento de la facturación en las empresas no familiares es en un ratio ligeramente superior. En cuanto a la rentabilidad (*ROA* y *ROE*), encuentran una

tendencia similar tanto para las empresas familiares como para las no familiares, esto es, un crecimiento importante previo a la salida a bolsa y un decrecimiento en el año posterior a la oferta, aunque dos años después de la salida a bolsa vuelve a crecer.

Ferreira (2008) investiga por qué las empresas familiares tras su salida a bolsa experimentan una caída significativa en sus niveles de rentabilidad, eficiencia, empleo y actividad y muestran un incremento en las ventas y en la inversión en capital. Para ello, analizan una muestra de 25 empresas familiares que salieron a bolsa en el mercado portugués durante el periodo 1989-2004. Concluyen que la caída en la *performance* tras la salida a bolsa es significativamente mayor cuando se dan alguna/s de las siguientes situaciones: no hay propietarios en la gestión, lo cual supone un aumento de los costes de agencia; el nivel de concentración de propiedad tras la salida a bolsa es bajo; el porcentaje de propiedad retenido por el fundador es reducido; la situación económica en el momento de la oferta inicial no es buena; y el antiguo *CEO* es sustituido.

Kartika (2012) estudia la *performance* post-OPI de 121 empresas que iniciaron su cotización en la bolsa de Malasia en el periodo 2005-2008, comparando las empresas familiares con las no familiares. En términos descriptivos muestra que tras la salida a bolsa la *performance* de las empresas familiares no es mejor que la de las no familiares. Sin embargo, el análisis multivariante revela que la composición del consejo de administración y de la propiedad influye en la *performance* futura de las empresas tras la OPI.

Chahine y Goergen (2013), sobre la base de los postulados de la Teoría de la Agencia, estudian los efectos contrapuestos (incremento o reducción de los costes de agencia según prevalezca el efecto positivo de la alineación de intereses o el efecto negativo de la expropiación a los accionistas minoritarios) sobre la *performance* operativa tras la oferta pública inicial tanto de los lazos familiares como de las relaciones sociales entre los miembros del consejo de administración y los miembros de la alta dirección. Para ello, trabajan sobre una muestra de 500 ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en USA durante el periodo 1997-2008. Encuentran que la *performance* operativa tras la salida a bolsa está positivamente asociada con el alcance de las relaciones sociales pero está negativamente vinculada con la dimensión de los lazos familiares. Asimismo, obtienen que controlando por las relaciones sociales la

independencia del consejo de administración incrementa la *performance* operativa tras la oferta inicial.

A partir de los planteamientos teóricos que relacionan la estructura de propiedad de una empresa y su *performance* operativa y de la evidencia empírica existente sobre el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa, nuestro propósito es analizar si nuestros datos pueden dar soporte a las siguientes hipótesis:

H1: Las empresas españolas experimentan una caída significativa en su *performance* operativa tras iniciar su cotización en el mercado de capitales.

H2: El aumento de dispersión de la estructura de propiedad que supone la decisión de salir a bolsa provoca un aumento de los costes de agencia, debido a una menor supervisión y alineación de intereses y, en consecuencia, afecta negativamente a la *performance* operativa de las empresas.

H3: La retención de propiedad por parte de los empresarios actuales tras la salida a bolsa influye positivamente en la *performance* operativa de la empresa, bien porque la mayor retención de propiedad supone una mayor concentración de la misma, mayor supervisión y alineación de intereses y, por tanto, menores costes de agencia, bien porque ejerce una señal informativa de la buena calidad de la empresa.

*H4: Las empresas familiares, caracterizadas por el deseo de preservar el control de la empresa en manos de la familia, experimentan una menor caída en su performance operativa tras la salida a bolsa que las empresas no familiares.*

### 4.3. METODOLOGÍA

Como ya hemos descrito en el Capítulo 3, la muestra objeto de estudio se compone de 56 salidas a cotización a través de la realización de una oferta de acciones llevadas a cabo en el mercado bursátil español en el periodo 1994-2012.

Los datos sobre las salidas a bolsa se han obtenido a partir de los folletos de emisión elaborados por las empresas para cumplir con los requerimientos que les exige una oferta pública de valores y disponibles a través de la *web* de la Comisión Nacional

del Mercado de Valores (CNMV) para las ofertas realizadas a partir de la segunda mitad de 1998.<sup>136</sup> Asimismo, se han consultado los hechos relevantes relacionados con tales ofertas y los informes financieros y de auditoría que anualmente han depositado en la CNMV las empresas objeto de nuestro estudio. Los datos contables y financieros proceden de la base de datos SABI y los datos bursátiles fueron adquiridos a Bolsas y Mercados Españoles SA (BME).<sup>137</sup>

Como también ya hemos explicado, para el propósito de nuestro estudio, hemos descompuesto la muestra total en dos grupos en función de la naturaleza familiar o no de la empresa de acuerdo con dos criterios: laxo o débil y estricto o fuerte.

Dado que este capítulo tiene como objetivo analizar y explicar la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa con respecto a los niveles previos a la misma, distinguiendo entre las ofertas de empresas familiares y las de empresas no familiares, hemos estimado la *performance* operativa a través de tres medidas: *ROA*, rentabilidad económica o rentabilidad del activo, calculada como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo; *ROE*, rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios, calculada como el cociente entre el resultado neto y los fondos propios; y *cash flow*, calculado como el beneficio antes de intereses e impuestos más las amortizaciones del activo no corriente, dividido entre el activo (en adelante *cash flow*). La rentabilidad económica o *ROA* proporciona una medida de la eficiencia en la utilización del activo con independencia de cómo se financie la empresa. Sin embargo, la rentabilidad financiera o *ROE* evalúa la eficiencia de la actividad, teniendo en cuenta su financiación, para los propietarios de la empresa. La medida del *cash flow* nos da una valoración de la *performance* operativa alternativa al *ROA* que permite eliminar la actuación discrecional de los empresarios en el cálculo de las amortizaciones del inmovilizado.

Para cada una de las tres variables mencionadas y cada empresa de la muestra medimos sus niveles en una ventana de siete años: los tres años anteriores a la oferta, el año de la salida (año 0) y los tres años posteriores a la oferta. Asimismo, calculamos los cambios en tales variables para cada empresa como la diferencia porcentual de los

---

<sup>136</sup> No hemos podido disponer de los folletos de emisión de las ofertas con anterioridad a la segunda mitad de 1998.

<sup>137</sup> En algunas partes del análisis empírico nos encontramos con ausencia de datos contables para algunas de las empresas de la muestra en algunos de los años del horizonte temporal considerado.

valores de los años 0, 1, 2 y 3 respecto del valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. A continuación obtenemos las medias y medianas tanto de los niveles como de las variaciones en la *performance* operativa. Estos cálculos los realizamos sobre la muestra completa y para las submuestras de empresas familiares y no familiares, de acuerdo con los dos criterios de clasificación utilizados.

En el análisis de la evolución de la *performance* operativa tras la salida a bolsa de las empresas es conveniente excluir aquella parte de la misma que sea provocada por factores propios de las industrias en las que tales organizaciones desarrollan su actividad. Así, Jensen (1993) apunta que los flujos de capitales de la industria pueden ser destinados a una sobreinversión lo cual puede derivar en una guerra de precios y, en consecuencia, en una reducción de los márgenes de beneficio. Por esta razón, tal como sugieren Barber y Lyon (1996), y como realizan los estudios previos, hemos repetido los cálculos de las tres medidas de *performance* operativa pero en términos ajustados por industria de acuerdo con el siguiente proceso: en primer lugar, para cada empresa que inicia su cotización en bolsa y en cada uno de los siete años de la ventana temporal considerada, le hemos restado a cada ratio (*ROA*, *ROE* y *cash flow*) la mediana del mismo calculada para la industria a la que pertenece cada empresa en ese mismo año, de modo que obtenemos los niveles de *performance* operativa de la empresa ajustados por industria en cada uno de esos siete años; en segundo lugar, calculamos las variaciones en tales niveles ajustados por industria para cada una de las empresas en los años 0, 1, 2 y 3 con relación al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. Finalmente, calculamos los valores medios y las medianas de los niveles ajustados por industria y de los cambios que experimentan tras la salida a bolsa de las empresas.

En consecuencia, con el fin de ajustar los datos por industria hemos seleccionado una muestra de empresas de control. Para ello, en primer lugar, a partir de la base de datos SABI, hemos extraído las empresas registradas de 1995 a 2012 que cumplieren todos los criterios siguientes:<sup>138</sup>

- Tener forma jurídica de Sociedad Anónima.
- Hallarse en un estado activo.

---

<sup>138</sup> La consideración de este horizonte temporal viene determinado por la disponibilidad de datos que ofrece la base de datos SABI en el momento en que realizamos la búsqueda.

- Las empresas de la muestra de control deben caracterizarse por un tamaño, medido por el total de activo, que al menos sea de 12 millones de euros en el caso de cuentas individuales, de 48 millones de euros en el caso de cuentas consolidadas y de 69 millones de euros si presentan cuentas consolidadas NIC.<sup>139</sup>
- Que no tengan la consideración de entidades financieras ni de empresas públicas. En este sentido hemos excluido todas aquellas empresas cuyo código en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 1993 Revisión 1 (en adelante CNAE) sea alguno de los siguientes: 65 (Intermediación financiera, excepto seguros y planes de pensiones), 66 (Seguros y planes de pensiones, excepto seguridad social obligatoria), 67 (Actividades auxiliares en la intermediación financiera), 75 (Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria) y 91 (Actividades asociativas). Y, asimismo, hemos exigido que no tengan como accionistas a gobiernos y autoridades públicas que en conjunto posean al menos el 50% de la propiedad de la empresa.
- Que no tengan como matriz una empresa extranjera, esto es, que los accionistas extranjeros no superen el 50% de participación en la empresa.

Como resultado de esta búsqueda hemos obtenido 92.615 casos o empresas-año. A partir de este número hemos eliminado aquellas empresas con código de consolidación U2 en SABI, pues ya han sido consideradas con sus cuentas consolidadas y en cada año nos aseguramos que no haya empresas repetidas. Asimismo, hemos excluido todas aquellas empresas cuyo CNAE sea el 7415 [(Gestión de sociedades de cartera (Holdings))] y las empresas que han salido a bolsa objeto de nuestro estudio. Tras ello resultan 85.091 casos disponibles.

Como el propósito es ajustar los datos de las empresas que salieron a bolsa con los de sus respectivas industrias, identificamos los códigos de actividad de aquellas considerando los dos primeros dígitos. Así, en la tabla 4.1 se reflejan los sectores de

---

<sup>139</sup> Debido a que hay empresas que salen a bolsa sin cumplir los requisitos de tamaño o beneficios exigidos por la legislación, hemos elegido como criterio para la selección de la muestra de control la inclusión en la misma de aquellas empresas que tengan un tamaño, medido por el total de activo, igual o superior al de la empresa más pequeña de entre las que salen a bolsa en el periodo analizado. Asimismo, hemos distinguido en función del tipo de cuentas contables que presentan.

actividad de las empresas que iniciaron su cotización en el mercado español en el periodo 1994-2012.

**Tabla 4.1. Distribución por código de actividad de la muestra de empresas que salieron a bolsa en el periodo 1994-2012** (excluidas las empresas financieras y las privatizaciones de empresas públicas). Según CNAE-93 Rev. 1.

CÓDIGOS DE ACTIVIDAD (CNAE-93 REV.1)	NÚMERO DE EMPRESAS
15 Industria de productos alimenticios y bebidas	4
17 Industria textil	1
21 Industria del papel	3
22 Edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	2
24 Industria química	2
28 Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	1
31 Fabricación de maquinaria y material eléctrico	1
37 Reciclaje	1
40 Producción y distribución de energía eléctrica, gas, vapor y agua caliente	1
45 Construcción	3
51 Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas	3
52 Comercio al por menor, excepto el comercio de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos	6
55 Hostelería	2
60 Transporte terrestre; transporte por tuberías	1
62 Transporte aéreo y espacial	1
63 Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	3
64 Correos y telecomunicaciones	2
70 Actividades inmobiliarias	7
71 Alquiler de maquinaria y equipo sin operario, de efectos personales y enseres domésticos	1
72 Actividades informáticas	1
74 Otras actividades empresariales	2
85 Actividades sanitarias y veterinarias, servicio social	1
92 Actividades recreativas, culturales y deportivas	5
93 Actividades diversas de servicios personales	2

Por otra parte, de las 85.091 empresas-año solo nos resultan útiles aquellas que desarrollen su actividad en alguno de los 24 sectores recogidos en la tabla 4.1, de modo que eliminamos todas las demás. Finalmente, la muestra de control cuenta con 67.812 empresas-año, que se distribuyen entre los 24 sectores de actividad tal y como se indica en la tabla 4.2.

Asimismo, con objeto de tener evidencia de que las variaciones negativas de *performance* operativa de las empresas en los años siguientes a su salida a bolsa no son debidas a problemas de demanda o a la ausencia de oportunidades de inversión, incluimos en el estudio el cálculo de las variaciones experimentadas por las empresas en sus ventas y en su inversión en capital.

**Tabla 4.2. Distribución por código de actividad de la muestra de empresas de control. Según CNAE-93 Rev. 1.**

CÓDIGOS DE ACTIVIDAD (CNAE-93 REV.1)	NÚMERO DE EMPRESAS
15 Industria de productos alimenticios y bebidas	5.736
17 Industria textil	943
21 Industria del papel	973
22 Edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1.390
24 Industria química	2.299
28 Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	2.169
31 Fabricación de maquinaria y material eléctrico	592
37 Reciclaje	133
40 Producción y distribución de energía eléctrica, gas, vapor y agua caliente	1.800
45 Construcción	8.277
51 Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas	9.185
52 Comercio al por menor, excepto el comercio de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos	1.497
55 Hostelería	3.337
60 Transporte terrestre; transporte por tuberías	1.168
62 Transporte aéreo y espacial	170
63 Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	2.207
64 Correos y telecomunicaciones	498
70 Actividades inmobiliarias	17.193
71 Alquiler de maquinaria y equipo sin operario, de efectos personales y enseres domésticos	493
72 Actividades informáticas	422
74 Otras actividades empresariales	4.266
85 Actividades sanitarias y veterinarias, servicio social	836
92 Actividades recreativas, culturales y deportivas	2.018
93 Actividades diversas de servicios personales	210

Con respecto al análisis univariante, efectuamos contrastes paramétricos y no paramétricos con el fin de constatar si se produce una variación significativa de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa y para comparar las posibles diferencias en dicha variación entre las empresas familiares y las no familiares.

En concreto, utilizamos el *test* paramétrico *t*-Student, con el fin de analizar si los valores medios son o no significativamente distintos de cero y comparar si hay o no diferencias significativas entre los valores medios de las empresas familiares y de las empresas no familiares. Ante el reducido tamaño de las muestras y con el fin de robustecer nuestros resultados, empleamos también la metodología *bootstrap* [Efron (1982)] mediante la cual se genera la distribución empírica de los rendimientos bajo la



hipótesis nula, relajando así las hipótesis de normalidad, estacionariedad e independencia temporal de las observaciones.<sup>140</sup>

Asimismo, dado que no es posible garantizar simetría en los datos y, en consecuencia, la medida de la media puede no resultar adecuada, realizamos los contrastes para las medianas de los valores utilizando la prueba de los rangos con signos de Wilcoxon y el *test* de Kruskal-Wallis.

Tras el análisis univariante, llevamos a cabo un análisis multivariante mediante regresiones en sección cruzada con el fin de buscar una explicación a la posible variación de *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa. Nuestro propósito es analizar el poder explicativo en tal suceso del cambio en la estructura de propiedad que experimentan las empresas como consecuencia de dicha decisión estratégica y de la naturaleza familiar de su estructura de propiedad. En concreto, pretendemos contrastar las hipótesis del efecto negativo del aumento de la dispersión de propiedad y, por tanto, de los costes de agencia, del efecto positivo de la retención de propiedad de los empresarios iniciales y del efecto positivo de la naturaleza familiar sobre el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa. Para ello estimamos el modelo recogido en la expresión [4.1].

$$VPO_i = c + b_1VD_i + b_2PIR_i + b_3FAM_i + b_4EDAD_i + b_5TAM_i + b_6PRI_i + b_7MTB_i + b_8OPV_i + b_9VPOI_i + u_i, \quad [4.1]$$

donde la variable dependiente *VPO* es la variación de *performance* operativa que experimentan las empresas tres años después de su salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso. Como hemos señalado, siguiendo a los estudios previos, utilizamos tres medidas de *performance* operativa: la rentabilidad económica o del activo, *ROA*; la rentabilidad financiera o de los accionistas, *ROE*; y la relación entre el *cash flow* y el total de activo. Esta última medida nos permite aislar las posibles prácticas de maquillaje contable que puedan realizar las empresas a través de la partida de la amortización. En consecuencia, estimamos tres modelos, uno para cada una de estas tres variables dependientes: *VROA*, *VROE* y *VCFA*.<sup>141</sup>

<sup>140</sup> En concreto, seguiremos un procedimiento análogo a Wehrens *et al.* (2000).

<sup>141</sup> Con el fin de suavizar estas variables hemos realizado una transformación logarítmica de las mismas.

Con respecto a las variables explicativas, el cambio en la estructura de propiedad de las empresas tras la salida a bolsa lo hemos aproximado a través de las variables *VD*, *PIR* y *PIR*<sup>2</sup> con el fin de testar las hipótesis H2 y H3 basadas en la Teoría de la Agencia y en la Teoría de Señales. La variable *VD* recoge la variación en la dispersión de propiedad que experimentan las empresas tras el inicio de la cotización, y que hemos medido de dos maneras: variación de dispersión en el año de la salida a bolsa con respecto al momento previo a la misma (*VD0*) y variación de dispersión tres años después de la salida a bolsa con respecto al momento previo a la misma (*VD3*). Hemos estimado la dispersión de propiedad de una empresa como el porcentaje de propiedad que no se halla en manos de los accionistas principales, que hemos considerado como aquellos que poseen al menos el 10% de participación en la empresa.<sup>142</sup> Al igual que otros autores [Jain y Kini (1994), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)], consideramos la variable *PIR* que mide el porcentaje de propiedad retenido tras la salida a bolsa por los accionistas principales iniciales y *PIR*<sup>2</sup>, que recoge el cuadrado de la anterior con el fin de contemplar la posible existencia de una relación cuadrática entre los cambios de *performance* operativa y el porcentaje de propiedad que mantienen los empresarios originales. Asimismo, para contrastar la hipótesis H4, basada en la Teoría de la Agencia, hemos recogido la naturaleza familiar de la empresa a través de la variable *dummy* *FAM* que hemos aproximado de acuerdo con los dos criterios de clasificación considerados: criterio débil (*FAMD*) y criterio fuerte (*FAMF*).

Además, incluimos en las regresiones una serie de variables de control. Como se realiza en estudios anteriores [Jain y Kini (1994), Mikkelson *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)] controlamos por la edad y por el tamaño de la empresa, ya que ambos pueden influir en la *performance* operativa tras la salida a bolsa, de modo que tales trabajos sugieren que cuanto más antigua y cuánto más grande es la empresa mejor es dicho comportamiento operativo. Así, *EDAD* es el logaritmo neperiano del número de años de vida de la empresa desde su constitución hasta el momento de la salida a bolsa y *TAM* es el tamaño de la empresa medido por el logaritmo neperiano del activo total. Como también consideran Álvarez y González (2005), la variable *PRI* es una *dummy* que toma valor 1 cuando la oferta inicial de valores se realiza a través de una colocación privada, dirigida únicamente a inversores

---

<sup>142</sup> Hemos considerado este umbral por razones de disponibilidad de información en los informes financieros anuales y de auditoría, ya que no hay informes de gobierno corporativo ni comunicación de participaciones significativas en todo el horizonte de estudio.

institucionales y toma valor 0 en caso contrario. Creemos conveniente controlar por esta característica de la oferta de valores ya que cabe esperar que en el caso de que los nuevos accionistas sean inversores institucionales, los nuevos títulos quedan concentrados en pocas manos y, en consecuencia, el aumento de dispersión de propiedad es menor.

Adicionalmente, incluimos como variable de control la mediana del *market-to-book* de los recursos propios del mercado en diciembre del año previo a la salida a bolsa (*MTB*). Ritter (1991) y Loughran y Ritter (1995) plantean que los inversores no anticipan las futuras caídas de *performance* de las empresas y entonces es probable que las empresas aprovechen para realizar sus emisiones de acciones cuando el mercado las sobrevalora. En este sentido, el propósito de la variable *MTB* es considerar la posible elección por parte de los emisores del momento óptimo de llevar a cabo la oferta inicial en función del aprovechamiento de la *ventana de oportunidad* que brinda el mercado cuando en el mismo hay un sentimiento excesivamente optimista sobre la evolución futura de las empresas. Así pues, si valores elevados del *market-to-book* del mercado van acompañados por caídas en la *performance* operativa de las empresas, cabe pensar que las empresas efectivamente han elegido un momento de salida a bolsa en el que los inversores tienen expectativas anormalmente optimistas sobre las empresas.

Asimismo, como señalan Mikkelson *et al.* (1996), las salidas a bolsa a través de ofertas que incluyen la venta de acciones secundarias son de interés porque suelen llevarse a cabo tras periodos de buena *performance* y antes de caídas de la misma, y porque además suponen la reducción de la concentración de propiedad en manos de los actuales empresarios. Por esta razón, utilizamos la *dummy OPV* que toma valor 1 cuando la oferta incluye venta de acciones secundarias y valor 0 en caso contrario, de modo que recogemos el hecho de que el tipo de oferta puede llevar ya implícito un mayor o menor cambio en la estructura de propiedad tras la salida a bolsa.

Por último, con el fin de aislar los posibles efectos sobre la *performance* de las empresas de los factores propios de la industria en la que desarrollan su actividad, controlamos por la variación de la mediana de la industria tres años después de la salida a bolsa de aquellas con respecto al año previo (*VPOI*). Esta variable la estimamos de tres formas, según midamos la *performance* operativa de la industria con el *ROA*

(*VROAI*), con el *ROE* (*VROEI*), o con el *cash flow* (*VCFAI*). La tabla 4.3 resume las variables que utilizamos en el análisis.

**Tabla 4.3. Variables utilizadas en el análisis de la performance operativa.**

<b>VARIABLES DEPENDIENTES</b>	
<i>VROA</i>	Variación del <i>ROA</i> de la empresa tres años después de su salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>VROE</i>	Variación del <i>ROE</i> de la empresa tres años después de su salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>VCFA</i>	Variación del <i>cash flow</i> respecto al activo de la empresa tres años después de su salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>	
<i>VD0</i>	Variación de la dispersión de propiedad de la empresa en el año de su salida a bolsa con respecto al momento previo a dicho suceso.
<i>VD3</i>	Variación de la dispersión de propiedad de la empresa tres años después de su salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>PIR</i>	Porcentaje de propiedad que retienen los accionistas principales de la empresa tras su salida a bolsa.
<i>PIR</i> <sup>2</sup>	Cuadrado del porcentaje de propiedad que retienen los accionistas principales de la empresa tras su salida a bolsa.
<i>FAMD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio débil y toma valor 0 en caso contrario.
<i>FAMF</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la empresa es clasificada como empresa familiar de acuerdo con el criterio fuerte y toma valor 0 en caso contrario.
<b>VARIABLES DE CONTROL</b>	
<i>EDAD</i>	Logaritmo neperiano del número de años de vida de la empresa desde su constitución hasta el momento de la salida a bolsa.
<i>TAM</i>	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa.
<i>PRI</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial de valores se realiza a través de una colocación privada, dirigida únicamente a inversores institucionales y toma valor 0 en caso contrario.
<i>MTBM</i>	Mediana del <i>market-to-book</i> de los recursos propios del mercado en diciembre del año previo a la salida a bolsa.
<i>VROAI</i>	Variación de la mediana del <i>ROA</i> de la industria tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>VROEI</i>	Variación de la mediana del <i>ROE</i> de la industria tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>VCFAI</i>	Variación de la mediana del <i>cash flow</i> respecto al activo de la industria tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo a dicho suceso.
<i>OPV</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 cuando la oferta inicial incluye la venta de acciones secundarias y toma valor 0 en caso contrario.

Al igual que hicimos en el estudio del fenómeno de la infravaloración, como paso previo a la realización del análisis multivariante llevamos a cabo un estudio de la posible correlación no paramétrica de Spearman entre las variables independientes con el fin de evitar posibles problemas de multicolinealidad. Asimismo, calculamos el *Factor de Agrandamiento de la Varianza (FAV)* e indicamos los resultados obtenidos para las variables explicativas de cada una de las regresiones que llevamos a cabo. Por otra parte, dado que las series de datos de corte transversal son proclives a presentar problemas de heteroscedasticidad, en las regresiones aplicamos la estimación consistente de White.

#### 4.4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE

A continuación comentamos los resultados obtenidos para el análisis univariante sobre la muestra completa y sobre las submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares de acuerdo con los dos criterios de clasificación considerados: débil o laxo y fuerte o estricto.

##### 4.4.1. Muestra completa

La tabla 4.4 recoge para la muestra completa la media y la mediana de la *performance* operativa, para cada uno de los siete años de la ventana temporal considerada (los tres años previos a la oferta, el año de la salida a bolsa (año 0) y los tres años siguientes), calculada a través de las tres medidas: *ROA* (panel A), *ROE* (panel B) y *cash flow* (panel C), tanto en términos brutos como ajustada por industria. Asimismo, se muestran los resultados de los contrastes de medias y medianas para los valores ajustados por industria.

Los resultados que refleja la tabla 4.4 indican que los niveles medios y las medianas de la *performance* operativa medida a través de los tres ratios, tanto en valores brutos como ajustados por industria, experimentan un crecimiento en los años previos más próximos a la oferta con un pico justo en el año inmediatamente anterior, lo cual puede ser motivado por una mayor dedicación de las empresas con el fin de salir a bolsa

en buenas condiciones. Por el contrario, en los años posteriores al inicio de la cotización se produce una caída de la *performance* operativa, de modo que el valor tres años después de la salida a bolsa se muestra sensiblemente inferior al del año previo a la misma. Si bien observamos este comportamiento tanto cuando calculamos las medidas brutas como cuando ajustamos por industria, en este último caso la diferencia de comportamiento operativo antes y después del inicio de cotización es más leve, debido probablemente a la eliminación de los efectos provocados por factores propios de la industria.

**Tabla 4.4. Valores medios y medianas de la *performance* operativa. Muestra completa.** Valores medios y medianas, en términos brutos y ajustados por industria, de la *performance* operativa de las empresas de la muestra completa para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa. Panel A: *ROA*; Panel B: *ROE* y Panel C: *Cash flow (CF/A)*. Para el contraste de la hipótesis nula de media ajustada de la *performance* operativa igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana ajustada de la *performance* operativa igual a cero el *test* no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon.

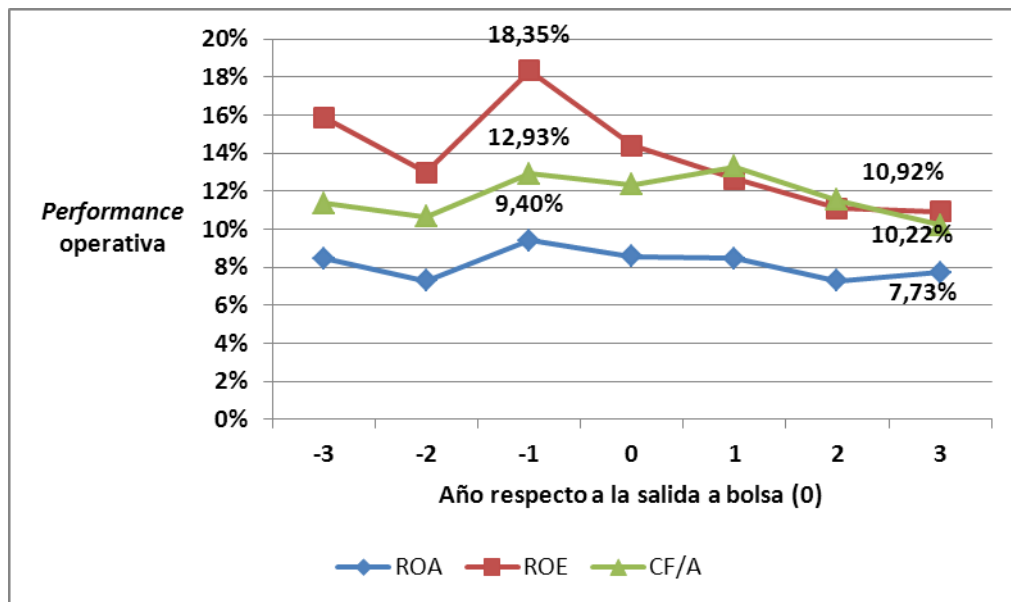
	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>							
Media	9,57	8,16	11,00	11,24	9,29	8,16	9,44
Mediana	8,46	7,29	9,40	8,58	8,47	7,27	7,73
N	37	45	51	56	56	55	51
Media ajustada	4,18 <sup>b</sup>	1,71	5,31 <sup>b</sup>	5,84 <sup>a</sup>	3,68 <sup>b</sup>	3,43 <sup>b</sup>	4,51 <sup>b</sup>
Mediana ajustada	2,55 <sup>b</sup>	1,45	3,04 <sup>a</sup>	3,80 <sup>a</sup>	2,62 <sup>a</sup>	2,83 <sup>a</sup>	2,21 <sup>c</sup>
N	32	40	47	53	56	55	50
<b>PANEL B: ROE (%)</b>							
Media	15,63	13,87	16,87	17,52	11,33	5,75	8,77
Mediana	15,88	12,99	18,35	14,39	12,65	11,08	10,92
N	37	45	51	56	56	55	52
Media ajustada	3,49	0,02	3,44	4,47	-0,81	-3,18	0,39
Mediana ajustada	3,58	2,71	5,16 <sup>b</sup>	1,50	1,44	2,35	1,99
N	32	40	47	53	56	55	51
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>							
Media	13,83	11,77	14,95	14,88	12,79	11,79	11,88
Mediana	11,38	10,65	12,93	12,35	13,27	11,52	10,22
N	37	44	49	56	55	54	50
Media ajustada	5,20 <sup>b</sup>	2,12	5,89 <sup>b</sup>	5,76 <sup>a</sup>	3,67 <sup>b</sup>	3,17 <sup>b</sup>	2,92 <sup>b</sup>
Mediana ajustada	4,22 <sup>b</sup>	0,35	3,15 <sup>a</sup>	3,50 <sup>a</sup>	3,20 <sup>a</sup>	2,43 <sup>b</sup>	2,17
N	32	40	45	53	55	54	49

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En concreto, como muestra la figura 4.1 para las medidas brutas y la figura 4.2 para las ajustadas por industria, la mediana del *ROA* en términos brutos desciende del

9,4% en el año previo a la oferta al 7,7% tres años después, y ajustado por industria pasa del 3% al 2,2%; la mediana del *ROE* en términos brutos se reduce del 18,3% en el año previo a la salida al 10,9% tres años después, y ajustado por industria pasa del 5,1% al 1,94%; y, finalmente, la mediana del *cash flow* disminuye en términos brutos del 12,9% en el año anterior a la oferta al 10,2% tres años después, y ajustado por industria pasa del 3,1% al 2,1%. Por tanto, se observa que el comportamiento es similar cuando medimos la *performance* operativa a través del *ROA* y a través del ratio *cash flow*, lo cual podría interpretarse como la inexistencia de posibles prácticas de maquillaje contable, a través del registro de la amortización, por parte de las empresas en los años previos a la oferta.

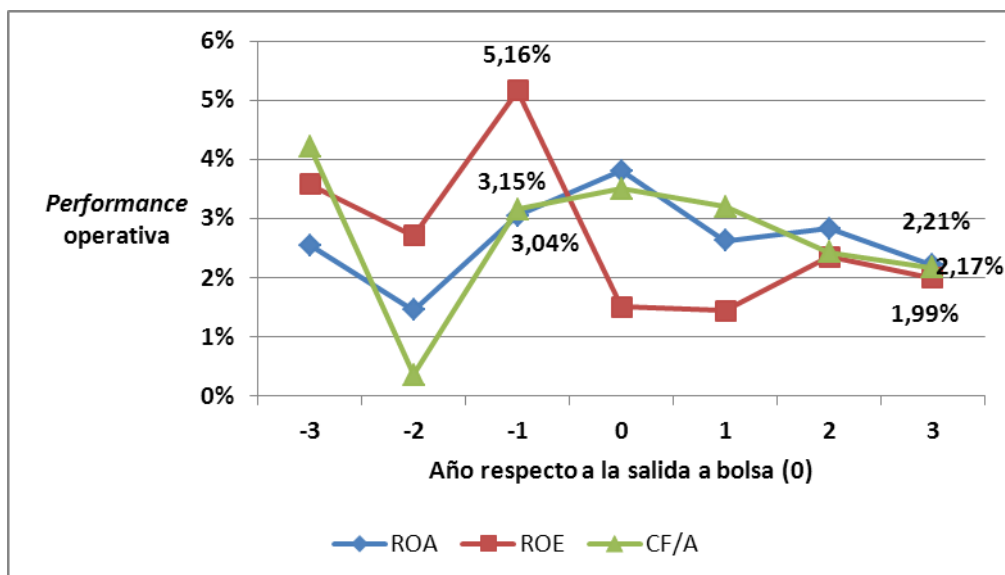
**Figura 4.1. Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos. Muestra completa.** Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas de la muestra completa para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



Como puede observarse, los resultados de los contrastes de la media y la mediana de los valores ajustados por industria revelan que son significativamente distintas de cero cuando la medida de *performance* operativa utilizada es el *ROA* y el *cash flow*, en todos los años a excepción de dos años antes de la salida a bolsa. En consecuencia, cuando aproximamos la *performance* operativa a través de estos ratios podemos afirmar que el comportamiento operativo de las empresas difiere del de sus industrias.

Por tanto, consistente con la evidencia previa [Loughran y Ritter (1997), Mikkelsen *et al.* (1997), Cai y Wei (1997)] las empresas españolas que salieron a bolsa mediante una oferta de valores en el periodo 1994-2012 experimentan un pico de crecimiento de su *performance* operativa alrededor del año previo a dicho suceso. Sin embargo, inmediatamente después, la *performance* operativa comienza a descender alejándose de aquel pico de forma importante tres años después. Estos resultados se mantienen con independencia de la medida de *performance* operativa utilizada y tanto si se calcula en términos brutos como ajustada por industria.

**Figura 4.2. Evolución de la mediana de la *performance* operativa ajustada por industria. Muestra completa.** Evolución de la mediana de la *performance* operativa ajustada por industria de las empresas de la muestra completa para cada uno de los años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



Por otra parte, la tabla 4.5 recoge para la muestra completa los valores medios y las medianas de las variaciones de la *performance* operativa medida a través de los tres ratios: *ROA* (panel A), *ROE* (panel B) y *cash flow* (panel C), tanto en términos brutos como ajustados por industria, producidas en los años 0, 1, 2 y 3 con relación al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. Asimismo, se muestran los resultados de los contrastes de medias y medianas.



**Tabla 4.5. Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa. Muestra completa.** Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa, en términos brutos y ajustados por industria, de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa de las empresas de la muestra completa. Panel A: ROA; Panel B: ROE, Panel C: Cash flow (CF/A), Panel D: Ventas y Panel E: Inversión en capital. Para el contraste de la hipótesis nula de variación media de performance operativa igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico y *bootstrap* de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de performance operativa igual a cero el *test* no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon.

	Variación -1 a 0	Variación -1 a 1	Variación -1 a 2	Variación -1 a 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>				
Media	*-55,12	-26,65	** -46,96	***-63,01 <sup>b</sup>
Mediana	-0,37	-3,96	-18,41 <sup>b</sup>	-35,27 <sup>a</sup>
N	50	50	49	47
Media ajustada	*56,14	*61,54	24,97	-61,27
Mediana ajustada	-19,35%	-15,72	-35,22	-58,78 <sup>b</sup>
N	45	46	45	41
<b>PANEL B: ROE (%)</b>				
Media	**44,71	34,54	-25,87	-7,94
Mediana	-5,91	-17,82	-32,09 <sup>b</sup>	-39,70 <sup>b</sup>
N	50	50	49	47
Media ajustada	-26,57	-95,87	10,72	27,68
Mediana ajustada	-28,24 <sup>a</sup>	-48,41 <sup>a</sup>	-47,08 <sup>b</sup>	-72,00 <sup>a</sup>
N	45	46	44	41
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>				
Media	*9,23	6,00	-6,29%	** -20,85 <sup>b</sup>
Mediana	0,05	0,72	-4,92%	-25,91 <sup>b</sup>
N	47	46	45	43
Media ajustada	** -67,86	-34,61	-193,75	-154,39
Mediana ajustada	-20,51 <sup>b</sup>	-29,75 <sup>c</sup>	-45,07 <sup>c</sup>	-52,64 <sup>c</sup>
N	44	41	44	44
<b>PANEL D: Ventas (%)</b>				
Media	***138,84 <sup>b</sup>	***182,59 <sup>b</sup>	***201,04 <sup>b</sup>	***228,88 <sup>b</sup>
Mediana	24,56 <sup>a</sup>	49,93 <sup>a</sup>	72,93 <sup>a</sup>	60,25 <sup>a</sup>
N	50	50	49	47
<b>PANEL E: Inversión en capital (%)</b>				
Media	***94,96 <sup>a</sup>	***231,14 <sup>b</sup>	***286,32 <sup>b</sup>	***172,00 <sup>a</sup>
Mediana	33,23 <sup>a</sup>	58,82 <sup>a</sup>	77,82 <sup>a</sup>	87,22 <sup>a</sup>
N	48	48	47	46

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

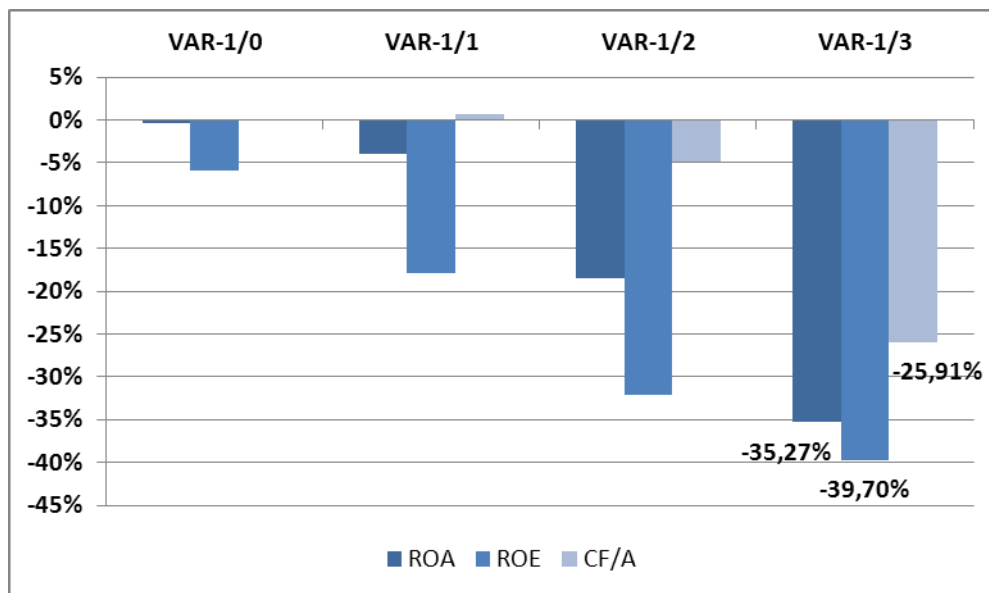
\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

Consistente con la evidencia empírica previa [Jain y Kini (1994), Pagano *et al.* (1998), Mikkelson *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)], nuestros resultados revelan que para la muestra completa se produce una caída en la performance operativa de las empresas tras su salida a bolsa respecto a

su valor en el año previo a la misma, que principalmente resulta significativa en el tercer año siguiente al del inicio de la cotización, con independencia de si es medida por el *ROA*, *ROE* o el *cash flow* y tanto si se consideran las medidas en términos brutos como si están ajustadas por industria. Por lo tanto, verificamos la primera hipótesis.

Así, como reflejan la tabla 4.5 y las figuras 4.3 y 4.4 para las medidas brutas y ajustadas por industria, respectivamente, en mediana el *ROA* en términos brutos disminuye significativamente tres años después de la oferta con relación a sus valores en el año anterior a la misma en un 35,2% y ajustado por industria en un 58,7%; el *ROE* en términos brutos se reduce significativamente en un 39,7% y ajustado por industria en un 72%; y el *cash flow* en términos brutos cae significativamente un 25,9% y ajustado por industria un 52,6%, muy superiores a las caídas bruta del 9,09% y ajustada del 6,81% observadas en el mercado americano por Jain y Kini (1994). Cuando empleamos la metodología *bootstrap* también resultan significativas las caídas en promedio aunque solo en términos brutos y no cuando la *performance* es aproximada a través del *ROE*.

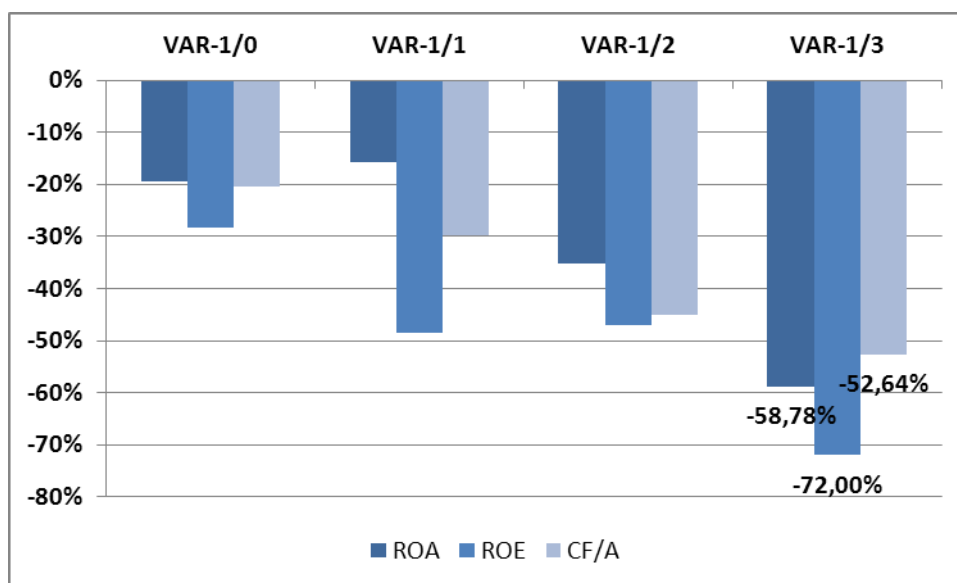
**Figura 4.3. Mediana de la variación de la *performance* operativa en términos brutos. Muestra completa.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, en términos brutos, de las empresas de la muestra completa producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



Estos resultados podrían ser explicados por una posible disminución de la demanda y actividad de las empresas tras su salida a bolsa. Sin embargo, hemos

constatado (panel D y E de la tabla 4.5) que los valores medios y las medianas de las ventas y de la inversión en capital crecen significativamente desde el año antes de la salida a bolsa hasta tres años después. En consecuencia, cabe pensar que dicho declive de la *performance* operativa de las empresas tras llevar a cabo una oferta de acciones con el fin de iniciar su cotización en bolsa esté provocado por un aumento de los conflictos de agencia, debido a la mayor dispersión de la propiedad resultante y, por tanto, a una menor supervisión y alineación de intereses entre propietarios y gestores.

**Figura 4.4. Mediana de la variación de la *performance* operativa ajustada por industria. Muestra completa.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, ajustada por industria, de las empresas de la muestra completa producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.

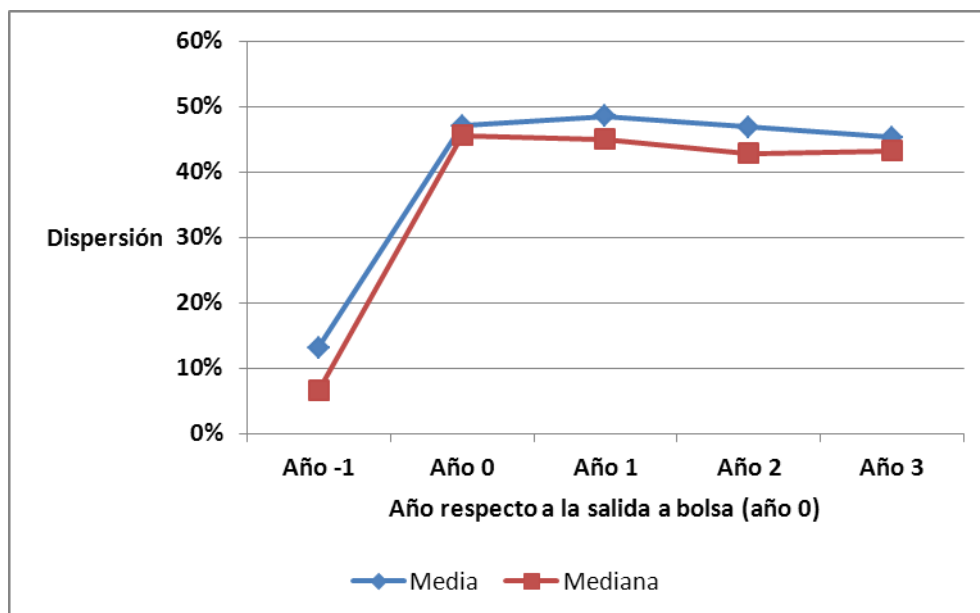


Así, en la tabla 4.6 se muestran los niveles medios y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas que salieron a bolsa desde el año previo al inicio de la cotización (año -1) hasta tres años después. Para ello, hemos medido la dispersión de propiedad como aquel porcentaje de propiedad que no se halla en manos de accionistas principales, entendiendo estos como aquellos que al menos poseen un 10% de participación en la empresa. Como se observa en la tabla 4.6 y en la figura 4.5, la salida a bolsa de las empresas supone efectivamente un aumento sustancial de la dispersión de su estructura de propiedad, que en los tres años siguientes se mantiene con bastante estabilidad.

**Tabla 4.6. Media y mediana de la dispersión de propiedad. Muestra completa.** Media y mediana de la dispersión de propiedad de las empresas de la muestra completa desde el año previo al inicio de la cotización (año -1) hasta tres años después.

	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
Media	13,15%	47,00%	48,51%	46,84%	45,26%
Mediana	6,53%	45,55%	44,97%	42,86%	43,26%
N	51	51	48	48	46

**Figura 4.5. Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad. Muestra completa.** Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas de la muestra completa para el año previo a la salida a bolsa, el año de la salida a bolsa (año 0) y cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



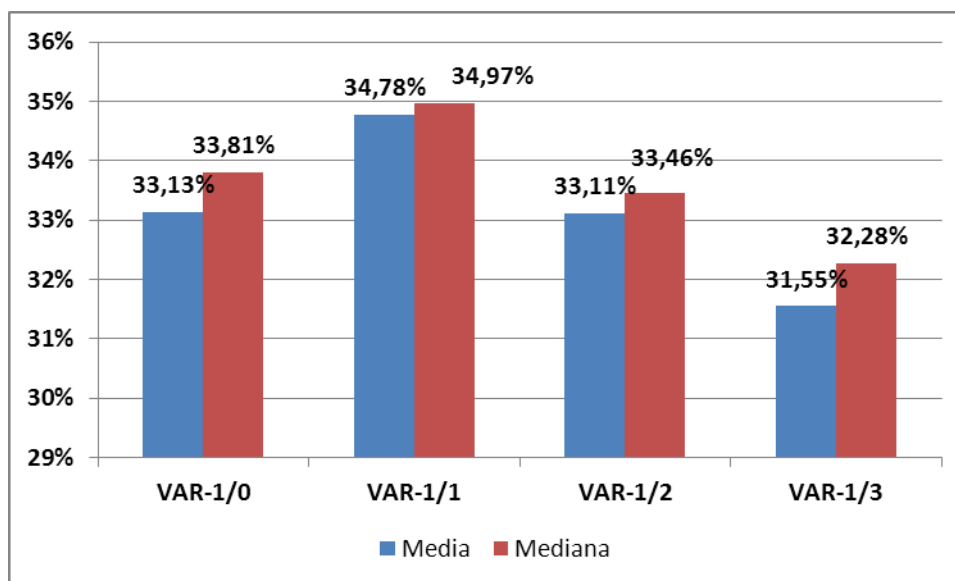
La tabla 4.7 y la figura 4.6 recogen la media y la mediana de la variación de la dispersión de propiedad que experimentan las empresas de la muestra completa como consecuencia del comienzo de su cotización en el año de este suceso y tres años después con respecto al nivel de dispersión previo a la salida a bolsa. Como puede observarse, se producen aumentos significativos en media y en mediana de la dispersión de la estructura de propiedad en todos los periodos considerados y, en concreto, la mediana del aumento significativo de dispersión tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo es del 32,28%.

**Tabla 4.7. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Muestra completa.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas de la muestra completa en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso. Para el contraste de la hipótesis nula de variación media de la dispersión igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de la dispersión igual a cero el *test* no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon.

	Variación Dispersión -1 a 0	Variación Dispersión -1 a 1	Variación Dispersión -1 a 2	Variación Dispersión -1 a 3
Media	33,13% <sup>a</sup>	34,78% <sup>a</sup>	33,11% <sup>a</sup>	31,55% <sup>a</sup>
Mediana	33,81% <sup>a</sup>	34,97% <sup>a</sup>	33,46% <sup>a</sup>	32,28% <sup>a</sup>
N	50	48	48	46

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Figura 4.6. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Muestra completa.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas de la muestra completa producidas en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



#### 4.4.2. Submuestras de empresa familiar y empresa no familiar según el criterio débil

Cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares de acuerdo con el criterio débil, los resultados recogidos en la tabla 4.8 reflejan en general un comportamiento muy similar al comentado para la muestra completa. Esto es, también se observa un incremento de la

*performance* operativa en los años anteriores más próximos al inicio de cotización y un declive de la misma en los tres años siguientes.

En concreto, en relación con la evolución de la mediana de la *performance* operativa bruta de las empresas familiares con motivo de su salida a bolsa (tabla 4.8 y figura 4.7) la mediana del *ROA* en términos brutos se reduce del 9,4% en el año previo a la salida a bolsa al 8% tres años después; la mediana del *ROE* en términos brutos cae del 18,3% al 11,5%; y la mediana del *cash flow* en términos brutos desciende del 12,4% al 11,4%.

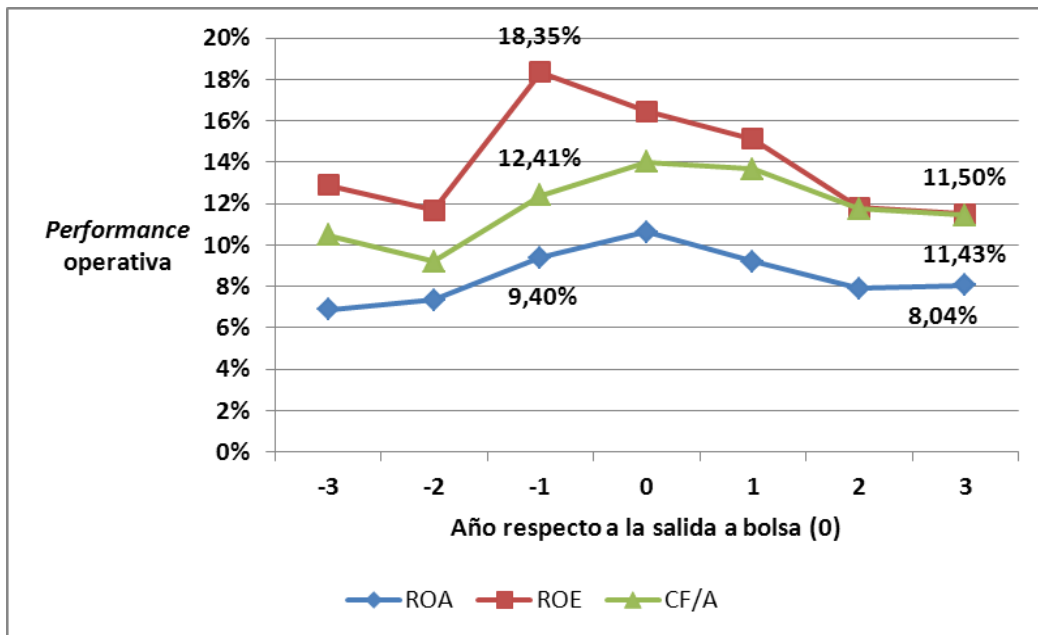
No obstante, cuando consideramos las medidas ajustadas por industria (tabla 4.8 y figura 4.8) se observa diferente comportamiento entre la *performance* operativa medida por *ROA* y *cash flow* y medida por el *ROE*. Así, en el caso del *ROA* y del *cash flow* se produce el repunte no en el año previo sino en el mismo año de la salida a bolsa y sí se observa una caída en los dos años siguientes a la salida a bolsa aunque con una recuperación en el tercer año. Sin embargo, en el caso del *ROE* se produce el pico en el año previo y la caída más importante en el año de la salida a bolsa. Además, la media y la mediana de los niveles de *performance* operativa ajustados por industria, cuando dicha *performance* es aproximada por el *ROA* y el *cash flow* pero no si lo es por el *ROE*, son significativamente distintos de cero y, por tanto, dichos niveles son consecuencia de otros factores distintos a los propios de las industrias correspondientes. Así pues, al tener en cuenta los efectos de la industria el comportamiento operativo de las empresas familiares cuando salen a bolsa no se presenta igual con independencia de la medida de *performance* operativa utilizada. Conviene recordar que si bien el *ROA* y *cash flow* pueden ser consideradas medidas alternativas con la única diferencia de las amortizaciones, el *ROE* viene influenciado por otras partidas, tales como resultados extraordinarios y gastos financieros.

**Tabla 4.8. Valores medios y medianas de la performance operativa. Criterio débil.** Valores medios y medianas, en términos brutos y ajustados por industria, de la performance operativa de las submuestras familiar y no familiar según el criterio débil de clasificación, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa. Panel A: ROA; Panel B: ROE y Panel C: Cash flow (CF/A). Para el contraste de la hipótesis nula de media ajustada de la performance operativa igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana ajustada de la performance operativa igual a cero el test no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon.

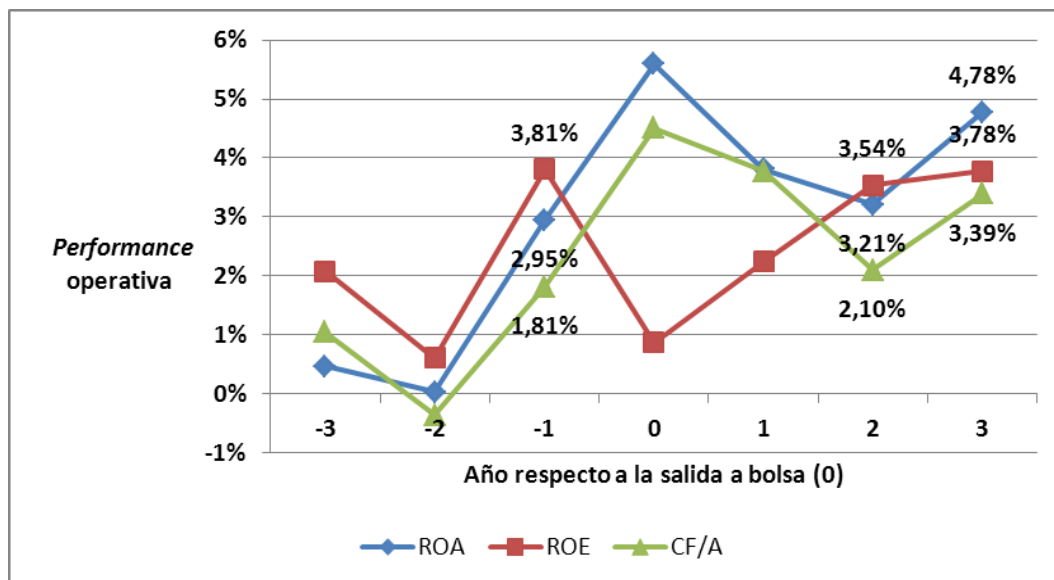
	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	8,56	8,47	13,29	13,92	11,37	9,46	10,53
Mediana	6,88	7,34	9,40	10,62	9,21	7,91	8,04
N	21	26	31	31	31	30	28
Media ajustada	2,81 <sup>c</sup>	1,51	7,68 <sup>b</sup>	8,30 <sup>a</sup>	5,50 <sup>a</sup>	4,64 <sup>a</sup>	5,64 <sup>c</sup>
Mediana ajustada	0,46	0,03	2,95 <sup>a</sup>	5,59 <sup>a</sup>	3,81 <sup>a</sup>	3,21 <sup>a</sup>	4,78 <sup>b</sup>
N	18	22	29	30	31	30	28
<b>ENF</b>							
Media	10,90	7,72	7,45	7,91	6,71	6,59	8,10
Mediana	9,24	7,29	9,04	6,17	7,68	6,47	5,66
N	16	19	20	25	25	25	23
Media ajustada	5,93 <sup>c</sup>	1,94	1,50	2,63	1,42	1,98	3,07
Mediana ajustada	3,63	2,86	4,36	2,04	1,32	1,65	-0,08
N	14	18	18	23	25	25	22
<b>PANEL B: ROE (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	13,45	11,19	21,74	19,11	16,15	10,45	6,69
Mediana	12,89	11,68	18,35	16,45	15,14	11,81	11,50
N	21	26	31	31	31	30	28
Media ajustada	-0,17	-3,24	8,98 <sup>b</sup>	6,04 <sup>b</sup>	3,72	1,41	-1,60
Mediana ajustada	2,08	0,60	3,81 <sup>b</sup>	0,87	2,24	3,54	3,78
N	18	22	29	30	31	30	28
<b>ENF</b>							
Media	18,49	17,53	9,33	15,55	5,36	0,12	11,19
Mediana	18,60	19,13	18,28	12,43	11,61	10,15	10,74
N	16	19	20	25	25	25	24
Media ajustada	8,19	4,01	-5,49	2,43	-6,43	-8,70	2,82
Mediana ajustada	10,44	6,56	8,18	2,30	0,63	0,59	-1,01
N	14	18	18	23	25	25	23
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	11,38	10,93	16,32	16,88	14,72	12,50	11,52
Mediana	10,46	9,20	12,41	14,01	13,67	11,74	11,43
N	21	25	29	31	30	29	27
Media ajustada	2,65	1,30	7,33 <sup>b</sup>	7,81 <sup>a</sup>	5,39 <sup>a</sup>	4,16 <sup>a</sup>	3,03 <sup>b</sup>
Mediana ajustada	1,04	-0,36	1,81 <sup>b</sup>	4,51 <sup>a</sup>	3,77 <sup>a</sup>	2,10 <sup>b</sup>	3,39 <sup>c</sup>
N	18	22	27	30	30	29	27
<b>ENF</b>							
Media	17,05	12,87	12,97	12,41	10,47	10,96	12,31
Mediana	14,43	11,19	14,96	10,12	11,63	10,36	9,51
N	16	19	20	25	25	25	23
Media ajustada	8,47 <sup>c</sup>	3,11	3,73	3,09	1,59	2,03	2,78
Mediana ajustada	6,06 <sup>c</sup>	1,23	4,36 <sup>c</sup>	2,27	2,74	2,76	0,94
N	14	18	18	23	25	25	22

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Figura 4.7. Evolución de la mediana de la performance operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio débil.** Evolución de la mediana de la performance operativa en términos brutos de las empresas familiares según el criterio débil, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



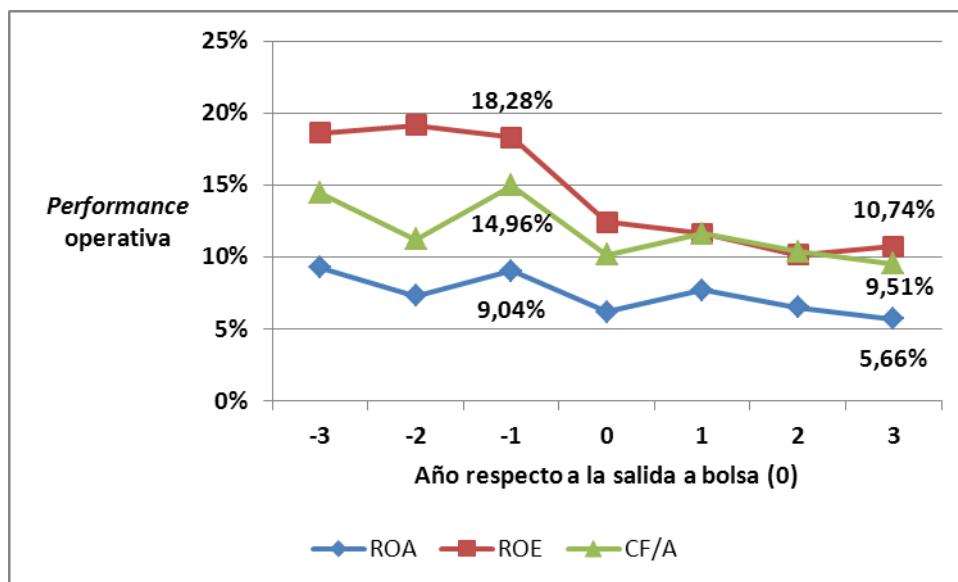
**Figura 4.8. Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio débil.** Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas familiares según el criterio débil, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



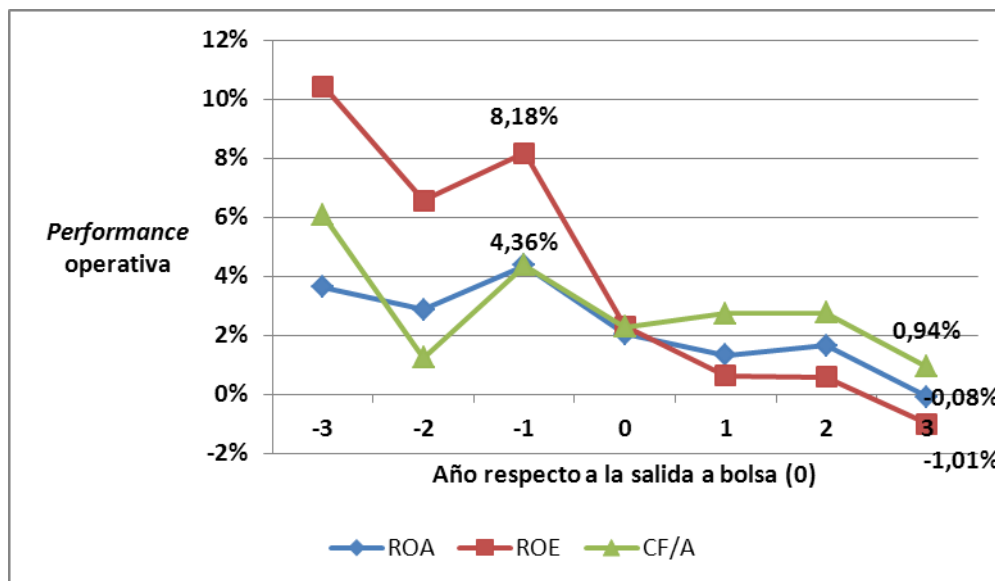


Por lo que se refiere a la evolución de la mediana de la *performance* operativa de las empresas no familiares (tabla 4.8 y figuras 4.9 y 4.10) la mediana del *ROA* en términos brutos disminuye del 9% el año anterior a la oferta al 5,6% tres años después y en términos ajustados del 4,3% al -0,08%; la mediana del *ROE* en términos brutos se reduce del 18,2% al 10,7% y en términos ajustados del 8,1% al -1%; y la mediana del *cash flow* al activo en términos brutos cae del 14,9% al 9,5% y en términos ajustados del 4,3% al 0,9%. Por lo tanto, las empresas no familiares cuando salen a bolsa reflejan la misma pauta de comportamiento operativo, tanto en términos brutos como ajustados, que la muestra completa con independencia de la medida utilizada. Además, la media y la mediana de los niveles ajustados por industria no son significativamente distintos de cero para ninguna de las tres aproximaciones de la *performance* operativa, de modo que parece que el comportamiento operativo de las empresas no familiares se correspondería en mayor medida con el propio de la industria en la que desarrollan su actividad.

**Figura 4.9. Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio débil.** Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas no familiares según el criterio débil, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



**Figura 4.10. Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio débil.** Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares según el criterio débil, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



La tabla 4.9 recoge para las submuestras de empresas familiares y empresas no familiares los valores medios y las medianas de las variaciones de la performance operativa medida a través de los tres ratios: ROA (panel A), ROE (panel B) y cash flow (panel C), tanto en términos brutos como ajustados por industria, producidas en los años 0, 1, 2 y 3 con relación al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. Asimismo, se muestran los resultados de los contrastes de medias y medianas.

Al descomponer la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares se sigue observando en general una caída en la performance operativa de las empresas tras su salida a bolsa respecto a su valor en el año previo a la misma, que principalmente resulta significativa en el tercer año siguiente al del inicio de la cotización.

**Tabla 4.9. Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa. Criterio débil.** En términos brutos y ajustados por industria, de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa de las empresas familiares y no familiares clasificadas según el criterio débil. Panel A: ROA; Panel B: ROE, Panel C: Cash flow (CF/A), Panel D: Ventas y Panel E: Inversión en capital. Contraste de la hipótesis nula de variación media de performance operativa igual a cero con el test paramétrico y bootstrap de la t convencional y contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de performance operativa igual a cero con el test no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon. Contraste de la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares con el test paramétrico y bootstrap de la t con varianzas desiguales y contraste de diferencia de medianas con el test de Kruskal-Wallis.

	Variación -1 a 0	Variación -1 a 1	Variación -1 a 2	Variación -1 a 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	**18,70	10,19	-10,88	** -26,12 <sup>c</sup>
Mediana	3,36	1,15	-17,09	-22,43 <sup>c</sup>
N	30	30	29	27
Media ajustada	**108,95	**83,83	61,43	4,51
Mediana ajustada	-0,73	-12,06	-24,51	-36,29
N	28	28	27	25
<b>ENF</b>				
Media	-9,04	-4,84	-24,43	** -44,41 <sup>b</sup>
Mediana	-10,73	-4,93	-18,49	-58,52 <sup>b</sup>
N	19	19	19	19
Media ajustada	-30,85	-34,00	-29,72	*** -134,68 <sup>a</sup>
Mediana ajustada	-33,03	-24,46	-43,36	-81,10 <sup>a</sup>
N	17	17	18	16
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	*27,74	15,03	13,55	18,29
Mediana	14,09	6,08	1,40	36,09
Media ajustada	**139,80	**117,83	91,15	*139,19
Mediana ajustada	32,30 <sup>b</sup>	12,40	18,85	44,81 <sup>c</sup>
<b>PANEL B: ROE (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	**60,22	*57,92	-29,99	** -49,32 <sup>c</sup>
Mediana	-2,67	-14,19	-28,92	-39,70 <sup>b</sup>
N	30	30	29	27
Media ajustada	58,26	*** -84,63 <sup>a</sup>	50,19	157,60
Mediana ajustada	-51,59 <sup>a</sup>	-59,23 <sup>a</sup>	-47,22	-71,99
N	28	27	27	25
<b>ENF</b>				
Media	** -32,77	-22,83	** -48,81 <sup>b</sup>	-19,17
Mediana	-17,60	-24,29	-66,16 <sup>b</sup>	-60,28
N	19	19	19	19
Media ajustada	-13,67	* -40,79	* -51,97	*** -175,33 <sup>b</sup>
Mediana ajustada	-23,96	-27,50	-37,64	-97,78 <sup>a</sup>
N	17	17	17	16
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	***92,99	**80,75	18,82	-30,15
Mediana	14,93	10,10	37,24	20,58
Media ajustada	71,93	-43,84	102,16	332,93
Mediana ajustada	-27,63	-31,73	-9,58	25,79

a, b, c denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología bootstrap.

**Tabla 4.9 continuación. Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa. Criterio débil.**

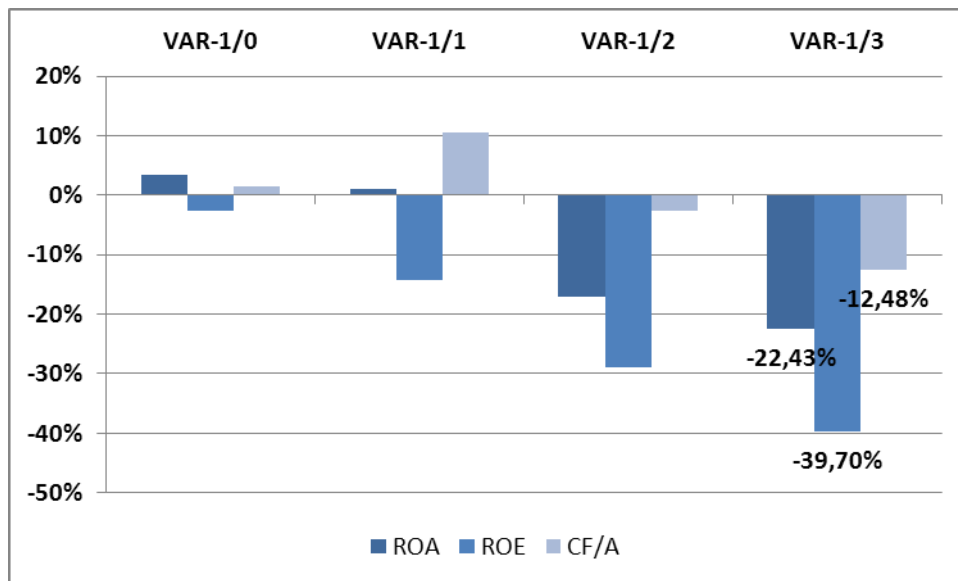
	Variación -1 a 0	Variación -1 a 1	Variación -1 a 2	Variación -1 a 3
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	** 17,31	11,53	-1,53	-13,97
Mediana	1,43	10,54	-2,57	-12,48
N	28	27	26	24
Media ajustada	** -82,33	* -90,91	* -297,44	-261,44
Mediana ajustada	-14,33 <sup>c</sup>	-46,58	-57,95 <sup>c</sup>	-79,84 <sup>b</sup>
N	26	25	27	27
<b>ENF</b>				
Media	-2,69	-1,87	-12,81	* -29,54 <sup>c</sup>
Mediana	-2,59	-10,95	-8,44	-29,77 <sup>c</sup>
N	19	19	19	19
Media ajustada	23,99	-51,11	-29,06	15,63
Mediana ajustada	-27,23	-5,79	-13,44	-5,33
N	17	17	17	17
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	* 20,00	13,40	11,28	15,57
Mediana	4,02	21,49	5,87	17,29
Media ajustada	** -106,32	-39,80	-268,38	-277,07
Mediana ajustada	12,90	-40,79	-44,51	-74,51
<b>PANEL D: Ventas (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	*** 188,57 <sup>c</sup>	*** 235,69 <sup>c</sup>	** 254,91	*** 318,02 <sup>c</sup>
Mediana	25,95 <sup>a</sup>	51,06 <sup>a</sup>	55,48 <sup>a</sup>	74,36 <sup>a</sup>
N	30	30	29	27
<b>ENF</b>				
Media	*** 64,24	*** 102,94 <sup>b</sup>	*** 122,93 <sup>a</sup>	*** 108,53 <sup>b</sup>
Mediana	23,42 <sup>a</sup>	47,86 <sup>a</sup>	78,24 <sup>a</sup>	42,73 <sup>a</sup>
N	20	20	20	20
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	* 124,33	* 132,75	131,98	* 209,49
Mediana	2,53	3,20	-22,76	31,63
<b>PANEL E: Inversión en capital (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	*** 88,86 <sup>b</sup>	*** 335,75	*** 426,21 <sup>c</sup>	*** 217,82 <sup>a</sup>
Mediana	30,71 <sup>a</sup>	63,43 <sup>a</sup>	103,24 <sup>a</sup>	96,70 <sup>a</sup>
N	29	29	28	27
<b>ENF</b>				
Media	*** 104,26 <sup>c</sup>	*** 71,47 <sup>a</sup>	*** 80,19 <sup>a</sup>	*** 106,89 <sup>b</sup>
Mediana	37,82 <sup>a</sup>	58,60 <sup>a</sup>	61,96 <sup>a</sup>	58,22 <sup>a</sup>
N	19	19	19	19
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	-15,40	** 264,28	*** 346,02	* 110,93
Mediana	-7,11	4,83	41,28	38,48

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

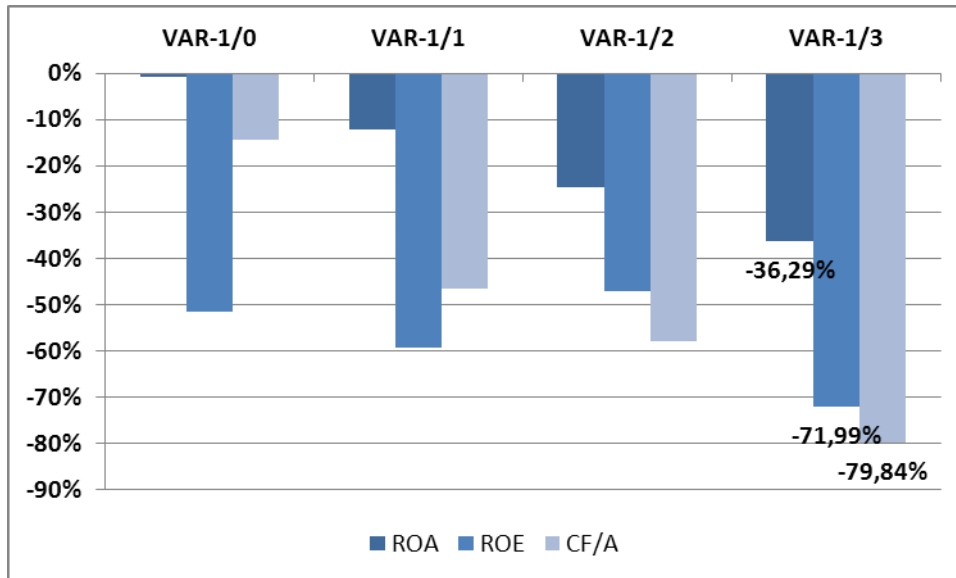
\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

Así, con respecto a las empresas familiares, como recoge la tabla 4.9 y las figuras 4.11 y 4.12 para las medidas brutas y ajustadas por industria, respectivamente, se produce una reducción significativa en mediana y en términos brutos del *ROA* tres años después de la oferta con relación a sus valores en el año anterior a la misma en un 22,4% y ajustado por industria en un 36,3%, aunque esta última no es significativa; en mediana el *ROE* en términos brutos se reduce significativamente en un 39,7% y ajustado por industria en un 72% no significativo; y en mediana el *cash flow* en términos brutos cae pero no significativamente un 12,5% y ajustado por industria un 79,8% estadísticamente significativo. Por tanto, al ajustar los datos por industria la disminución de la *performance* operativa observada en las empresas familiares tres años después de la salida a bolsa con respecto al año anterior a la misma, salvo cuando es medida por el *cash flow*, no es estadísticamente significativa. Cuando empleamos la metodología *bootstrap*, los promedios de las variaciones ajustadas tampoco resultan significativos. En consecuencia, como hemos comentado con anterioridad, la caída significativa observada en las medidas brutas sería más explicada por cambios en aspectos propios de la industria que por una mayor dispersión de propiedad de las empresas familiares tras su salida a bolsa.

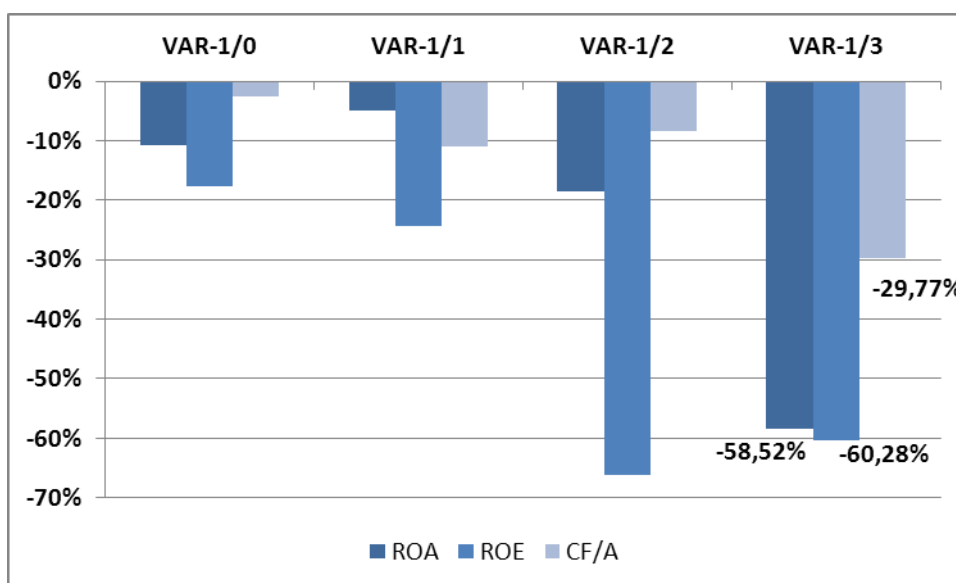
**Figura 4.11. Mediana de la variación de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio débil.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, en términos brutos, de las empresas familiares según el criterio débil producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



**Figura 4.12. Mediana de la variación de la *performance* operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio débil.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, ajustada por industria, de las empresas familiares según el criterio débil producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.

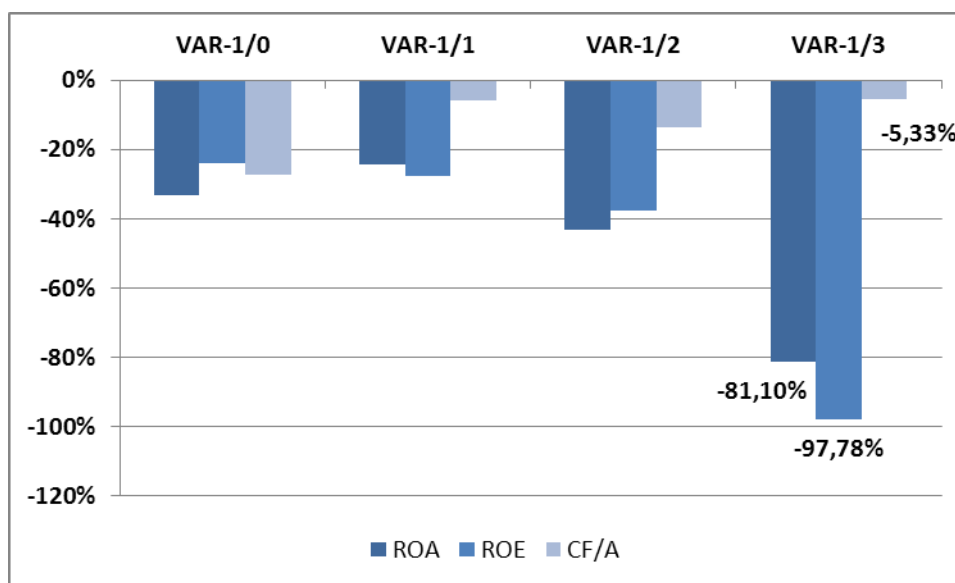


**Figura 4.13. Mediana de la variación de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio débil.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, en términos brutos, de las empresas no familiares según el criterio débil producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



Por su parte, como se observa en la tabla 4.9 y en las figuras 4.13 y 4.14, las empresas no familiares experimentan tres años después de la salida a bolsa con respecto al año anterior a la misma una reducción significativa en mediana del *ROA* bruto y ajustado por industria del 58,5% y del 81,1%, respectivamente; un declive estadísticamente significativo en mediana del *ROE* ajustado por industria del 97,8%; y, finalmente, una caída significativa en mediana del *cash flow* en términos brutos del 29,8%. Al aplicar la metodología *bootstrap* las variaciones en promedio y en términos brutos y ajustados sí son significativas excepto cuando la medida es el *cash flow* en cuyo caso no resulta significativa en términos ajustados.

**Figura 4.14. Mediana de la variación de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio débil.** Mediana de la variación de la performance operativa, ajustada por industria, de las empresas no familiares según el criterio débil producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



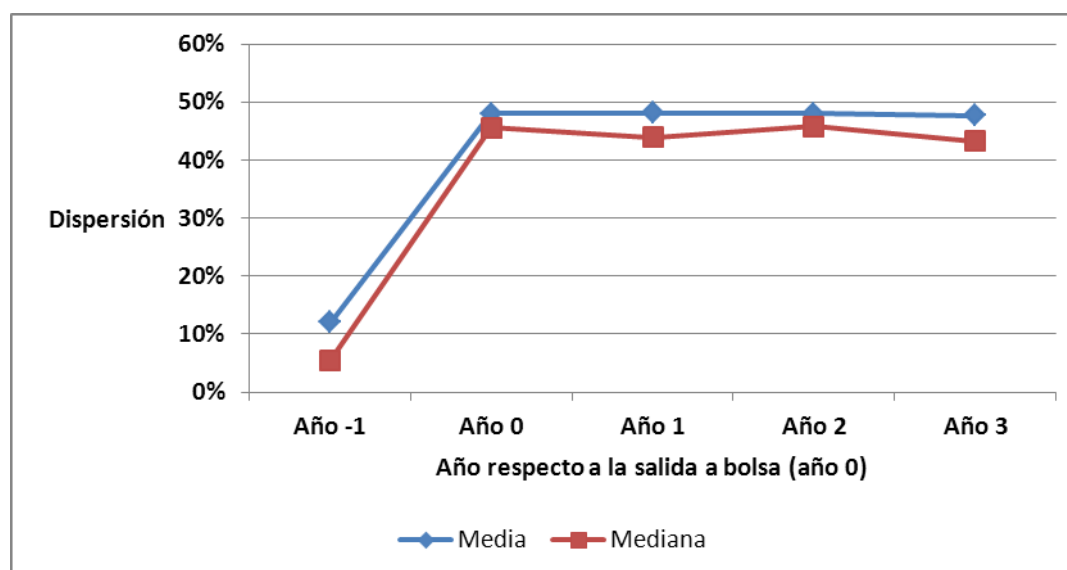
Como se observa en la tabla 4.9, al igual que sucede para la muestra completa, tanto en la submuestra de empresas familiares como en la de empresas no familiares se producen aumentos significativos tanto de las ventas como de las inversiones de capital en los años siguientes a la salida a bolsa con respecto al año previo. En consecuencia, las caídas significativas que experimenta la performance operativa de tales empresas no podrían explicarse como resultado de una reducción de demanda o de ausencia de oportunidades de inversión rentables en tales periodos. Por el contrario, cabe de nuevo

esperar que sean provocadas por aumentos de costes de agencia debidos a incrementos en la dispersión de propiedad tras la salida a bolsa. Así, en la tabla 4.10 y figuras 4.15 y 4.16 se muestran la evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares y no familiares, clasificadas según el criterio débil, en el año previo a la salida a bolsa, al final del año de la salida a bolsa y tres años después. Del mismo modo que se observó para la muestra completa, tanto para las empresas familiares como para las empresas no familiares se produce un aumento importante de su dispersión de propiedad en el año en que comienzan a cotizar y se mantiene un nivel de dispersión bastante estable en los tres años siguientes.

**Tabla 4.10. Media y mediana de la dispersión de propiedad. Criterio débil.** Media y mediana de la dispersión de propiedad de las empresas de las submuestras familiar y no familiar según el criterio débil, desde el año previo al inicio de la cotización (año -1) hasta tres años después.

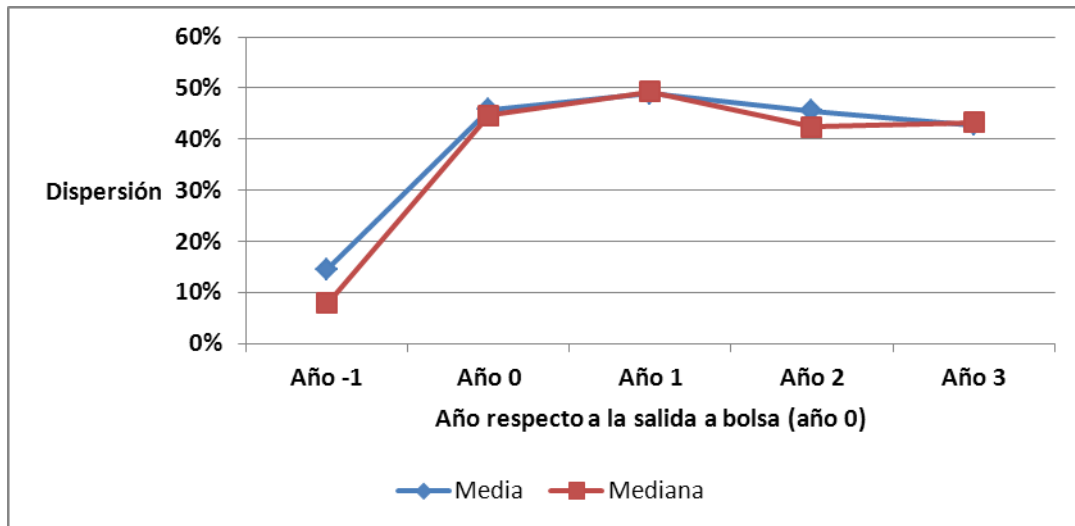
	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
<b>EF</b>					
Media	11,99%	48,01%	48,13%	48,05%	47,69%
Mediana	5,50%	45,58%	43,88%	45,78%	43,27%
N	28	28	25	25	23
<b>ENF</b>					
Media	14,56%	45,77%	48,92%	45,53%	42,82%
Mediana	7,85%	44,70%	49,29%	42,33%	43,25%
N	23	23	23	23	23

**Figura 4.15. Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio débil.** Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares según el criterio débil, para el año previo a la salida a bolsa, el año de la salida a bolsa (año 0) y cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.





**Figura 4.16. Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio débil.** Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares según el criterio débil, para el año previo a la salida a bolsa, el año de la salida a bolsa (año 0) y cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



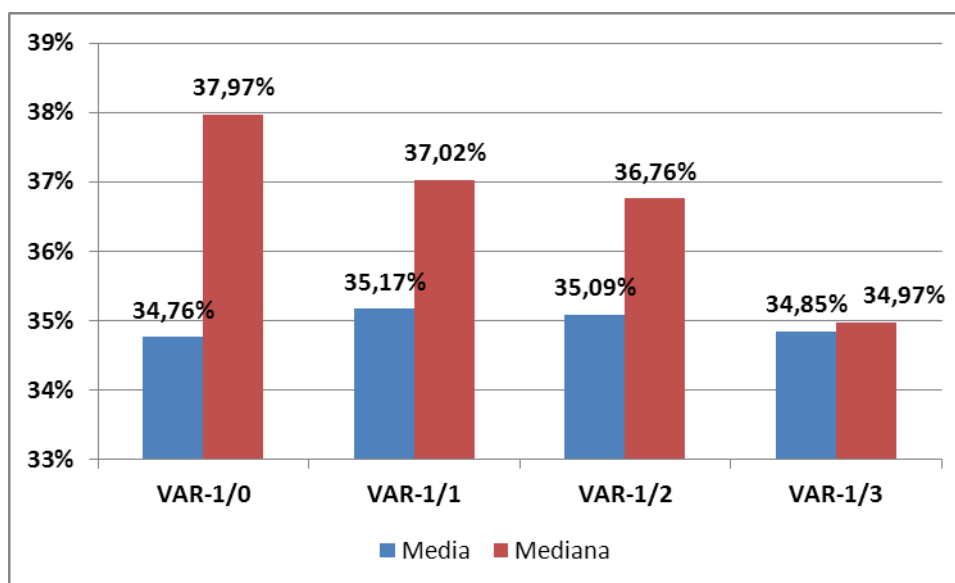
En la tabla 4.11 y en las figuras 4.17 y 4.18 se recogen la media y la mediana de la variación de la dispersión de propiedad que experimentan las empresas familiares y no familiares como consecuencia de su salida a bolsa en el año de este suceso y tres años después con respecto al nivel de dispersión previo a la salida a bolsa. Como puede observarse, se producen aumentos significativos en media y en mediana de la dispersión de la estructura de propiedad en todos los periodos considerados y para las dos submuestras de empresas familiares y no familiares. En concreto, la mediana del aumento significativo de dispersión que sufren las empresas familiares tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo es del 34,97% y para el caso de las empresas no familiares dicho incremento significativo es del 27,79%. No se observan diferencias significativas en el cambio de estructura de propiedad entre las empresas familiares y no familiares.

**Tabla 4.11. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Criterio débil.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas de las submuestras familiar y no familiar según el criterio débil, en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso. Para el contraste de la hipótesis nula de variación media de la dispersión igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de la dispersión igual a cero el *test* no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

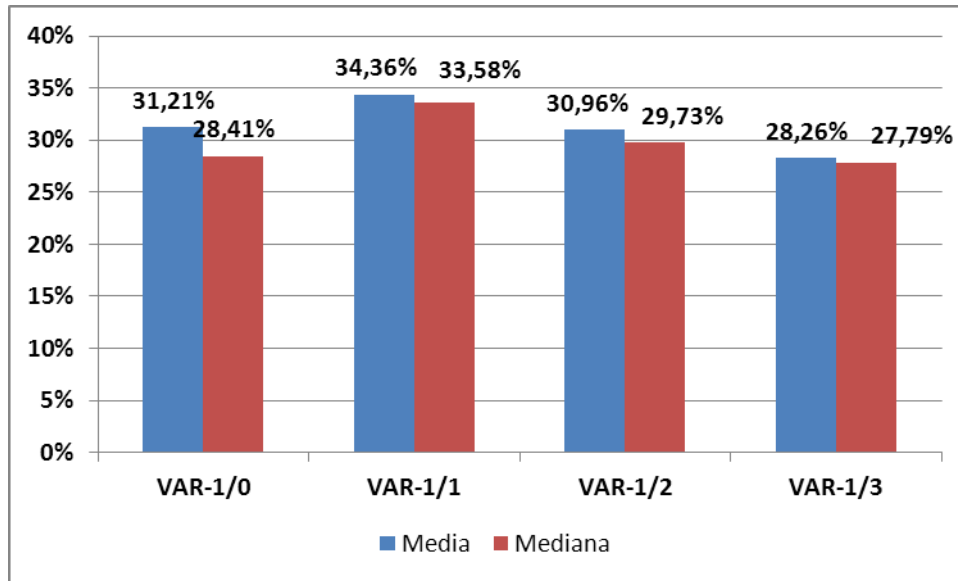
	Variación Dispersión -1 a 0	Variación Dispersión -1 a 1	Variación Dispersión -1 a 2	Variación Dispersión -1 a 3
<b>EF</b>				
Media	34,76% <sup>a</sup>	35,17% <sup>a</sup>	35,09% <sup>a</sup>	34,85% <sup>a</sup>
Mediana	37,97% <sup>a</sup>	37,02% <sup>a</sup>	36,76% <sup>a</sup>	34,97% <sup>a</sup>
N	27	25	25	23
<b>ENF</b>				
Media	31,21% <sup>a</sup>	34,36% <sup>a</sup>	30,96% <sup>a</sup>	28,26% <sup>a</sup>
Mediana	28,41% <sup>a</sup>	33,58% <sup>a</sup>	29,73% <sup>a</sup>	27,79% <sup>a</sup>
N	23	23	23	23
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	3,55%	0,81%	4,13%	6,59%
Mediana	9,56%	3,44%	7,03%	7,18%

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Figura 4.17. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio débil.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares según el criterio débil, producidas en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



**Figura 4.18. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio débil.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares según el criterio débil, producidas en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



Cuando se comparan las variaciones en la *performance* operativa entre las empresas familiares y las no familiares (véase tabla 4.9), observamos que en general las empresas no familiares sufren una mayor caída de la *performance* operativa que las empresas familiares. No obstante, esta diferencia entre las empresas familiares y no familiares solo resulta significativa para las variaciones en mediana y en términos ajustados del *ROA* un año y tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo a la misma. Así, el *ROA* ajustado por industria de las empresas no familiares un año después de la salida a bolsa con respecto al año anterior a la salida cae significativamente en mediana 32,3 puntos porcentuales más que el *ROA* ajustado de las empresas familiares y la caída en tal medida tres años después del inicio de cotización con respecto al previo es un 44,8 puntos porcentuales significativamente mayor en las empresas no familiares que en las empresas familiares. Cuando utilizamos la metodología *bootstrap*, para la medida del *ROA* se observan diferencias positivas significativas en la variación promedio ajustada en los primeros años y en el tercero respecto al año previo de la salida a bolsa entre la empresa familiar y la no familiar. No obstante, cuando la medida es el *ROE* las diferencias positivas significativas se producen en la variación promedio en términos brutos en los primeros años y cuando se calcula el *cash flow* se observa una diferencia positiva significativa en la variación

promedio bruta pero negativa en la variación promedio ajustada únicamente en el año de la salida a bolsa con respecto al año anterior. Por tanto, no podemos afirmar que con independencia de la medida utilizada se produzca diferente comportamiento operativo entre las empresas familiares y las no familiares cuando salen a bolsa. Si bien la empresa familiar se caracteriza por el deseo de preservar el control en manos de los propietarios familiares, parece desprenderse de lo observado que en el momento de llevar a cabo la decisión de salir a bolsa se rige por los mismos criterios que el resto de empresas ya que, como se pone de manifiesto en la tabla 4.11, no se producen diferencias significativas en los cambios de estructura de propiedad con motivo de la salida a bolsa entre los dos grupos de empresas.<sup>143</sup>

#### **4.4.3. Submuestras de empresa familiar y empresa no familiar según el criterio fuerte**

La tabla 4.12 refleja la evolución en los niveles de *performance* operativa en los años inmediatamente anteriores y posteriores a la salida a bolsa de las empresas familiares y no familiares cuando la clasificación se realiza según el criterio fuerte. En este caso, no observamos un comportamiento diferente del ya mencionado para la muestra completa y para las submuestras familiar y no familiar según el criterio débil.

Así, en relación con las empresas familiares según el criterio fuerte, la tabla 4.12 y las figuras 4.19 y 4.20 para los valores brutos y ajustados por industria, respectivamente, reflejan que la mediana del *ROA* en términos brutos se reduce del 9,4% en el año previo a la salida a bolsa al 6,9% tres años después y en términos ajustados del 3,5% al 2,6%; la mediana del *ROE* en términos brutos cae del 18,5% al 11,5% y en términos ajustados del 5,3% al 4,5%; y la mediana del *cash flow* en términos brutos desciende del 12,4% al 8,9% y en términos ajustados del 3,1% al 2,9%.. Además, la media y la mediana de los niveles de *performance* operativa ajustados por industria son significativamente distintos de cero solo en algunos años y fundamentalmente cuando dicha *performance* es aproximada por el *ROA* y el *cash flow*.

---

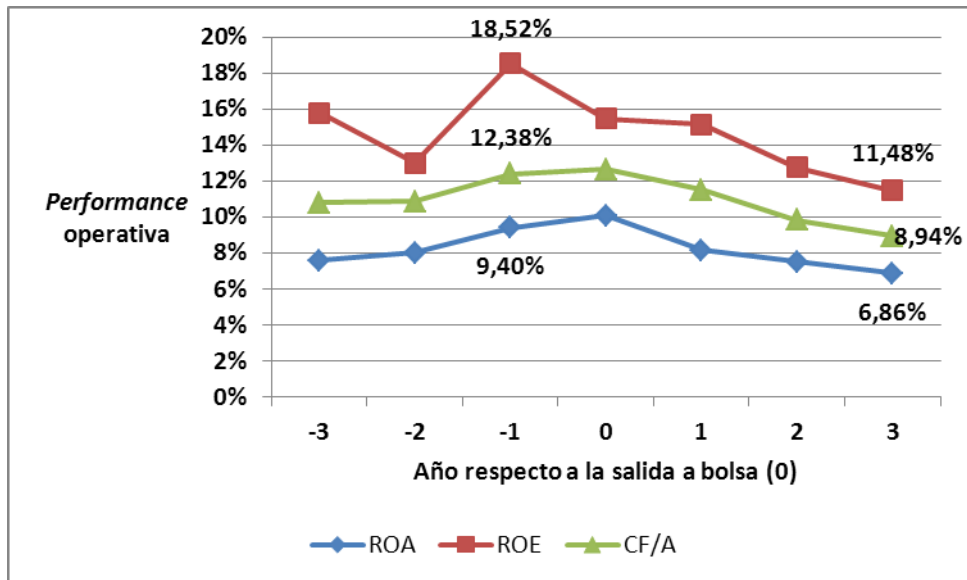
<sup>143</sup> De la tabla 4.9 se desprende que en mediana tampoco las empresas familiares y no familiares muestran diferencias significativas en los incrementos de ventas e inversión en capital que experimentan tras la salida a bolsa.

**Tabla 4.12. Valores medios y medianas de la performance operativa. Criterio fuerte.** Valores medios y medianas, en términos brutos y ajustados por industria, de la performance operativa de las submuestras familiar y no familiar según el criterio fuerte de clasificación, para cada uno de los tres años previos a la salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa. Panel A: ROA; Panel B: ROE y Panel C: Cash flow (CF/A). Para el contraste de la hipótesis nula de media ajustada de la performance operativa igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana ajustada de la performance operativa igual a cero el test no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon.

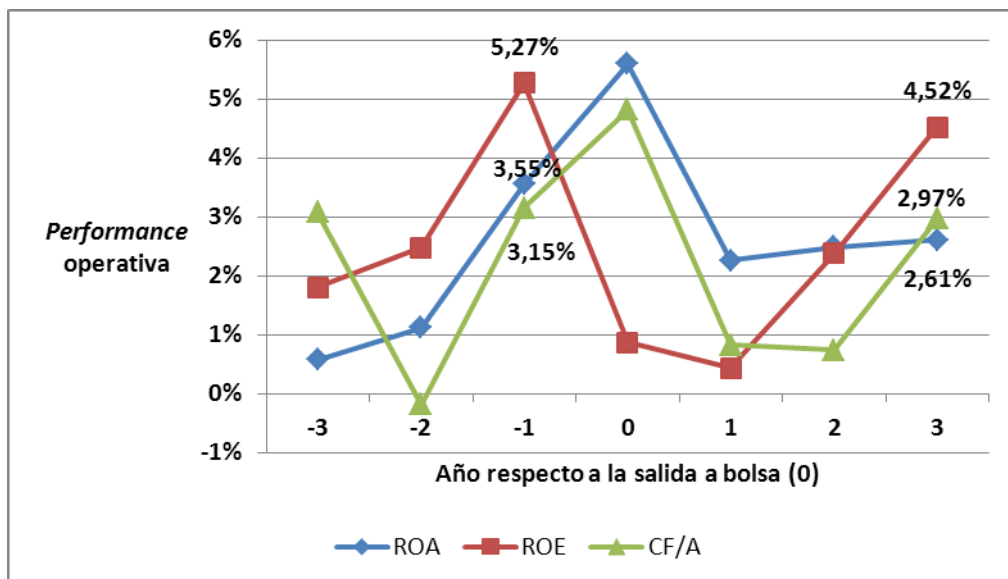
	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	8,79	9,20	13,06	12,55	10,52	8,77	10,42
Mediana	7,57	7,99	9,40	10,08	8,15	7,51	6,86
N	17	21	23	23	23	22	20
Media ajustada	3,06 <sup>c</sup>	2,07	7,43 <sup>b</sup>	6,99 <sup>b</sup>	4,53 <sup>b</sup>	4,13 <sup>b</sup>	5,89 <sup>b</sup>
Mediana ajustada	0,57	1,12	3,55 <sup>b</sup>	5,59 <sup>a</sup>	2,26 <sup>b</sup>	2,49 <sup>b</sup>	2,61
N	17	19	22	22	23	22	20
<b>ENF</b>							
Media	10,24	7,24	9,31	10,33	8,44	7,75	8,80
Mediana	8,70	7,25	9,04	7,72	9,14	7,27	8,45
N	20	24	28	33	33	33	31
Media ajustada	5,44 <sup>c</sup>	1,38	3,45	5,02 <sup>c</sup>	3,08	2,96	3,59 <sup>c</sup>
Mediana ajustada	3,58	1,82	2,60 <sup>b</sup>	3,56 <sup>c</sup>	2,82 <sup>b</sup>	2,83 <sup>b</sup>	2,21
N	15	21	25	31	33	33	30
<b>PANEL B: ROE (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	13,61	12,49	22,33	16,86	14,58	8,52	3,66
Mediana	15,79	12,99	18,52	15,45	15,14	12,74	11,48
N	17	21	23	23	23	22	20
Media ajustada	-0,32	-3,06	8,41 <sup>c</sup>	3,11	1,35	-0,14	-3,94
Mediana ajustada	1,80	2,48	5,27 <sup>b</sup>	0,87	0,43	2,38	4,52
N	17	19	22	22	23	22	20
<b>ENF</b>							
Media	17,34	15,07	12,39	17,98	9,07	3,91	11,96
Mediana	16,68	12,83	17,40	13,57	12,05	10,75	10,87
N	20	24	28	33	33	33	32
Media ajustada	7,80	2,81	-0,93	5,44	-2,32	-5,21	3,19
Mediana ajustada	8,40	5,62	5,16	2,30	2,98	2,35	1,76
N	15	21	25	31	33	33	31
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>							
<b>EF</b>							
Media	11,61	11,69	15,48	15,04	13,26	10,89	9,64
Mediana	10,80	10,86	12,38	12,64	11,50	9,81	8,94
N	17	20	22	23	22	21	19
Media ajustada	2,96	2,08	6,72 <sup>c</sup>	6,36 <sup>b</sup>	4,08 <sup>c</sup>	3,01 <sup>c</sup>	1,81
Mediana ajustada	3,07	-0,18	3,15 <sup>b</sup>	4,81 <sup>a</sup>	0,83	0,74	2,97
N	17	19	21	22	22	21	19
<b>ENF</b>							
Media	15,73	11,83	14,53	14,77	12,47	12,35	13,26
Mediana	12,56	10,40	15,86	11,04	13,30	12,39	10,47
N	20	24	27	33	33	33	31
Media ajustada	7,73 <sup>c</sup>	2,15	5,17	5,33 <sup>c</sup>	3,39	3,28	3,63 <sup>c</sup>
Mediana ajustada	6,06 <sup>c</sup>	0,37	2,52 <sup>c</sup>	2,87 <sup>c</sup>	3,35 <sup>b</sup>	2,80 <sup>b</sup>	1,80
N	15	21	24	31	33	33	30

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Figura 4.19. Evolución de la mediana de la performance operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la mediana de la performance operativa en términos brutos de las empresas familiares según el criterio fuerte, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.

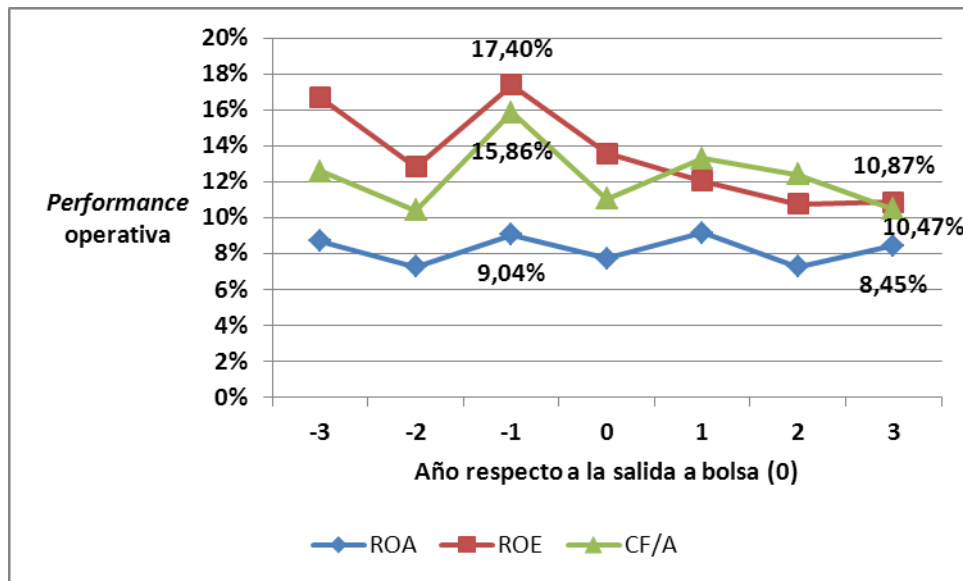


**Figura 4.20. Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas familiares según el criterio fuerte, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.

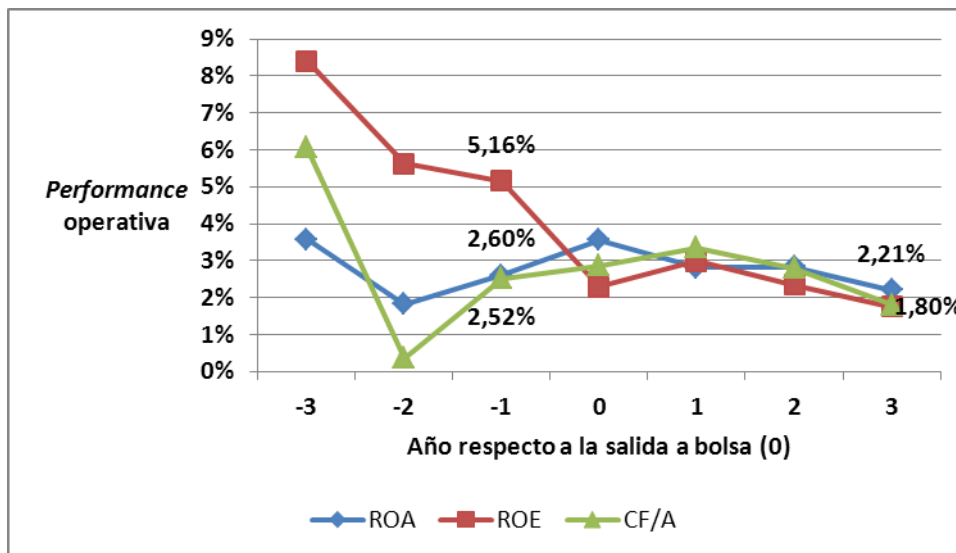


Respecto a la evolución de la mediana de la *performance* operativa de las empresas no familiares (tabla 4.12 y figuras 4.21 y 4.22), la mediana del *ROA* en términos brutos disminuye del 9% el año anterior a la oferta al 8,4% tres años después y en términos ajustados del 2,6% al 2,2%; la mediana del *ROE* en términos brutos se reduce del 17,4% al 10,9% y en términos ajustados del 5,1% al 1,8%; y la mediana del *cash flow* en términos brutos cae del 15,9% al 10,5% y en términos ajustados del 2,5% al 1,8%. En este caso, y como sucede con las empresas familiares, la media y la mediana de los niveles de *performance* operativa ajustados por industria son significativamente distintos de cero en algunos de los años y solo cuando dicha *performance* es aproximada con el *ROA* y el *cash flow*.

**Figura 4.21. Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la mediana de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas no familiares según el criterio fuerte, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



**Figura 4.22. Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la mediana de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares según el criterio fuerte, para cada uno de los tres años previos a las salida a bolsa, para el año de la salida a bolsa (año 0) y para cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



La tabla 4.13 contiene para las submuestras de empresas familiares y empresas no familiares los valores medios y las medianas de las variaciones de la performance operativa medida a través de los tres ratios: *ROA* (panel A), *ROE* (panel B) y *cash flow* (panel C), tanto en términos brutos como ajustados por industria, producidas en los años 0, 1, 2 y 3 con relación al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa. Asimismo, se muestran los resultados de los contrastes de medias y medianas.

Como puede observarse, en este caso la mediana de la caída de la performance operativa de las empresas familiares en los tres años siguientes a su salida a bolsa con relación al año anterior a la misma es significativa cuando es medida por el *ROE* en términos brutos, siendo de cerca del 42% y por el *cash flow* en términos ajustados que resulta un 54,6% (tabla 4.13 y figuras 4.23 y 4.24). Al utilizar la metodología *bootstrap* también resultan significativas las variaciones promedio tres años después de la salida a bolsa para el *ROA* en términos brutos, para el *ROE* en términos brutos y ajustados y para el *cash flow* ajustado.



**Tabla 4.13. Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa. Criterio fuerte.** En términos brutos y ajustados por industria, de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1 o año previo a la salida a bolsa de las empresas familiares y no familiares clasificadas según el criterio fuerte. Panel A: ROA; Panel B: ROE, Panel C: Cash flow (CF/A), Panel D: Ventas y Panel E: Inversión en capital. Contraste de la hipótesis nula de variación media de performance operativa igual a cero con el test paramétrico y bootstrap de la t convencional y contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de performance operativa igual a cero con el test no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon. Contraste de la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares con el test paramétrico y bootstrap de la t con varianzas desiguales y contraste de diferencia de medianas con el test de Kruskal–Wallis.

	Variación -1 a 0	Variación -1 a 1	Variación -1 a 2	Variación -1 a 3
<b>PANEL A: ROA (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	9,42	-2,58	-11,95	*-27,52
Mediana	-3,21	-7,79	-21,58	-32,08
N	22	22	22	20
Media ajustada	49,87	27,97	56,37	115,76
Mediana ajustada	-19,35	-25,62	-36,38	-8,92
N	21	21	20	19
<b>ENF</b>				
Media	*-119,26	*-57,64	** -75,48	***-89,31
Mediana	-0,61	-1,04	-11,49	-35,27 <sup>a</sup>
N	27	27	27	27
Media ajustada	61,62	41,14	-0,15	-92,06
Mediana ajustada	-16,54	-3,02	-26,65	-72,03 <sup>b</sup>
N	24	24	25	23
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	* 128,68	55,06	* 63,53	* 61,79
Mediana	-2,60	-6,75	-10,09	3,19
Media ajustada	-11,75	-13,17	56,52	*207,82
Mediana ajustada	-2,81	-22,60	-9,73	63,11
<b>PANEL B: ROE (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	-6,58	-17,78	** -60,55 <sup>b</sup>	***-77,13 <sup>b</sup>
Mediana	-3,37	-18,18	-37,25 <sup>b</sup>	-41,98 <sup>b</sup>
N	22	22	22	20
Media ajustada	***-77,76 <sup>a</sup>	***-73,15 <sup>b</sup>	*-208,14	*-226,87
Mediana ajustada	-56,56 <sup>a</sup>	-59,23 <sup>b</sup>	-47,08	-62,06
N	21	21	20	18
<b>ENF</b>				
Media	44,87	20,67	2,39	43,32
Mediana	-12,74	-18,72	-32,08	-35,61
N	27	27	27	27
Media ajustada	18,22	247,78	193,11	226,89
Mediana ajustada	-21,58	-38,51 <sup>b</sup>	-54,57 <sup>c</sup>	-83,14 <sup>b</sup>
N	24	24	24	23
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	-51,45	*-38,45	*-62,94	** -120,45 <sup>b</sup>
Mediana	9,37	0,54	-5,17	-6,37
Media ajustada	** -95,98	*-320,93	*-401,25	*-453,76
Mediana ajustada	-34,98 <sup>c</sup>	-20,72	7,49	21,08

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología bootstrap.

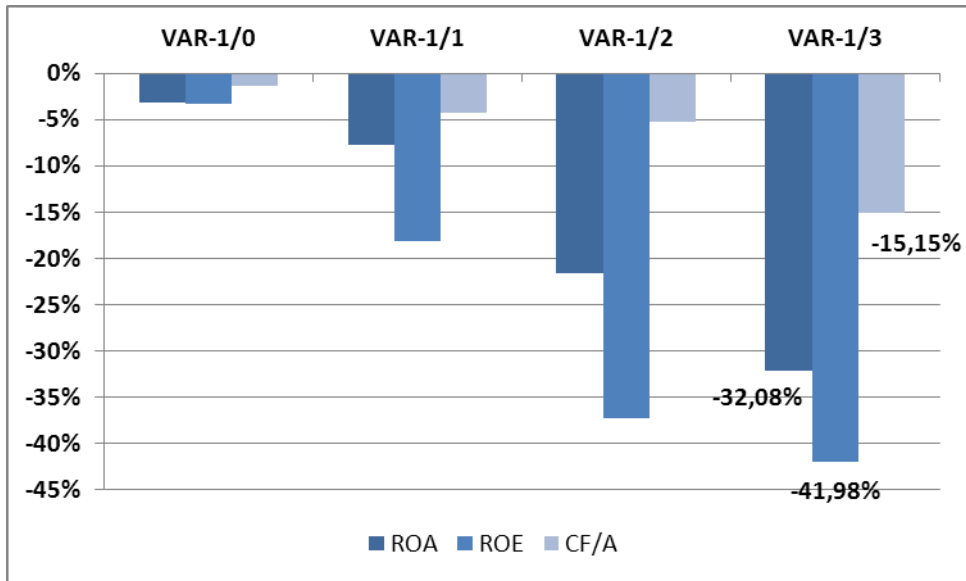
**Tabla 4.13 continuación. Valores medios y medianas de las variaciones de la performance operativa. Criterio fuerte.**

	Variación -1 a 0	Variación -1 a 1	Variación -1 a 2	Variación -1 a 3
<b>PANEL C: CF/A (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	* 10,07	-0,74	-1,18	-14,33
Mediana	-1,35	-4,33	-5,19	-15,15
N	21	20	20	18
Media ajustada	** -27,46	-17,81	** -254,00	* -256,18
Mediana ajustada	-12,85	-32,97	-45,88	-54,64 <sup>c</sup>
N	20	19	21	21
<b>ENF</b>				
Media	-0,46	0,83	-10,38	** -25,54 <sup>b</sup>
Mediana	1,76	2,62	-4,92	-25,91 <sup>b</sup>
N	25	25	25	25
Media ajustada	-51,47	-47,98	-138,73	-61,46
Mediana ajustada	-27,23	-15,58	-44,26	-50,65
N	23	24	23	23
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	10,53	-1,57	9,20	11,21
Mediana	-3,11	-6,95	-0,27	10,76
Media ajustada	24,01	30,17	-115,27	-194,72
Mediana ajustada	14,38	-17,39	-1,62	-3,99
<b>PANEL D: Ventas (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	*** 73,10	*** 91,87	** 64,77	*** 113,64
Mediana	25,95 <sup>a</sup>	48,19 <sup>a</sup>	55,48 <sup>a</sup>	74,36 <sup>a</sup>
N	22	22	21	19
<b>ENF</b>				
Media	** 190,49	*** 253,87 <sup>c</sup>	*** 303,24 <sup>c</sup>	*** 307,07 <sup>c</sup>
Mediana	23,42 <sup>a</sup>	49,04 <sup>a</sup>	78,24 <sup>a</sup>	49,09 <sup>a</sup>
N	28	28	28	28
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	-117,39	-162,00	* -238,47	-193,43
Mediana	2,53	-0,85	-22,76	25,27
<b>PANEL E: Inversión en capital (%)</b>				
<b>EF</b>				
Media	*** 109,87 <sup>b</sup>	** 424,99	*** 550,32 <sup>c</sup>	*** 250,09 <sup>a</sup>
Mediana	31,78 <sup>a</sup>	63,43 <sup>a</sup>	108,60 <sup>a</sup>	96,70 <sup>a</sup>
N	21	21	20	19
<b>ENF</b>				
Media	*** 83,36 <sup>b</sup>	*** 80,37 <sup>a</sup>	*** 90,77 <sup>a</sup>	*** 117,05 <sup>a</sup>
Mediana	34,69 <sup>a</sup>	58,60 <sup>a</sup>	61,96 <sup>a</sup>	77,49 <sup>a</sup>
N	27	27	27	27
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	26,51	** 344,62	*** 459,55	** 133,04
Mediana	-2,91	4,83	46,64	19,21

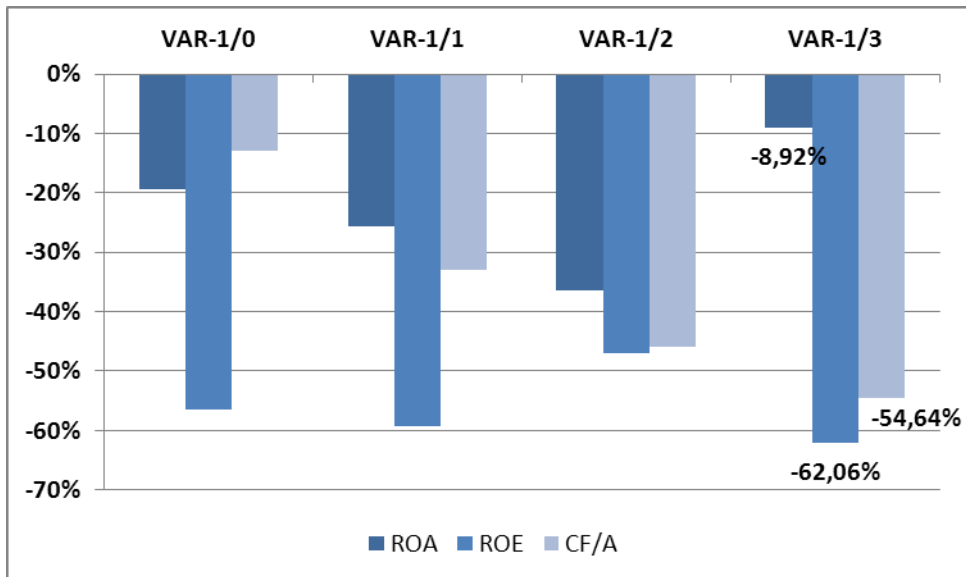
<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente, empleando la metodología *bootstrap*.

**Figura 4.23. Mediana de la variación de la *performance* operativa en términos brutos de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, en términos brutos, de las empresas familiares según el criterio fuerte producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



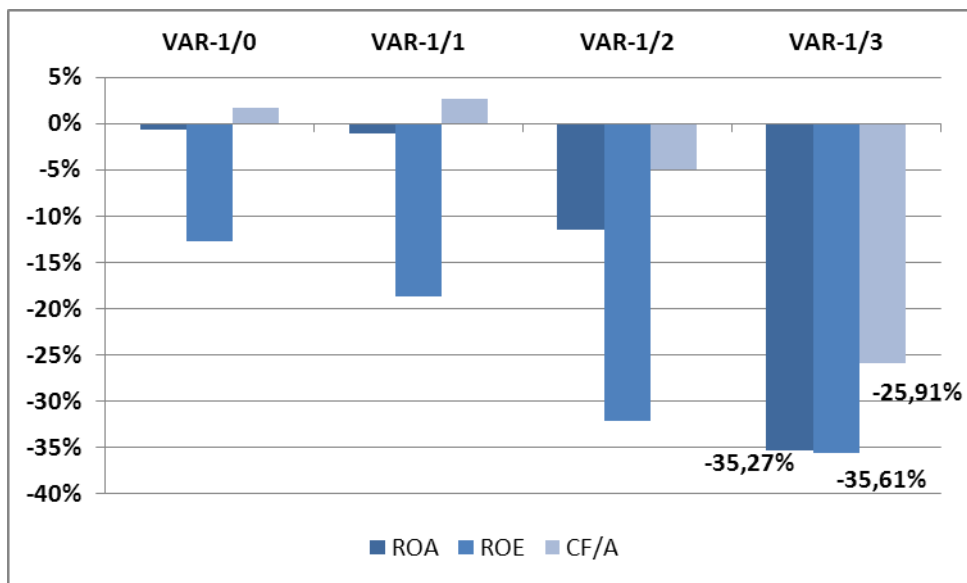
**Figura 4.24. Mediana de la variación de la *performance* operativa ajustada por industria de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Mediana de la variación de la *performance* operativa, en términos ajustados, de las empresas familiares según el criterio fuerte producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



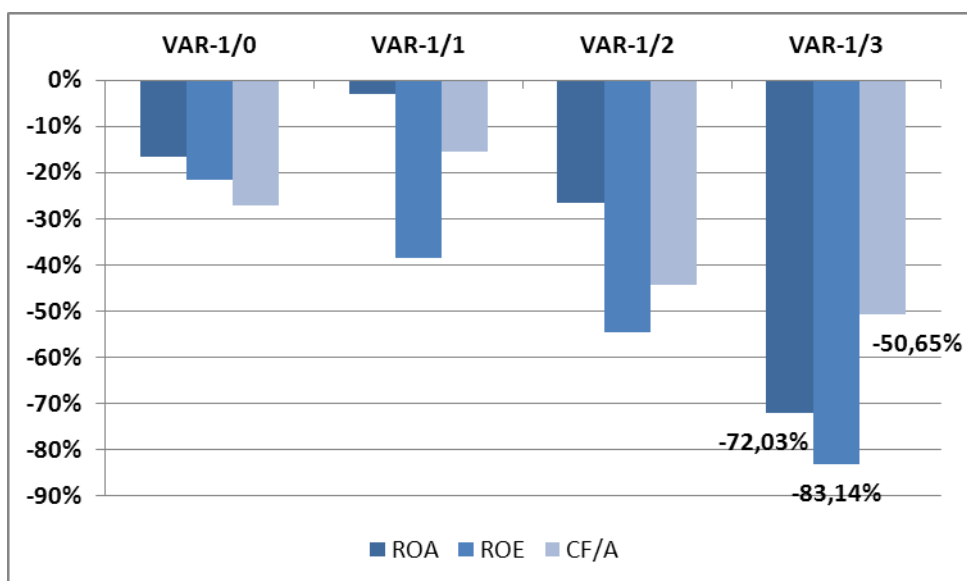
Por su parte, en relación con las empresas no familiares (tabla 4.13 y figuras 4.25 y 4.26) se observa un declive significativo en mediana tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo: del *ROA* del 35,3% en términos brutos y del

72% en términos ajustados; del *ROE* ajustado del 83,1%; y del *cash flow* en términos brutos del 25,9%. Cuando aplicamos la metodología *bootstrap* también se observan caídas significativas en promedio para el *ROA* bruto, para el *ROE* bruto y ajustado y para el *cash flow* bruto y ajustado.

**Figura 4.25. Mediana de la variación de la performance operativa en términos brutos de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Mediana de la variación de la performance operativa, en términos brutos, de las empresas no familiares según el criterio fuerte producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



**Figura 4.26. Mediana de la variación de la performance operativa ajustada por industria de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Mediana de la variación de la performance operativa, en términos ajustados, de las empresas no familiares según el criterio fuerte producida en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.

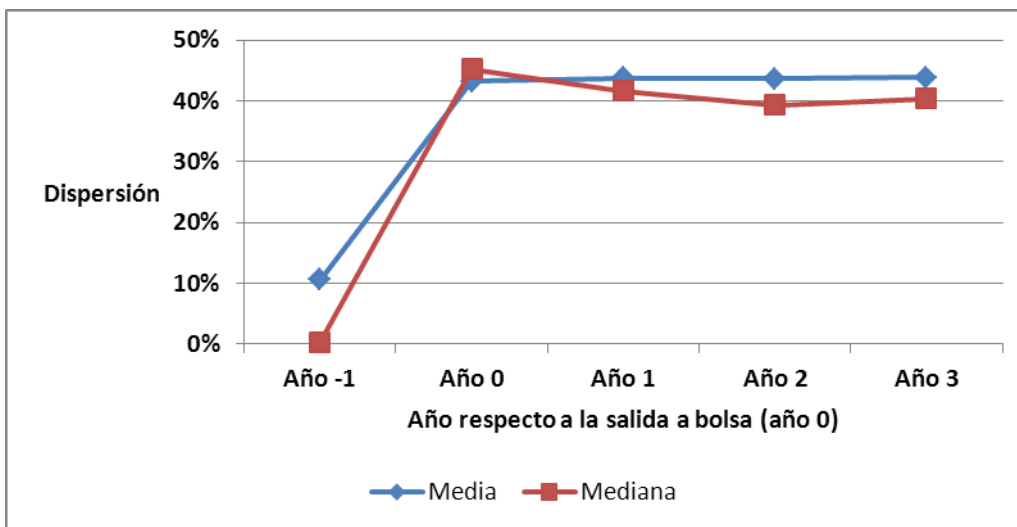


Tal y como sucede para la muestra completa y para la clasificación según el criterio débil, las mencionadas caídas significativas de la *performance* operativa no pueden explicarse por disminución de demanda o de las inversiones en capital, ya que tanto estas últimas como las ventas experimentan aumentos significativos en las empresas familiares y no familiares tras su salida a bolsa (tabla 4.13). Así pues, podemos pensar también en este caso que la causa de tales variaciones de *performance* operativa sea el incremento de los costes de agencia provocado por los menores incentivos de supervisión y la menor alineación de intereses consecuencia del aumento de dispersión de propiedad que provoca la salida a bolsa. En este sentido, la tabla 4.14 y las figuras 4.27 y 4.28 reflejan la evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares y no familiares en el año previo a la salida a bolsa, al final del año de la salida a bolsa y tres años después. Al igual que se observó para la muestra completa y para la clasificación débil, cuando descomponemos la muestra según el criterio fuerte, tanto para las empresas familiares como para las empresas no familiares, se produce un aumento importante de su dispersión de propiedad en el año en que comienzan a cotizar y se mantiene un nivel de dispersión bastante estable en los tres años siguientes.

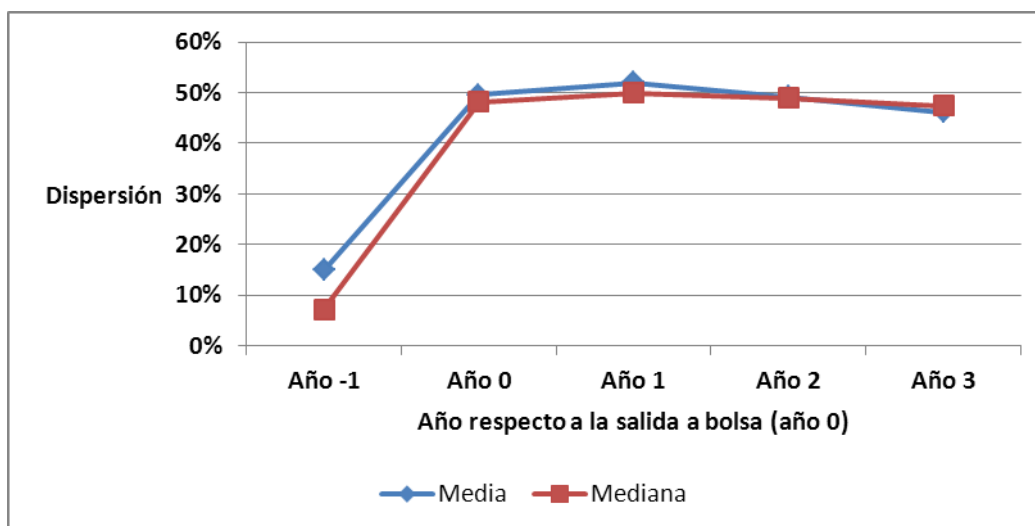
**Tabla 4.14. Media y mediana de la dispersión de propiedad. Criterio fuerte.** Media y mediana de la dispersión de propiedad de las empresas de las submuestras familiar y no familiar según el criterio fuerte, en el momento anterior al inicio de la cotización (año -1), al final del año de la salida a bolsa (año 0) y tres años después.

	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
<b>EF</b>					
Media	10,59%	43,26%	43,74%	43,63%	43,86%
Mediana	0,36%	45,22%	41,58%	39,34%	40,36%
N	21	21	20	20	18
<b>ENF</b>					
Media	14,94%	49,62%	51,92%	49,13%	46,15%
Mediana	7,19%	48,19%	49,95%	48,92%	47,44%
N	30	30	28	28	28

**Figura 4.27. Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas familiares según el criterio fuerte, para el año previo a la salida a bolsa, el año de la salida a bolsa (año 0) y cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



**Figura 4.28. Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Evolución de la media y la mediana de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares según el criterio fuerte, para el año previo a la salida a bolsa, el año de la salida a bolsa (año 0) y cada uno de los tres años posteriores a la salida a bolsa.



La tabla 4.15 y las figuras 4.29 y 4.30 recogen la media y la mediana de la variación de la dispersión de propiedad que experimentan las empresas familiares y no familiares, clasificadas según el criterio fuerte, como resultado de su salida a bolsa en el año de este suceso y tres años después con respecto al nivel de dispersión previo a la

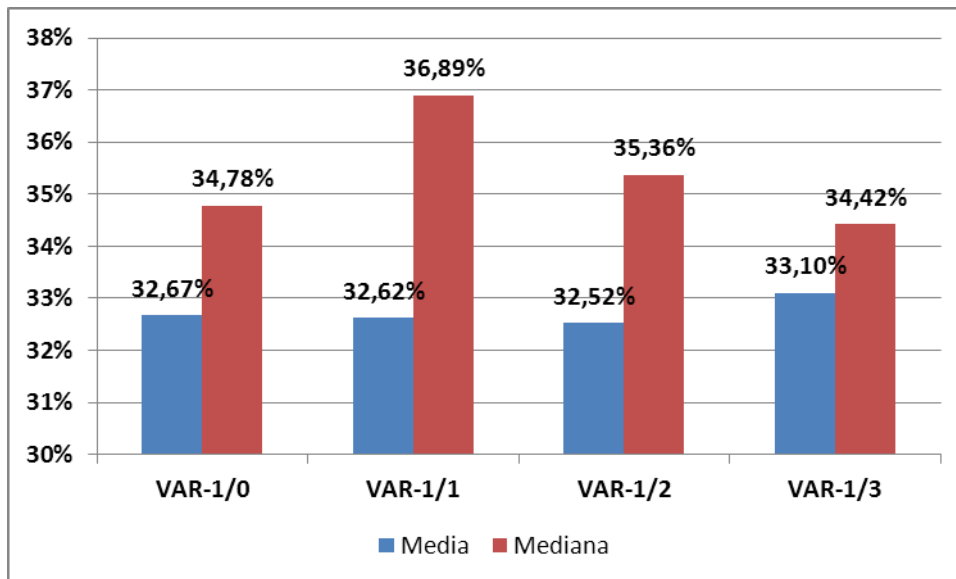
salida a bolsa. De nuevo se observa que se producen aumentos significativos en media y en mediana de la dispersión de la estructura de propiedad en todos los periodos considerados y para las dos submuestras de empresas familiares y no familiares. En concreto, la mediana del aumento significativo de dispersión que sufren las empresas familiares tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo es del 34,42% y para el caso de las empresas no familiares dicho incremento significativo es del 28,32%.

**Tabla 4.15. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad. Criterio fuerte.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas de las submuestras familiar y no familiar según el criterio fuerte, en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso. Para el contraste de la hipótesis nula de variación media de la dispersión igual a cero se ha empleado el contraste paramétrico de la *t* convencional y para el contraste de la hipótesis nula de mediana de la variación de la dispersión igual a cero el *test* no paramétrico de los rangos con signos de Wilcoxon. Para contrastar si la diferencia de medias entre la muestra de empresas familiares y no familiares es significativa se emplea el contraste paramétrico de la *t* con varianzas desiguales y para el contraste de diferencia de medianas el de Kruskal–Wallis.

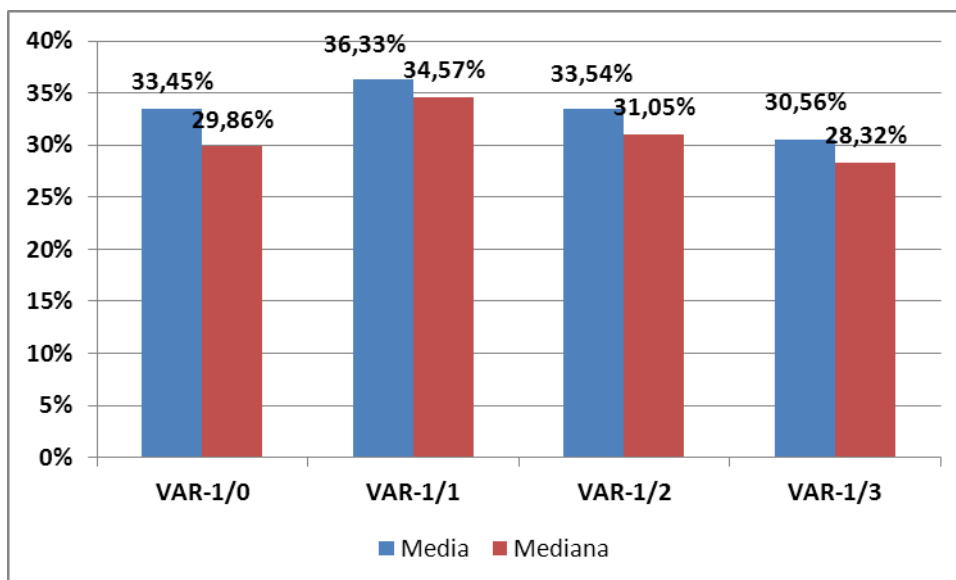
	Variación Dispersión -1 a 0	Variación Dispersión -1 a 1	Variación Dispersión -1 a 2	Variación Dispersión -1 a 3
<b>EF</b>				
Media	32,67% <sup>a</sup>	32,62% <sup>a</sup>	32,52% <sup>a</sup>	33,10% <sup>a</sup>
Mediana	34,78% <sup>a</sup>	36,89% <sup>a</sup>	35,36% <sup>a</sup>	34,42% <sup>a</sup>
N	21	20	20	18
<b>ENF</b>				
Media	33,45% <sup>a</sup>	36,33% <sup>a</sup>	33,54% <sup>a</sup>	30,56% <sup>a</sup>
Mediana	29,86% <sup>a</sup>	34,57% <sup>a</sup>	31,05% <sup>a</sup>	28,32% <sup>a</sup>
N	29	28	28	28
<b>DIFERENCIA (EF-ENF)</b>				
Media	-0,78%	-3,71%	-1,02%	2,54%
Mediana	4,92%	2,32%	4,31%	6,10%

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Figura 4.29. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares. Criterio fuerte.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas familiares según el criterio fuerte, producidas en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



**Figura 4.30. Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares. Criterio fuerte.** Media y mediana de la variación de la dispersión de propiedad de las empresas no familiares según el criterio fuerte, producidas en el año de la salida a bolsa y en los tres siguientes con respecto al año previo a dicho suceso.



En cuanto a la comparación de las variaciones en la *performance* operativa entre las empresas familiares y las no familiares clasificadas según el criterio fuerte (véase



tabla 4.13), observamos que para ninguna de las medidas calculadas ni en ninguno de los periodos considerados se producen diferencias significativas en mediana en las variaciones de *performance* operativa experimentadas por ambos grupos de empresas. Al aplicar la metodología *bootstrap* sí se producen diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares en la variación promedio que experimentan tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo que son positivas cuando la medida es el *ROA* bruto y ajustado, pero negativas cuando la medida utilizada es el *ROE* bruto y ajustado.

En resumen, los resultados del análisis univariante nos permiten aceptar la primera hipótesis y, por tanto, podemos afirmar que al igual que constatan estudios previos a nivel nacional e internacional, las empresas españolas experimentan caídas significativas en sus niveles de *performance* operativa tras el inicio de su cotización en el mercado de capitales. No obstante, si bien para la muestra completa la hipótesis se verifica con independencia de la medida utilizada, cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras familiar y no familiar, tanto con el criterio débil como con el fuerte, sí influye cómo se ha aproximado la *performance* operativa.

Asimismo, en la muestra completa la media y la mediana de los valores de *performance* operativa ajustados por industria son significativamente distintos de cero cuando la misma es aproximada con el *ROA* o con el *cash flow*, por lo que en estos casos el comportamiento operativo de las empresas no es posible explicarlo exclusivamente con factores propios de sus industrias. Sin embargo, si bien este resultado se observa tanto en las empresas familiares como en las no familiares cuando las clasificamos según el criterio fuerte, solo se da en las empresas familiares cuando el criterio de descomposición utilizado es el débil.

Respecto a la comparación entre las empresas familiares y no familiares, según la forma de definir a la empresa familiar, la medida con la que se aproxima la *performance* operativa y si se aplican contrastes paramétricos o no paramétricos, se producen o no diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares y con distinto signo. Por tanto, no podemos afirmar que las peculiaridades de la empresa familiar respecto de la empresa no familiar se traduzcan de forma general en un diferente comportamiento en su *performance* operativa con motivo de la salida a bolsa. Tampoco se observan diferencias significativas en el cambio de estructura de propiedad

que experimentan un tipo y otro de empresas como resultado de la citada decisión estratégica, de modo que aunque la empresa familiar tradicionalmente se caracteriza por el deseo de preservar el control en manos de los propietarios familiares, parece desprenderse de lo observado que en el momento de llevar a cabo la decisión de salir a bolsa se rige por los mismos criterios que el resto de empresas y experimenta los mismos cambios en sus estructura de propiedad y en su comportamiento operativo.

#### 4.5 RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Como paso previo a la realización del análisis multivariante, hemos llevado a cabo un estudio de la posible correlación no paramétrica entre las variables independientes con el fin de evitar posibles problemas de multicolinealidad, para ello hemos calculado el coeficiente de Spearman. La tabla 4.16 muestra los resultados de este análisis.

Como se observa en la tabla 4.16, existe una asociación positiva y significativa entre la variación de la dispersión de propiedad de las empresas en el año de la salida a bolsa (*VDO*) y la variación de la misma tres años después con respecto al año previo (*VD3*). Este resultado es coherente con el hecho de que la variación de la dispersión que experimentan las empresas en su estructura de propiedad se mantiene bastante estable en los tres años siguientes a la salida a bolsa, tal y como señalamos en el apartado 4.4 de resultados del análisis univariante. La retención de propiedad tras la salida a bolsa por parte de los accionistas iniciales (*PIR*) mantiene una asociación negativa y significativa con la variación de dispersión de propiedad en el año de la salida a bolsa (*VDO*). Ambas variables miden un cambio en la estructura de propiedad de la empresa en el año del inicio de cotización, pero mientras *PIR* recoge de alguna manera el porcentaje de propiedad que sigue concentrado, *VDO* por el contrario recoge el porcentaje de propiedad que deja de estar concentrado para repartirse entre diversos inversores nuevos. La variable de control tamaño (*TAM*) guarda una asociación significativa con *VDO* y con *PIR*, si bien con la primera en sentido inverso y con la segunda en sentido directo, de modo que valores elevados del tamaño de la empresa se asocian con valores pequeños de cambio en la dispersión de propiedad y con valores altos de retención de propiedad en el año de la salida a bolsa. La variable *TAM* también tiene una asociación

negativa pequeña pero significativa con las variables de control que recogen la variación de *performance* operativa de la industria tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo (*VROAI*, *VROEI*, *VCFAI*). Finalmente, la variable de control que mide el sentimiento del mercado en el momento de la salida a bolsa, *MTBM*, muestra una relación negativa pequeña pero significativa con la variación de *performance* operativa de la industria tres años después de la salida a bolsa, de modo que expectativas optimistas en el momento de la salida a bolsa de las empresas se asocian con mayores caídas de la *performance* operativa de la industria en los años posteriores, tal y como predice la hipótesis de la ventana de oportunidad.

**Tabla 4.16. Correlación de Spearman entre las variables explicativas y de control.**  
Se indica el coeficiente de Spearman, el estadístico *t* y el tamaño de la muestra.

	<i>VDO</i>	<i>VD3</i>	<i>PIR</i>	<i>EDAD</i>	<i>TAM</i>	<i>MTBM</i>	<i>VROAI</i>	<i>VROEI</i>	<i>VCFAI</i>
<i>VDO</i>									
Sp.									
t	1								
N									
<i>VD3</i>									
Sp.	0,681 <sup>a</sup>								
t	6,179	1							
N	46								
<i>PIR</i>									
Sp.	-0,444 <sup>a</sup>	-0,213							
t	-3,441	-1,451	1						
N	50	46							
<i>EDAD</i>									
Sp.	0,049	-0,002	-0,168						
t	0,346	-0,018	-1,196	1					
N	50	46	51						
<i>TAM</i>									
Sp.	-0,345 <sup>b</sup>	-0,079	0,430 <sup>a</sup>	-0,058					
t	-2,552	-0,528	3,336	-0,431	1				
N	50	46	51	56					
<i>MTBM</i>									
Sp.	0,029	-0,044	0,045	-0,123	0,150				
t	0,202	-0,295	0,319	-0,911	1,117	1			
N	50	46	51	56	56				
<i>VROAI</i>									
Sp.	0,176	-0,084	-0,018	-0,035	-0,253 <sup>c</sup>	-0,329 <sup>b</sup>			
t	1,186	-0,554	-0,126	-0,247	-1,819	-2,419	1		
N	46	43	47	50	50	50			
<i>VROEI</i>									
Sp.	0,116	-0,041	-0,047	0,136	-0,197	-0,451 <sup>a</sup>	-		
t	0,767	-0,264	-0,315	0,941	-1,382	-3,467	-	1	
N	45	42	46	49	49	49			
<i>VCFAI</i>									
Sp.	0,111	-0,157	0,012	-0,073	-0,250 <sup>c</sup>	-0,350 <sup>b</sup>	-	-	
t	0,741	-1,019	0,085	-0,507	-1,793	-2,596	-	-	1
N	46	43	47	50	50	50			

<sup>a, b, c</sup> denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Como ya hemos señalado en el tercer capítulo una alta correlación entre dos variables es una condición necesaria pero no suficiente para la existencia de multicolinealidad y es necesaria la aplicación de algún otro método para su detección. Por ello, calculamos el *Factor de Agrandamiento de la Varianza (FAV)* para las variables explicativas de cada modelo de regresión e indicamos los resultados obtenidos en las mismas tablas en las que reflejamos los resultados de dichos modelos.

Las tablas 4.17, 4.18 y 4.19 recogen los resultados de los tres modelos de regresión según que la variable dependiente la calculemos utilizando como medida de la *performance* operativa el *ROA*, *ROE* o el *cash flow*, respectivamente, y teniendo en cuenta que en los tres casos una empresa es definida como familiar o no familiar de acuerdo con el criterio débil o laxo de clasificación. Para cada uno de los tres modelos realizamos cuatro variantes de modo que: en la primera [columnas (1) y (2) según excluyamos o incluyamos la variable de control *TAM*, respectivamente] contrastamos conjuntamente las hipótesis 2 y 4, considerando como variable explicativa que recoge el cambio en la estructura de propiedad la variación de dispersión de propiedad en el año de la salida a bolsa (*VD0*); en la segunda (columna 3) testamos de nuevo simultáneamente las hipótesis 2 y 4, pero considerando como variable explicativa que recoge el cambio en la estructura de propiedad la variación de dispersión de propiedad tres años después con respecto al año previo de la salida a bolsa (*VD3*); en la tercera (columnas 4 y 5 según excluyamos o incluyamos la variable de control *TAM*, respectivamente) añadimos a la variante anterior el contraste de la hipótesis 3 contemplando una posible relación lineal entre el cambio de *performance* operativa y la propiedad retenida por los empresarios originales; y, finalmente en la cuarta (columnas 6 y 7 según excluyamos o incluyamos la variable de control *TAM*, respectivamente) estudiamos la posible existencia de una relación cuadrática entre el cambio de *performance* operativa y la propiedad retenida por los accionistas iniciales. Conviene señalar que para evitar los problemas de inferencia que se derivan de la posible existencia de heteroscedasticidad, hemos aplicado la corrección de White (1980) con el fin de obtener estimaciones consistentes de las varianzas de los estimadores de los parámetros.

Como se observa en las tablas 4.17 y 4.18 cuando medimos la *performance* operativa de las empresas a través del *ROA*, o rentabilidad económica, y por medio del

*ROE*, o rentabilidad financiera, no encontramos ningún poder explicativo del cambio en la estructura de propiedad de la empresa con motivo de la salida a bolsa sobre la variación que experimenta en su comportamiento operativo. Esto se pone de manifiesto tanto si medimos dicho cambio de propiedad con la variación de dispersión de propiedad en el año de la salida a bolsa, *VDO* (columnas 1 y 2) y con el cambio de dispersión de propiedad tres años después de la salida con respecto al año previo, *VD3* (columnas 3 a 7), como si, siguiendo a Jain y Kini (1994), lo recogemos a través del porcentaje de propiedad retenida por los empresarios iniciales, *PIR* (columnas 4 a 7). En este último caso, no encontramos relación lineal ni tampoco cuadrática entre la variación de *performance* operativa y el porcentaje de propiedad retenida por los propietarios originales. Asimismo, la variable *dummy FAMD* que recoge la naturaleza familiar de la propiedad de la empresa tampoco tiene influencia en la variable dependiente. Por tanto, no se verifican las hipótesis 2 y 3 que se apoyan en la Teoría de la Agencia para explicar la reducción observada en la *performance* operativa de las empresas que salen a bolsa con base en un aumento de sus costes de agencia, ni la hipótesis 4 que atribuye diferente comportamiento operativo a las empresas familiares que salen a bolsa con respecto a las no familiares. Estos resultados son consistentes con los que obtienen Mikkelsen *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Álvarez y González (2005).

En nuestra opinión, los intereses de propietarios y gestores tras la oferta inicial siguen alineados y la supervisión de los segundos sobre los primeros sigue siendo importante, debido a que tras la salida a bolsa aunque aumenta la dispersión de propiedad sigue habiendo un alto grado de concentración de la misma y los empresarios originales siguen manteniendo porcentajes de propiedad que les permiten continuar controlando la empresa en los primeros años siguientes a la salida a bolsa. En España, esto sucede no solo en la empresa familiar sino también en la empresa no familiar, por eso ambos tipos de empresas no presentan diferencias significativas. Asimismo, los inversores institucionales participan activamente en las ofertas iniciales de las empresas, lo que mitiga el posible problema de agencia entre propietarios y directivos.

**Tabla 4.17. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROA. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROA tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,824 (0,263)	-20,122** (-2,370)	-17,872** (-2,296)	-0,878 (-0,228)	-18,035** (-2,256)	0,445 (0,105)	-16,643* (-1,918)
FAMD	-1,056 (-0,747)	-0,736 (-0,614)	-0,970 (-0,788)	-1,242 (-0,852)		-0,906 (-0,588)	
VD0	0,507 (0,159)	3,536 (1,014)					
VD3			2,723 (0,768)	1,636 (0,544)	2,591 (0,709)	1,985 (0,625)	2,860 (0,758)
PIR				1,838 (0,595)	-0,743 (-0,200)	-5,704 (-0,679)	-6,876 (-0,819)
PIR <sup>2</sup>						8,032 (0,827)	6,580 (0,728)
TAM		1,053** (2,455)	0,944** (2,352)		0,985** (2,102)		0,967* (2,009)
EDAD	-0,474 (-0,904)	-0,335 (-0,586)	-0,310 (-0,512)	-0,396 (-0,720)	-0,339 (-0,531)	-0,475 (-0,822)	-0,405 (-0,616)
PRI	-1,112 (-0,754)	0,099 (0,067)	-0,125 (-0,095)	-1,032 (-0,762)	-0,107 (-0,077)	-1,211 (-0,872)	-0,270 (-0,190)
MTBM	1,744 (1,135)	1,179 (0,847)	1,331 (1,011)	1,823 (1,202)	1,292 (0,931)	1,846 (1,237)	1,320 (0,963)
VROAI	-0,083 (-0,109)	-0,000 (-0,000)	0,255 (0,321)	0,053 (0,064)	0,260 (0,320)	0,077 (0,089)	0,277 (0,324)
OPV	-3,713 (-1,340)	-4,013 (-1,602)	-3,981 (-1,595)	-3,668 (-1,342)	-4,020 (-1,575)	-3,648 (-1,359)	-3,998 (-1,594)
R <sup>2</sup>	0,246	0,387	0,385	0,269	0,387	0,283	0,396
R <sup>2</sup> corregido	0,044	0,191	0,180	0,025	0,147	0,002	0,122
F	1,218 (0,328)	1,977* (0,092)	1,883 (0,110)	1,104 (0,394)	1,613 (0,169)	1,008 (0,461)	1,444 (0,225)
FAV	1,06-2,26	1,08-1,44	1,11-1,31	1,03-1,30	1,11-1,46	1,10-14,36	1,11-14,43
N	34	34	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 4.18. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROE. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROE tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	-11,391 (-1,427)	-48,451 (-1,481)	-38,709 (-1,393)	-17,725 (-1,522)	-35,737 (-1,308)	-15,397 (-1,384)	-32,689 (-1,241)
FAMD	-1,664 (-0,529)	-1,320 (-0,477)	-2,684 (-0,731)	-3,148 (-0,811)	-2,953 (-0,776)	-2,546 (-0,651)	-2,448 (-0,633)
VDO	11,335 (1,140)	16,448 (1,363)					
VD3			14,713 (1,351)	14,494 (1,293)	15,381 (1,355)	15,128 (1,319)	
PIR				8,457 (1,200)	5,966 (0,835)	-5,450 (-0,368)	-5,820 (-0,407)
PIR <sup>2</sup>						14,964 (0,888)	12,838 (0,784)
TAM		1,763 (1,378)	1,295 (1,250)		0,959 (0,898)		0,903 (0,875)
EDAD	2,679 (1,266)	3,005 (1,363)	3,143 (1,344)	3,049 (1,349)	3,187 (1,355)	2,916 (1,295)	3,065 (1,082)
PRI	3,469 (1,060)	6,096 (1,308)	4,896 (1,204)	3,225 (1,093)	4,523 (1,165)	2,906 (0,979)	4,174 (0,496)
MTBM	0,594 (0,325)	0,248 (0,155)	0,796 (0,451)	0,938 (0,539)	0,796 (0,474)	0,985 (0,557)	0,844 (0,496)
VROEI	1,950 (1,000)	2,581 (1,321)	3,252 (1,314)	2,908 (1,259)	3,266 (1,356)	2,895 (1,240)	3,234 (1,327)
OPV	-2,838 (-0,848)	-2,798 (-0,743)	-2,815 (-0,668)	-2,466 (-0,729)	-2,540 (-0,639)	-2,391 (-0,694)	-2,472 (-0,617)
R <sup>2</sup>	0,224	0,322	0,310	0,305	0,333	0,318	0,343
R <sup>2</sup> corregido	0,015	0,105	0,080	0,074	0,073	0,051	0,044
F	1,072 (0,408)	1,484 (0,212)	1,350 (0,267)	1,321 (0,280)	1,281 (0,298)	1,194 (0,344)	1,149 (0,372)
FAV	1,04-1,34	1,06-1,74	1,08-1,64	1,07-1,49	1,08-1,65	1,07-13,37	1,08-13,59
N	34	34	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 4.19. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del *cash flow*. Criterio débil.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del *cash flow* tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio débil de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,266 (0,026)	40,563* (1,7249)	29,268 (1,326)	11,750 (1,148)	25,091 (1,088)	11,764 (1,039)	25,355 (1,035)
FAMD	-3,401 (-1,151)	-3,838 (-1,336)	-2,613 (-0,938)	-2,149 (-0,764)	-2,311 (-0,813)	-2,145 (-0,753)	-2,255 (-0,778)
VD0	-9,413 (-1,051)	-15,247 (-1,564)					
VD3			-19,953** (-2,094)	-20,438** (-2,403)	-21,113** (-2,347)	-20,435** (-2,336)	-21,067** (-2,284)
PIR				-11,829 (-1,696)	-10,069 (-1,263)	-11,914 (-0,596)	-11,286 (-0,541)
PIR <sup>2</sup>						0,090 (0,004)	1,302 (0,065)
TAM		-1,928* (-1,752)	-1,251 (-1,177)		-0,712 (-0,619)		-0,715 (-0,606)
EDAD	-0,471 (-0,256)	-0,750 (-0,377)	-0,317 (-0,169)	-0,306 (-0,195)	-0,417 (-0,239)	-0,307 (-0,189)	-0,430 (-0,239)
PRI	2,880 (0,858)	0,182 (0,051)	0,717 (0,230)	2,100 (0,697)	1,271 (0,407)	2,098 (0,667)	1,242 (0,376)
MTBM	-0,461 (-0,117)	0,020 (0,005)	-0,894 (-0,269)	-1,044 (-0,307)	-0,909 (-0,267)	-1,043 (-0,298)	-0,896 (-0,257)
VCFAI	-11,203 (-1,645)	-11,421** (-2,089)	-11,865* (-1,972)	-10,695* (-1,826)	-11,150* (-1,858)	-10,694* (-1,787)	-11,138* (-1,822)
OPV	2,879 (0,500)	2,792 (0,494)	1,595 (0,262)	1,155 (0,213)	1,201 (0,215)	1,156 (0,210)	1,209 (0,212)
R <sup>2</sup>	0,233	0,306	0,343	0,381	0,393	0,381	0,393
R <sup>2</sup> corregido	0,041	0,101	0,124	0,175	0,155	0,139	0,117
F	1,216 (0,326)	1,491 (0,206)	1,568 (0,186)	1,851 (0,116)	1,655 (0,158)	1,576 (0,181)	1,425 (0,233)
FAV	1,05-1,42	1,15-1,51	1,20-1,55	1,07-1,53	1,20-1,56	1,18-14,07	1,21-14,12
N	36	36	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Respecto a las variables de control, únicamente se observa una influencia positiva y significativa del tamaño de la empresa sobre la variación de *performance* operativa medida con el *ROA*, de modo que las empresas de mayor tamaño presentan una evolución más positiva en su rentabilidad económica. No encontramos capacidad explicativa ni en la edad, ni en el tipo de colocación de la oferta (pública o privada), ni en factores de la industria, ni tampoco en el aprovechamiento de una ventana de oportunidad por parte de los emisores.



No obstante, cuando medimos la *performance* operativa de las empresas a través del *cash flow* (tabla 4.19), sí se observa capacidad explicativa del cambio de dispersión de propiedad tres años después de la salida con respecto al año previo (VD3) sobre la variación que experimenta en su comportamiento operativo (columnas 3 a 7), de modo que existe una relación negativa y significativa entre ambos. Por tanto, para esta medida de la *performance* operativa sí se valida la hipótesis 2 que explica su caída tras la salida a bolsa de las empresas por un aumento de los costes de agencia. Asimismo, también se observa una relación negativa y significativa de la variación de *cash flow* que experimenta la industria en el mismo periodo, lo cual pone de manifiesto que si bien la variación en el *cash flow* de las empresas que salen a bolsa está influido por los factores de la industria, en la medida en que dicha influencia es negativa no se puede atribuir la caída de la *performance* operativa de las empresas que salen a bolsa a una evolución desfavorable de la industria.

En resumen, los resultados revelan que para aquellas medidas de *performance* operativa más expuestas a posibles prácticas de maquillaje contable como, por ejemplo, el caso del *ROA* que depende de la mayor o menor imputación de amortización, o del *ROE* que además obedece a los resultados financieros y a los resultados extraordinarios, no es posible validar la hipótesis de los costes de agencia. Sin embargo, cuando calculamos la *performance* operativa a través del *cash flow*, medida que no depende de los factores antes mencionados, sí se presenta una relación negativa y significativa entre la variación de la misma y la variación en la estructura de propiedad consecuencia de la salida a bolsa. Asimismo, no encontramos ninguna influencia significativa del carácter familiar de la empresa en el cambio que experimenta en su *performance* operativa tras la salida a bolsa con independencia de la medida con la que es aproximada.

Las tablas 4.20, 4.21 y 4.22 recogen de nuevo los resultados de los tres modelos de regresión según que la variable dependiente la calculemos utilizando como medida de la *performance* operativa el *ROA*, *ROE* o el *cash flow*, respectivamente, pero teniendo en cuenta que una empresa es definida ahora como familiar o no familiar de acuerdo con el criterio más fuerte o estricto de clasificación. Hemos estudiado las mismas cuatro variantes que en las tablas 4.17, 4.18 y 4.19. En este caso, obtenemos los mismos resultados y ni siquiera después de haber sido más estrictos a la hora de definir una empresa como familiar, podemos concluir que la naturaleza familiar de la propiedad

de la empresa ejerza alguna influencia sobre el comportamiento operativo que se observa en las empresas cuando salen a bolsa.

**Tabla 4.20. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROA. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROA tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	1,661 (0,483)	-20,276** (-2,312)	-18,426** (-2,279)	-0,403 (-0,099)	-18,457** (-2,231)	0,443 (0,103)	-17,902* (-1,942)
FAMF	-1,651 (-1,053)	-1,797 (-1,328)	-2,076 (-1,477)	-1,991 (-1,238)	-2,069 (-1,473)	-1,754 (-1,030)	-1,967 (-1,299)
VD0	0,001 (0,000)	3,258 (0,925)					
VD3			2,515 (0,677)	1,348 (0,438)	2,490 (0,636)	1,637 (0,508)	2,602 (0,658)
PIR				2,587 (0,863)	-0,142 (-0,040)	-2,406 (-0,315)	-2,255 (-0,300)
PIR <sup>2</sup>						5,221 (0,591)	2,240 (0,277)
TAM		1,123** (2,511)	1,042** (2,488)		1,050** (2,212)		1,039** (2,084)
EDAD	-0,495 (-0,886)	-0,345 (-0,555)	-0,348 (-0,523)	-0,417 (-0,704)	-0,354 (-0,508)	-0,466 (-0,760)	-0,375 (-0,535)
PRI	-1,300 (-0,921)	-0,021 (-0,015)	-0,215 (-0,176)	-1,195 (-0,925)	-0,211 (-0,164)	-1,291 (-0,954)	-0,262 (-0,194)
MTBM	1,719 (1,200)	1,118 (0,923)	1,226 (1,077)	1,779 (1,289)	1,218 (1,006)	1,800 (1,299)	1,234 (1,002)
VROAI	-0,289 (-0,338)	-0,218 (-0,292)	0,008 (0,010)	-0,214 (-0,235)	0,009 (0,012)	-0,163 (-0,168)	0,029 (0,033)
OPV	-4,111 (-1,471)	-4,603* (-1,951)	-4,632* (-1,992)	-4,137 (-1,525)	-4,637* (-1,953)	-4,090 (-1,515)	-4,612* (-1,928)
R <sup>2</sup>	0,276	0,437	0,446	0,310	0,446	0,316	0,447
R <sup>2</sup> corregido	0,081	0,257	0,261	0,080	0,229	0,049	0,196
F	1,416 (0,240)	2,431 (0,0426)	2,417 (0,045)	1,352 (0,266)	2,059 (0,078)	1,183 (0,350)	1,780 (0,124)
FAV	1,05-1,29	1,10-1,42	1,12-1,32	1,07-1,29	1,13-1,44	1,10-14,72	1,13-14,72
N	34	34	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 4.21. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROE. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del ROE tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. FAV indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	-11,763 (-1,435)	-49,646 (-1,438)	-40,655 (-1,347)	-18,102 (-1,462)	-37,788 (-1,303)	-15,313 (-1,321)	-33,992 (-1,221)
FAMD	-0,579 (-0,239)	-0,699 (-0,297)	-1,807 (-0,595)	-2,309 (-0,683)	-2,312 (-0,693)	-1,589 (-0,472)	-1,715 (-0,509)
VD0	11,015 (1,165)	16,277 (1,377)					
VD3			13,760 (1,337)	13,368 (1,266)	14,472 (1,341)	14,272 (1,307)	15,136 (1,355)
PIR				9,095 (1,129)	6,421 (0,839)	-7,209 (-0,471)	-6,864 (-0,476)
PIR <sup>2</sup>						17,257 (0,988)	14,276 (0,859)
TAM		1,811 (1,333)	1,389 (1,222)		1,048 (0,962)		0,969 (0,924)
EDAD	2,621 (1,223)	2,985 (1,325)	3,125 (1,285)	3,030 (1,286)	3,195 (1,301)	2,863 (1,231)	3,045 (1,246)
PRI	3,250 (1,071)	5,985 (1,319)	4,657 (1,193)	2,791 (1,063)	4,237 (1,154)	2,523 (0,957)	3,906 (1,078)
MTBM	0,516 (0,289)	0,200 (0,127)	0,713 (0,412)	0,870 (0,512)	0,734 (0,443)	0,918 (0,533)	0,784 (0,469)
VROEI	1,637 (1,053)	2,337 (1,455)	2,677 (1,410)	2,188 (1,300)	2,624 (1,448)	2,336 (1,325)	2,714 (1,443)
OPV	-2,676 (-0,776)	-2,753 (-0,711)	-2,864 (-0,657)	-2,554 (-0,721)	-2,678 (-0,645)	-2,383 (-0,669)	-2,527 (-0,609)
R <sup>2</sup>	0,211	0,315	0,293	0,286	0,320	0,303	0,331
R <sup>2</sup> corregido			0,058	0,048	0,054	0,030	0,027
F	0,999 (0,454)	1,442 (0,227)	1,248 (0,315)	1,204 (0,337)	1,204 (0,339)	1,110 (0,393)	1,090 (0,410)
FAV	1,04-1,32	1,06-1,62	1,08-1,50	1,08-1,33	1,09-1,67	1,08-13,72	1,09-13,83
N	34	34	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

**Tabla 4.22. Resultados de las regresiones por MCO de la variación del *cash flow*. Criterio fuerte.** Resultados de las regresiones por MCO de la variación del *cash flow* tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo sobre el cambio en la estructura de propiedad en dicho periodo y la naturaleza familiar de la empresa según el criterio fuerte de clasificación. Estimación por MCO con la corrección por heteroscedasticidad de White. Entre paréntesis se indica el estadístico *t-Student*. *FAV* indica el intervalo de resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
C	0,591 (0,058)	36,219 (1,557)	26,797 (1,200)	11,630 (1,114)	23,236 (0,990)	12,276 (1,109)	24,786 (1,012)
<i>FAMF</i>	-2,908 (-0,856)	-2,641 (-0,821)	-1,699 (-0,555)	-1,010 (-0,324)	-0,945 (-0,306)	-0,808 (-0,261)	-0,646 (-0,212)
<i>VD0</i>	-10,606 (-1,058)	-15,809 (-1,479)					
<i>VD3</i>			-20,951** (-2,093)	-21,490** (-2,335)	-22,199** (-2,286)	-21,282** (-2,279)	-21,931** (-2,228)
<i>PIR</i>				-11,523 (-1,576)	-10,046 (-1,208)	-15,605 (-0,878)	-15,960 (-0,863)
<i>PIR</i> <sup>2</sup>						4,238 (0,254)	6,220 (0,365)
<i>TAM</i>		-1,721 (-1,647)	-1,118 (-1,050)		-0,619 (-0,539)		-0,651 (-0,551)
<i>EDAD</i>	-0,499 (-0,269)	-0,783 (-0,389)	-0,371 (-0,194)	-0,398 (-0,247)	-0,513 (-0,287)	-0,440 (-0,268)	-0,580 (-0,318)
<i>PRI</i>	2,619 (0,728)	0,174 (0,047)	0,744 (0,234)	1,998 (0,649)	1,271 (0,397)	1,927 (0,596)	1,129 (0,331)
<i>MTBM</i>	-0,554 (-0,142)	-0,150 (-0,041)	-1,089 (-0,338)	-1,220 (-0,371)	-1,124 (-0,344)	-1,175 (-0,345)	-1,053 (-0,311)
<i>VCFAI</i>	-12,339* (-1,849)	-12,479** (-2,196)	-12,790** (-2,084)	-11,473* (-1,901)	-11,897* (-1,891)	-11,338* (-1,839)	-11,720* (-1,843)
<i>OPV</i>	2,660 (0,453)	2,744 (0,483)	1,602 (0,258)	1,313 (0,240)	1,407 (0,252)	1,3629 (0,244)	1,484 (0,257)
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,222	0,281	0,330	0,369	0,378	0,370	0,379
<i>R</i> <sup>2</sup> <i>corregido</i>	0,028	0,068	0,106	0,159	0,134	0,123	0,097
<i>F</i>	1,146 (0,363)	1,322 (0,274)	1,479 (0,216)	1,756 (0,136)	1,553 (0,188)	1,501 (0,206)	1,345 (0,268)
<i>FAV</i>	1,02-1,41	1,12-1,52	1,16-1,54	1,13-1,52	1,19-1,57	1,14-14,58	1,20-14,58
<i>N</i>	36	36	33	33	33	33	33

\*\*\*, \*\*, \* denota significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Cabe señalar que según los resultados del Factor de Agrandamiento de la Varianza, las regresiones realizadas no parecen presentar problemas graves de multicolinealidad salvo, como era esperable, al incluir conjuntamente las variables *PIR* y *PIR*<sup>2</sup>.

## 4.6. CONCLUSIONES

La evidencia empírica previa ha constatado que las empresas sufren una caída en sus niveles de *performance* operativa tras iniciar su cotización en bolsa a través de una oferta de valores. Una parte de la literatura ha tratado de explicar este hecho con base en los argumentos de la Teoría de la Agencia, en la medida en que la mayor dispersión de propiedad que supone la salida a bolsa puede provocar mayores costes de agencia al disminuir la supervisión y alineación de intereses entre propietarios y gestores. En este capítulo, hemos tenido como objetivo aportar nueva evidencia en el mercado español y, en la medida en que la investigación existente no considera las posibles diferencias que este suceso puede presentar según el carácter familiar o no de la empresa que decide iniciar su cotización en bolsa, especialmente hemos pretendido realizar una contribución en este sentido. Así, hemos analizado la *performance* operativa de las empresas españolas que salieron a bolsa a través de una oferta de acciones en el periodo 1994-2012 distinguiendo en función de la naturaleza familiar o no familiar de su propiedad.

Los resultados del análisis univariante realizado reflejan que, consistente con lo alcanzado en trabajos anteriores, las empresas españolas que salieron a bolsa por medio de una oferta de valores en el periodo 1994-2012 experimentaron un incremento de su *performance* operativa en los años anteriores a la salida a bolsa con un pico en el año previo, posiblemente motivado por un objetivo de preparación para afrontar en buenas condiciones dicho acontecimiento. Sin embargo, sufrieron un declive en los niveles de *performance* operativa en los tres años siguientes a dicha decisión estratégica. Fundamentalmente, se produjo una reducción significativa en los valores del tercer año siguiente a la oferta con respecto a los del año previo a la misma. Estos resultados se han obtenido en el caso de la muestra completa para las tres medidas de *performance* operativa utilizadas, esto es, *ROA*, *ROE* y *cash flow*.

Cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras familiar y no familiar, de acuerdo con dos criterios de clasificación, uno más laxo y otro más estricto, los resultados revelan un comportamiento operativo muy similar al reflejado por la muestra completa, esto es, un incremento de la *performance* operativa en los años anteriores más próximos al inicio de cotización y un declive de la misma en los tres años siguientes. No obstante, en este caso, el perfil concreto de los niveles de *performance* operativa está más influenciado por la medida utilizada para calcular dicha

*performance* operativa. Además, al calcular las variaciones de *performance* operativa en el grupo de empresas familiares y en el de las empresas no familiares, si bien también reflejan una disminución de la misma tras la salida a bolsa, no siempre es significativa con independencia de la medida utilizada.

Asimismo, hemos encontrado que para la muestra completa la media y la mediana de los valores de *performance* operativa ajustados por industria cuando es aproximada con el *ROA* o con el *cash flow* son significativamente distintas de cero, por lo que dichos niveles de comportamiento operativo de las empresas no solo son resultado de factores propios de sus industrias sino que es necesario hallar otras causas que los justifiquen. Cuando descomponemos la muestra en empresas familiares y empresas no familiares según el criterio fuerte obtenemos este mismo resultado para algunos años de la ventana temporal. No obstante, cuando la clasificación la hacemos en función del criterio débil este resultado solo aparece en las empresas familiares pero no en las empresas no familiares.

Los resultados de dicho análisis univariante también nos han permitido comparar las posibles diferencias entre las variaciones en la *performance* operativa de las empresas familiares y de las empresas no familiares tras su salida a bolsa. Hemos observado que, para ambos criterios de clasificación de la muestra, las empresas no familiares suelen sufrir una mayor caída de la *performance* operativa que las empresas familiares. Esto podría ser consecuencia de la mayor supervisión y alineación de intereses entre propietarios y directivos en la empresa familiar respecto a la empresa no familiar, dado que la primera tiene entre sus características el deseo de preservar el control de la empresa dentro de la familia. No obstante, estas diferencias observadas entre los cambios de *performance* operativa que experimentan las empresas familiares y las no familiares tras su salida a bolsa no siempre resultan estadísticamente significativas en función de la definición utilizada de empresa familiar, la medida con la que se aproxima la *performance* operativa y si se aplican contrastes paramétricos o no paramétricos.

Asimismo, con este análisis hemos comprobado que en el periodo en que se produce el declive significativo de la *performance* operativa de las empresas que salen a bolsa, las ventas y las inversiones de capital han experimentado por el contrario incrementos significativos, de modo que no es posible explicar tal caída de *performance*

por disminución de la demanda o ausencia de oportunidades de inversión. Sin embargo, el estudio nos ha revelado que la salida a bolsa de las empresas conduce efectivamente a un cambio en la estructura de propiedad de la empresa que se traduce en un aumento significativo de la dispersión de la participación accionarial y no encontramos diferencias significativas con respecto a este cambio de estructura de propiedad entre las empresas familiares y las empresas no familiares.

El estudio de las correlaciones de Spearman entre las variables independientes que empleamos para tratar de explicar el declive observado en el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa nos permite destacar algunos resultados interesantes. Hemos encontrado una relación positiva y significativa entre la variación en la dispersión de propiedad en el año del inicio de la cotización y tres años después con respecto al año previo al dicho suceso, lo que confirma la estabilidad observada en la estructura de propiedad de las empresas en los tres años posteriores a la salida a bolsa. Asimismo, hemos observado una relación negativa y significativa entre la variable que recoge el porcentaje de propiedad retenido por parte de los accionistas iniciales tras la salida a bolsa y la que representa la variación en la dispersión de propiedad en el año de la salida a bolsa con respecto al año previo. Este resultado es lógico ya que la primera variable mide de algún modo concentración de propiedad y, por el contrario, la segunda recoge variación en la dispersión de propiedad. Además, hemos obtenido que valores elevados del tamaño de la empresa se asocian con valores pequeños de cambio en la dispersión de propiedad y con valores altos de retención de propiedad en el año de la salida a bolsa, de modo que en España la empresa grande no es sinónimo de empresa con estructura de propiedad dispersa. Por último, la variable de control que mide el sentimiento del mercado en el momento de la salida a bolsa mantiene una relación negativa pequeña pero significativa con la variación de *performance* operativa de la industria tres años después de la salida a bolsa, de modo que expectativas optimistas en el momento de la salida a bolsa de las empresas se asocian con mayores caídas de la *performance* operativa de la industria en los años posteriores, tal y como predice la hipótesis de la ventana de oportunidad.

La Teoría de la Agencia plantea que la dispersión de propiedad puede conllevar un aumento de los conflictos y de los costes de agencia, debido a una disminución de los incentivos de los propietarios para supervisar a los directivos y a una reducción de la

alineación de intereses entre los mismos. Por tanto, cabe pensar que dicho deterioro de la *performance* operativa de las empresas tras llevar a cabo una oferta de valores con el fin de iniciar su cotización en bolsa esté provocado por un aumento de los conflictos de agencia, debido a la mayor dispersión de la propiedad resultante y, por tanto, a una menor supervisión y alineación de intereses entre propietarios y gestores. Por esta razón, hemos realizado un análisis multivariante a través del cual hemos contrastado el poder explicativo de esta teoría sobre los cambios en la *performance* operativa que experimentan las empresas cuando comienzan a cotizar a través de una oferta de valores.

El análisis multivariante ha revelado que cuando medimos la *performance* operativa de las empresas a través de la rentabilidad económica y de la rentabilidad financiera no se verifica la hipótesis de los costes de agencia. Así, si admitimos tales medidas como adecuadas no podemos afirmar que la caída de *performance* operativa que experimentan las empresas tras el inicio de la cotización sea explicada por consecuencias desfavorables del cambio en la estructura de propiedad inherente a dicha decisión estratégica. Esto podría ser explicado porque el tejido empresarial español, al igual que sucede en otros países de Europa Continental, se caracteriza por una estructura de propiedad concentrada y la decisión de salir a bolsa no parece variar esta circunstancia y, además, los propietarios iniciales siguen conservando en gran medida el control de la empresa en los años siguientes al inicio de cotización. En consecuencia, sigue existiendo supervisión y alineación de intereses entre los propietarios y los directivos tras la oferta inicial.

No obstante, cuando calculamos la *performance* operativa por medio del *cash flow*, hemos observado que sí existe una relación negativa y significativa entre la variación de *performance* operativa y la variación en la dispersión de propiedad. Esta medida de *performance* se halla libre de la influencia de factores como el efecto del maquillaje contable a través del cálculo de la amortización o de resultados financieros y extraordinarios. Así, si por ese motivo consideramos que esta variable aproxima de forma más apropiada el grado de eficiencia de la actividad de explotación de la empresa, podemos concluir que la modificación de la estructura de propiedad de la empresa española tras su salida a bolsa, ya sea más o menos fuerte con respecto a lo que



sucede en empresas de otros países, sí tiene poder explicativo sobre la disminución significativa de la *performance* operativa que la misma sufre tras dicho suceso.

Finalmente, con respecto a la capacidad explicativa de la naturaleza familiar de la empresa sobre la variación en la *performance* operativa que experimentan las empresas tras el inicio de la cotización, tanto si definimos la empresa familiar con menos exigencia como si lo hacemos de forma más estricta y con independencia de la medida con la que aproximamos la *performance* operativa, no podemos afirmar que las peculiaridades de la empresa familiar respecto de la empresa no familiar ejerzan ninguna influencia en el comportamiento operativo que reflejan las empresas tras su salida a bolsa. Esto puede ser explicado por el hecho de que, como ha revelado el análisis univariante, ambas empresas experimentan igual cambio en su estructura de propiedad con motivo de la salida a bolsa y hemos observado que en nuestro mercado no solo en las empresas familiares sino también en las no familiares los propietarios iniciales preservan en gran medida el control de la empresa aun adoptando dicha decisión estratégica.



## **Conclusiones Generales**

---



En la presente Tesis Doctoral hemos estudiado dos de las tres anomalías generalmente observadas con motivo de la salida a bolsa de una empresa distinguiendo en función de la naturaleza familiar o no de su estructura de propiedad. Dos aspectos fundamentales han motivado este trabajo. Por un lado, el importante papel protagonista que desempeñan las empresas familiares en el desarrollo económico y social de las naciones, dada su contribución esencial en el PIB y en la generación de empleo, así como el consenso entre los investigadores sobre la empresa familiar acerca del carácter propio o idiosincrático de este tipo de negocios con respecto al resto. Por otro lado, el hecho trascendental que supone para una empresa la elección de salir a bolsa y la evidencia disponible en la literatura sobre la existencia de forma generalizada de tres sucesos anómalos tras dicha decisión estratégica: rentabilidades de mercado anormalmente elevadas en el corto plazo, rendimientos de mercado anormalmente bajos en el largo plazo y caída de la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa.

Desde la década de los años 90, la investigación sobre la empresa familiar ha adquirido un interés creciente dentro del ámbito académico, lo cual se ha traducido en un incremento considerable de trabajos sobre la empresa familiar y, en consecuencia, en un importante acervo de conocimiento sobre la misma. Sin embargo, los investigadores sobre la empresa familiar coinciden en admitir que todavía es necesario recorrer mucho camino para construir una teoría de la empresa familiar sólida y legítima. En este sentido, hemos hallado una escasez de trabajos que analicen la posible presencia de esos tres fenómenos, que se observan con carácter general con motivo de la salida a bolsa, para el caso de las empresas familiares, ni tampoco si el carácter único y peculiar de este tipo de negocios se traduce en diferencias en dichas anomalías con respecto a las que se suceden en las empresas no familiares. Además, en el caso del mercado español no hemos encontrado ningún estudio que aborde esta cuestión.

En consecuencia, el objetivo general de esta Tesis Doctoral ha sido el de contribuir a llenar ese vacío en la literatura por medio del análisis para el caso de la empresa familiar española de dos de los tres sucesos que se producen con carácter general con el inicio de la cotización: la infravaloración de las ofertas iniciales y la caída de la *performance* operativa de las empresas.

Con respecto al fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, hemos concretado dicho objetivo general en dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- ¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas que salen a bolsa en el mercado español?
- ¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas de naturaleza familiar que salen a bolsa en el mercado español?
- ¿Existen diferencias significativas entre la infravaloración de las ofertas iniciales de las empresas familiares y de las empresas no familiares en el mercado español?
- ¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?
- ¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en objetivos de propiedad y control para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?

En cuanto a la variación de la *performance* operativa que experimentan las empresas tras el inicio de su cotización, este trabajo ha tenido como finalidad encontrar una solución a los siguientes interrogantes:

- ¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas en el mercado español?
- ¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas familiares en el mercado español?
- ¿Existen diferencias significativas entre la variación de *performance* operativa que experimentan las empresas familiares y las empresas no familiares tras el inicio de su cotización en el mercado español?
- ¿La variación de la *performance* operativa de las empresas españolas tras el inicio de su cotización es consecuencia de la variación de la dispersión de propiedad que conlleva la salida a bolsa? ¿La naturaleza familiar de la empresa influye en la capacidad explicativa de esta posible relación?

Con el fin de cumplir con estos objetivos, hemos trabajado sobre una muestra de 56 empresas que salieron a bolsa a través de una oferta inicial de acciones durante el periodo 1994-2012 y la hemos descompuesto en dos submuestras según la naturaleza familiar o no de la empresa de acuerdo con dos definiciones de empresa familiar, una más estricta y otra menos exigente. Para cada uno de los dos sucesos objeto de estudio, hemos realizado un análisis univariante con la finalidad de detectar la existencia o no de la anomalía en cuestión y, fundamentalmente, para identificar si la misma se presenta de forma diferente en la empresa familiar con respecto a la empresa no familiar. Asimismo, con el propósito de contrastar la validez de las teorías explicativas que en la literatura se argumentan acerca de los dos fenómenos que hemos estudiado, para cada uno de ellos hemos llevado a cabo análisis multivariantes con regresiones en sección cruzada.

Los resultados obtenidos del trabajo realizado nos permiten llegar a las siguientes conclusiones generales acerca de cada una de las cuestiones que nos hemos planteado:

**¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas que salen a bolsa en el mercado español?**

Como se mostró en el Capítulo 3, para la muestra total de empresas que salieron a bolsa por medio de una oferta inicial de acciones en el mercado español durante el periodo 1994-2012 se produce una infravaloración significativa tanto en media como en mediana con independencia de la medida utilizada y el horizonte temporal empleado (primer día de negociación, 10, 20 o 30 días posteriores a la salida a bolsa). En concreto, obtenemos rendimientos brutos y ajustados positivos y estadísticamente significativos, tanto con el contraste paramétrico como con el método *bootstrap*, que en media oscilan entre el 15% y el 22% para periodos de diferente amplitud. Estos resultados son consistentes con la evidencia internacional y nacional previa. En concreto, en el mercado español el estudio de Álvarez y Fernández (2003) revela que las ofertas públicas iniciales llevadas a cabo en el periodo 1985-1997 experimentaron una infravaloración significativa media del 13,11% y Farinós *et al.* (2007) obtienen una infravaloración media significativa del 31,6% en las ofertas públicas iniciales que tuvieron lugar en el periodo 1990-2001.

Además, encontramos que el alcance completo de la infravaloración se produce rápidamente en el primer día de negociación y los rendimientos negativos que se dan en los días siguientes son muy pequeños y no significativos de modo que no compensan esa primera reacción del mercado. Asimismo, los rendimientos acumulados y compuestos para periodos de 10, 20 y 30 días positivos y significativos nos permiten concluir que en el corto plazo no se observa un comportamiento del mercado que neutralice el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales.

**¿Se produce infravaloración en las ofertas iniciales de las empresas de naturaleza familiar que salen a bolsa en el mercado español?**

Cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares, tanto con el criterio débil como con el fuerte y empleando los diferentes contrastes y el método *bootstrap*, también obtenemos rendimientos brutos y ajustados positivos y significativos, en media y en mediana, tanto en el primer día de negociación como considerando periodos más amplios tras la oferta inicial (10, 20 o 30 días posteriores a la salida a bolsa). En concreto, para el caso de las empresas familiares definidas según el criterio menos exigente, tales rendimientos positivos y significativos en media oscilan entre el 10% y el 15% para periodos de diferente amplitud, en tanto que si son definidas según el criterio estricto, varían entre el 7% y el 11%. Asimismo, en las submuestras de empresas familiares y de empresas no familiares el alcance completo de la infravaloración se produce en el primer día de negociación.

Con respecto a la evidencia previa, la infravaloración media significativa de las ofertas iniciales de las empresas familiares es del 15,4% en el mercado australiano [Mroczkowski y Tanewski (2005)], del 18,9% en Taiwan [Ding y Pukthuanthong-Le (2008)]; del 3,2% en los mercados del norte de África [Hearn (2011)]; del 20% en USA [Schmid y Jithendranathan (2012)]; y del 10,1% en Hong Kong [Yu y Zheng (2012)].

**¿Existen diferencias significativas entre la infravaloración de las ofertas iniciales de las empresas familiares y de las empresas no familiares en el mercado español?**

En relación con la posible diferente infravaloración de las ofertas iniciales de las empresas familiares con respecto a las ofertas iniciales de las empresas no familiares,



solo cuando empleamos el criterio fuerte para descomponer la muestra y utilizamos la metodología *bootstrap*, los resultados ponen de manifiesto que las empresas familiares infravaloran (en media) sus emisiones significativamente menos que las empresas no familiares. Este resultado es consistente con la evidencia previa observada para las salidas a bolsa de las empresas en el mercado de Taiwan, en el mercado americano, australiano y en los del norte de África por Ding y Pukthuanthong-Le (2008), Schmid y Jithendranathan (2012), Mroczkowski y Tanewski (2005) y Hearn (2011), respectivamente, pero en contra de la obtenida para las empresas que salen a bolsa en el mercado de valores de Hong Kong por Yu y Zheng (2012).

Por tanto, los resultados sugieren que cuando utilizamos una definición más estricta de empresa familiar podemos concluir que las posibles peculiaridades, ventajas e inconvenientes que puede presentar la empresa familiar en su eficiencia y resultados, sobre la base de la Teoría de la Agencia y el Enfoque Basado en los Recursos, se traducen en diferencias de valoración con respecto a la empresa no familiar cuando decide su salida a bolsa a través de una oferta inicial de acciones.

**¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en la existencia de asimetrías informativas para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?**

Con respecto a la justificación del fenómeno de la infravaloración sobre la base de la existencia de asimetrías informativas entre los inversores, los resultados del análisis multivariante realizado en el Capítulo 3 apoyan el enfoque de la *maldición del ganador*, ya que hemos encontrado una relación positiva y significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y la incertidumbre *ex-ante* sobre el valor de la empresa emisora. Asimismo, hemos obtenido que la infravaloración es significativamente inferior en aquellas ofertas iniciales que van dirigidas a un grupo homogéneo e informado de inversores.

Sin embargo, los resultados no soportan la explicación de la infravaloración como señal informativa de la buena calidad de la empresa emisora, utilizada debido a la existencia de asimetrías informativas entre la empresa emisora y los inversores y a la necesidad de aquella de “dejar buen sabor de boca en los inversores” para asegurar la

futura obtención de fondos.

El argumento teórico que justifica la infravaloración de la oferta inicial como consecuencia de una situación de riesgo moral es apoyado por los resultados de nuestro análisis. Este planteamiento explica la infravaloración de una oferta inicial como producto de la existencia de información asimétrica entre la empresa emisora y el agente especialista que interviene en la oferta sobre la potencial demanda de los títulos de aquella y, por tanto, de la presencia de conflictos principal-agente. En nuestro análisis empírico hemos encontrado una relación negativa y significativa entre la infravaloración de la oferta inicial y el incentivo de los responsables de la empresa emisora para supervisar la labor del intermediario.

Nuestro trabajo también aporta evidencia a favor de la Teoría de Revelación de Información. Esta teoría afirma que es necesaria una determinada infravaloración de la oferta inicial como medio de compensación a los inversores por la información proporcionada sobre sus intenciones de demanda de títulos. El análisis realizado ha revelado una relación positiva y significativa entre la revisión final del precio de la oferta a partir de la banda inicial de precios establecida y la infravaloración de la oferta inicial.

Por tanto, el análisis multivariante realizado en el Capítulo 3 soporta la validez empírica de varios de los planteamientos teóricos que justifican el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales sobre la base de la existencia de asimetrías informativas entre los distintos participantes en dichas ofertas.

No obstante, en relación con la capacidad explicativa de la naturaleza familiar de la empresa y su incidencia en la mayor o menor validez de las teorías basadas en información asimétrica, no podemos afirmar que dicho carácter familiar tenga ninguna influencia significativa, con ninguno de los dos criterios utilizados para definir la empresa familiar.

**¿Qué poder explicativo tienen las teorías basadas en objetivos de propiedad y control para justificar el fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español? ¿Incide la naturaleza familiar de la empresa en la mayor validez o no de dichas teorías?**

Con relación a la explicación del fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales a partir de las teorías basadas en los objetivos que persigue la empresa emisora sobre su estructura de propiedad y el control de la empresa, no hemos encontrado evidencia que apoye la utilización de la infravaloración de la oferta inicial con el propósito de conseguir tras la salida a bolsa una estructura de propiedad dispersa que desincentive la supervisión de la actuación de los propietarios-directivos iniciales. Nuestros resultados tampoco soportan el argumento contrario que plantea la necesidad de infravalorar la oferta inicial con el objetivo opuesto, esto es, promover la entrada de un nuevo inversor que adquiriera un paquete accionario lo suficientemente importante para que le interese ejercer una supervisión eficiente que reduzca los costes de agencia. Finalmente, no encontramos evidencia de que el deseo de los propietarios-directivos iniciales de obtener el máximo rendimiento de la venta de sus participaciones en dos etapas sea el motivo que justifica la infravaloración de las ofertas iniciales en el mercado español.

Con respecto al efecto que ejerce la naturaleza familiar de la empresa sobre la infravaloración de las ofertas iniciales en el marco de los planteamientos teóricos basados en argumentos de propiedad y control, con independencia de la definición utilizada, nuestros resultados no encuentran ninguna relación significativa.

### **¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas en el mercado español?**

En cuanto a los niveles de *performance* operativa de las empresas españolas que salieron a bolsa mediante una oferta de valores en el periodo 1994-2012, en los años anteriores y posteriores a dicho suceso, consistente con la evidencia previa [Loughran y Ritter (1997), Mikkelson *et al.* (1997), Cai y Wei (1997)], reflejan un pico de crecimiento en la *performance* operativa alrededor del año previo a dicho suceso. Sin embargo, inmediatamente después de la salida a bolsa dicho comportamiento operativo comienza a descender y se aleja de aquel pico de forma importante tres años después. Estos resultados se mantienen con independencia de la medida de *performance* operativa utilizada (*ROA*, *ROE* o *cash flow*) y tanto si se calcula en términos brutos como ajustada por industria. Asimismo, hemos encontrado que la media y la mediana de los valores de *performance* operativa ajustados por industria cuando es aproximada con el *ROA* o con el *cash flow* son significativamente distintas de cero, por lo que dichos

niveles de eficiencia operativa de las empresas no solo son resultado de factores propios de sus industrias sino que es necesario hallar otras causas que los justifiquen.

Cuando medimos las variaciones de *performance* operativa, también consistente con la evidencia empírica previa [Jain y Kini (1994), Pagano *et al.* (1998), Mikkelsen *et al.* (1997), Cai y Wei (1997), Kim *et al.* (2004), Álvarez y González (2005)], nuestros resultados revelan que para la muestra completa se produce una caída en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa con respecto a su valor en el año previo a la misma, que principalmente resulta significativa en el tercer año siguiente al del inicio de la cotización, con independencia de si es aproximada por el *ROA*, *ROE* o el *cash flow* y tanto si se consideran las medidas en términos brutos como si están ajustadas por industria.

En concreto, tal y como hemos obtenido en el Capítulo 4, en mediana el *ROA* en términos brutos disminuye significativamente tres años después de la oferta con relación a sus valores en el año anterior a la misma en un 35,2% y ajustado por industria en un 58,7%; el *ROE* en términos brutos se reduce significativamente en un 39,7% y ajustado por industria en un 72%; y el *cash flow* en términos brutos cae significativamente un 25,9% y ajustado por industria un 52,6%. Este declive en la *performance* operativa que sufren las empresas españolas tras su salida a bolsa se manifiesta muy superior a las caídas bruta del 9,09% y ajustada del 6,81% observadas en el mercado americano por Jain y Kini (1994). Cuando empleamos la metodología *bootstrap* también resultan significativas las caídas en promedio aunque solo en términos brutos y no cuando la *performance* es aproximada a través del *ROE*.

El análisis univariante sobre la *performance* operativa de las empresas que inician su cotización, realizado en el Capítulo 4, también nos permite concluir que la disminución significativa de la *performance* operativa observada en las empresas tras la salida a bolsa no puede venir explicada por una disminución de la demanda o una ausencia de oportunidades de inversión en dicho periodo, ya que durante el mismo hemos observado que las ventas y las inversiones de capital presentan incrementos significativos. Sin embargo, el estudio también nos ha revelado que las empresas tras su salida a bolsa sí han experimentado un cambio en su estructura de propiedad que se ha traducido en un aumento significativo de la dispersión de la participación accionarial.

### **¿Se produce una caída de la *performance* operativa tras la salida bolsa de las empresas familiares en el mercado español?**

Cuando descomponemos la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares, de acuerdo con ambos criterios de clasificación, los resultados ponen de manifiesto un comportamiento operativo muy similar al reflejado por la muestra completa, esto es, un incremento de la *performance* operativa en los años anteriores más próximos al inicio de cotización y un declive de la misma en los tres años siguientes. No obstante, en este caso, el perfil concreto de los niveles de *performance* operativa está más influenciado por la medida utilizada para calcular dicha *performance* operativa. Además, como sucede para la muestra completa, en las empresas familiares, definidas por ambos criterios, la media y la mediana de los niveles de *performance* operativa ajustados por industria cuando es aproximada con el *ROA* o con el *cash flow* son significativamente distintas de cero, por lo que dichos niveles son consecuencia no solo de factores inherentes a las correspondientes industrias sino también de otras causas que es necesario estudiar.

Los cálculos de las variaciones de *performance* operativa, al dividir la muestra en las dos submuestras de empresas familiares y empresas no familiares, continúan revelando una caída en la *performance* operativa de las empresas tras su salida a bolsa respecto a su valor en el año previo a la misma, pero no siempre es significativa en función de la medida utilizada. En concreto, la empresa familiar, cuando es definida según el criterio débil, presenta en mediana una caída significativa de su *performance* operativa aproximada por el *ROA* en términos brutos de alrededor del 22% tres años después de la salida a bolsa con respecto al año previo a la misma, medida por el *ROE* en términos brutos próxima al 40% y calculada por el *cash flow* en términos ajustados de cerca del 80%. Por su parte, cuando es definida según el criterio más estricto, muestra en mediana una caída significativa de su *performance* operativa tres años después del inicio de la cotización con respecto al año previo al mismo medida por el *ROE* en términos brutos de alrededor del 42% y aproximada por el *cash flow* en términos ajustados de en torno al 55%.

Además, al igual que sucede para la muestra completa, tanto las empresas familiares como las no familiares, clasificadas según ambas definiciones, reflejan

incrementos significativos en ventas y en inversión de capital, así como en la dispersión de su estructura de propiedad en los tres años posteriores a la salida a bolsa.

**¿Existen diferencias significativas entre la variación de *performance* operativa que experimentan las empresas familiares y las empresas no familiares tras el inicio de su cotización en el mercado español?**

Cuando comparamos las empresas familiares y no familiares, los resultados del análisis univariante llevado a cabo en el Capítulo 4 nos sugieren que las empresas no familiares suelen sufrir una mayor caída de la *performance* operativa que las empresas familiares. Sin embargo, estas diferencias observadas entre los cambios de *performance* operativa que experimentan las empresas familiares y las no familiares tras su salida a bolsa no siempre resultan estadísticamente significativas en función de la definición utilizada de empresa familiar, la medida con la que se aproxima la *performance* operativa y si se aplican contrastes paramétricos o no paramétricos.

Además, tampoco hemos encontrado diferencias significativas en el cambio de estructura de propiedad que se sucede en ambos tipos de empresas como consecuencia de dicha decisión estratégica. A la empresa familiar tradicionalmente se le atribuye el deseo de preservar el control de la empresa en el seno de la familia. No obstante, hemos observado que tampoco en el caso de las empresas no familiares parece producirse una pérdida de control por parte de los antiguos principales accionistas de las mismas con motivo de la salida a bolsa. Es decir, en términos generales, ambos tipos de empresas parecen regirse por los mismos criterios a la hora de afrontar el inicio de la cotización y parecen experimentar los mismos cambios en su estructura de propiedad y en su comportamiento operativo.

**¿La variación de la *performance* operativa de las empresas españolas tras el inicio de su cotización es consecuencia de la variación de la dispersión de propiedad que conlleva la salida a bolsa? ¿La naturaleza familiar de la empresa influye en la capacidad explicativa de esta posible relación?**

El análisis multivariante que hemos llevado a cabo en el Capítulo 4 nos permite concluir que cuando aproximamos la *performance* operativa de las empresas a través de la rentabilidad económica y de la rentabilidad financiera no se verifica la hipótesis de los costes de agencia, esto es, no podemos explicar el cambio experimentado en dicha

*performance* operativa tras la salida a bolsa de las empresas como una consecuencia del aumento en la dispersión de propiedad que se produce con dicho suceso. Es decir, no parece que esa modificación de la estructura de propiedad de las empresas con motivo del inicio de la cotización dé lugar a mayores conflictos y costes de agencia debido a una menor supervisión de los directivos por parte de los propietarios y a una menor coincidencia de intereses entre ellos. La empresa española con carácter general, al igual que sucede en otros países de Europa Continental, se caracteriza por una estructura de propiedad concentrada y la decisión de salir a bolsa no parece alterar esta característica. Además, los propietarios iniciales siguen conservando en gran medida el control de la empresa en los años siguientes al inicio de cotización, de modo que sigue existiendo supervisión y alineación de intereses entre los propietarios y los directivos tras la oferta inicial.

Sin embargo, cuando utilizamos la medida del *cash flow* para aproximar la *performance* operativa, sí hemos encontrado una relación negativa y significativa entre la variación de *performance* operativa y el cambio en la estructura de propiedad. Esta medida de *performance* se halla libre de la influencia de determinados factores como son el maquillaje contable que puede practicarse mediante la elección del método de amortización o los resultados financieros y extraordinarios. En consecuencia, si consideramos que esta variable mide de forma más ajustada el comportamiento operativo de una empresa, entonces sí podríamos concluir que la modificación de la estructura de propiedad de la empresa española inherente a su decisión de salir a bolsa, sea más o menos acusada con respecto a la que experimentan las empresas en otros mercados, tiene poder explicativo sobre la disminución significativa de la *performance* operativa que la misma sufre tras dicho suceso.

Por lo que respecta a la incidencia de la naturaleza familiar en la explicación de este fenómeno, tanto si utilizamos una definición más estricta de empresa familiar como si somos menos exigentes y cualquiera que sea la medida utilizada para aproximar la *performance* operativa, no podemos concluir que el carácter único y propio de la empresa familiar con respecto a la empresa no familiar tenga algún poder explicativo en la variación de *performance* operativa que se observa en las empresas tras su salida a bolsa. Como ya hemos comentado, ambas empresas experimentan igual cambio en su estructura de propiedad con motivo de la salida a bolsa y en nuestro mercado no solo en

las empresas familiares sino también en las no familiares los propietarios principales iniciales preservan en gran medida el control de la empresa en los años inmediatamente posteriores a la salida a bolsa.

En nuestra opinión esta Tesis Doctoral representa una contribución relevante en el campo de la investigación de la empresa familiar ya que estudia un área apenas explorada en la literatura, siendo inexistentes los trabajos previos en el mercado español. En concreto, analizamos los efectos que se producen en este tipo de organizaciones con motivo de la decisión estratégica de su salida a bolsa. De este modo, ampliamos el conocimiento disponible sobre este tipo de empresas que conforman uno de los pilares fundamentales no solo de la economía española sino también a nivel internacional.

El estudio de la infravaloración de las ofertas iniciales y de la caída de la *performance* operativa de las empresas españolas tras su salida a bolsa muestra que, al igual que sucede en otros países y ha constatado algún trabajo previo en nuestro país, tales fenómenos están presentes en el mercado español. Además, esta Tesis aporta nueva evidencia ya que permite concluir que dichas anomalías se producen en las empresas familiares que salen a bolsa en nuestro mercado. Es más, el análisis empírico realizado sugiere que para alguna combinación de definición de empresa familiar y de metodología utilizada, las posibles potencialidades positivas que se le atribuyen a la empresa familiar a partir del Enfoque Basado en los Recursos y de la Teoría de la Agencia se traducen en una menor exposición de la misma a dichos fenómenos anómalos con respecto a la empresa no familiar. No obstante, este resultado no es concluyente ya que no se mantiene con independencia de qué entendemos por empresa familiar y de la metodología empleada.

Por tanto, en términos generales, a pesar de la aceptación generalizada acerca de la idiosincrasia y carácter distintivo de la empresa familiar con respecto a la empresa no familiar, la evidencia obtenida pone de manifiesto que parece que las empresas familiares españolas abordan la salida a bolsa con planteamientos similares y se enfrentan de manera análoga a las mismas consecuencias anómalas que el resto de empresas.



Además, creemos importante señalar que en esta Tesis Doctoral hemos contemplado dos posibles definiciones sobre la empresa familiar (una más estricta y otra menos exigente) y hemos aproximado la *performance* de mercado y operativa de las empresas a través de diversas medidas. Así, hemos tenido presente el hecho de que, como refleja la revisión de la literatura, diversos factores pueden alterar los resultados alcanzados en los estudios sobre la *performance* de la empresa familiar.

Somos conscientes, sin embargo, de que los resultados que hemos obtenido están condicionados por las limitaciones estadísticas que supone la utilización de una muestra de datos pequeña. Asimismo, consideramos que este trabajo representa para nosotros un comienzo en la investigación y que deseamos y esperamos avanzar en el estudio de la empresa familiar sobre la que todavía hay muchas cuestiones por analizar. En este sentido, con el fin de complementar el presente trabajo, tenemos el propósito de abordar en el futuro los siguientes aspectos:

- ❖ La investigación para el caso de la empresa familiar española de la tercera anomalía citada anteriormente, esto es, la posible existencia de rendimientos anormalmente bajos en el largo plazo.
- ❖ La aplicación de alguna metodología estadística más sofisticada en el estudio del comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa como es la técnica de datos de panel, que nos permitirá considerar la posible existencia de endogeneidad así como la heterogeneidad no observable.
- ❖ Con respecto al fenómeno de la infravaloración de las ofertas iniciales, el análisis de en qué medida el rendimiento de mercado inicial anormalmente positivo es consecuencia del comportamiento del mercado primario y en qué medida lo es de la actividad en el mercado secundario. Para ello, realizaremos la descomposición de dicho rendimiento en dos componentes: la parte que resulta de la variación entre el precio de la oferta y el precio de apertura de la primera sesión en el mercado bursátil y la parte que se obtiene por la variación entre el precio de apertura y el precio de cierre de la primera sesión.

Asimismo, deseamos dirigir nuestra investigación futura hacia el estudio de los aspectos financieros de la empresa familiar a partir de la consideración de diferentes tipos de empresas familiares, centrándonos no solo en las empresas cotizadas sino también en las empresas no cotizadas. Así, abordaremos el análisis de la influencia de

factores como son: la generación que controla la empresa, si el fundador sigue presente y tiene un papel activo en la empresa, si ostenta el cargo de *CEO* o si por el contrario este puesto es desempeñado por un descendiente, si participan profesionales ajenos a la familia en la alta gestión, la composición del consejo de administración, etc. Consideramos también interesante la investigación sobre la empresa familiar comparando entre diferentes mercados con el fin de tener en cuenta la influencia de los distintos marcos institucionales.

En definitiva, nuestro propósito es continuar avanzando en el futuro en la investigación sobre la empresa familiar para seguir contribuyendo en la medida de lo posible a ampliar, desde el punto de vista financiero, el conocimiento disponible acerca de este tipo de sociedades.

## **Referencias Bibliográficas**

---



- Adams, J.S., Taschian, A. y Shore, T.H. (1996): "Ethics in family and nonfamily owned firms: An exploratory study", *Family Business Review* 9 (2), 157–170.
- Adams, R.B., Almeida, H. y Ferreira, D. (2009): "Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance", *Journal of Empirical Finance* 16, 136-150.
- Aggarwal, R. y Hoetker, G. (2007): "A Faustian bargain? The growth of management and its relationship with related disciplines", *Academy of Management Journal* 50, 1304-1322.
- Aggarwal, R., Prabbala, N. y Puri, M. (2002): "Institutional allocation in initial public offerings: empirical evidence", *Journal of Finance* 57, 1421-1442.
- Agrawal, A. y Mandelker, G. (1990): "Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 143-161.
- Akerlof, G. (1970): "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics* 84, (3), 488-500.
- Alanazi, A., Liu, B., Forster, J. (2011): "Saudi Arabian IPOs and privatized firms profitability", *Review of Middle East Economics and Finance* 7 (1), Art. 5.
- Alcorn, P.B. (1982): *Success and Survival in the Family-Owned Firm*. New York: McGraw-Hill.
- Aldrich, H.E. y Cliff, J.E. (2003): "The pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective", *Journal of Business Venturing* 18, 573-596.
- Allen, F. y Faulhaber, G. (1989): "Signaling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J. y Kurashina, T. (2008): "The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation", *Family Business Review* 21 (4), 315-329.
- Álvarez, S. (2000): *La valoración de las Ofertas Públicas Iniciales*. Servicio de Publicaciones, Universidad de Oviedo.
- Álvarez, S. y Fernández, A.I. (2003): "La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa", *Revista de Economía Aplicada* XI (33), 49-64.

- Álvarez, S. y González, V. (2005): "Performance of Spanish firms going public: windows of opportunity and the informative effect", *Applied Financial Economics* 15, 1283-1297.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M. (2003): "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance* 58 (3), 1301-1328.
- Anderson, R.C., Mansi, S. y Reeb, D.M. (2003): "Founding family ownership and the costs of debt", *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Aronoff, C.E. y Ward, J.L. (1994): "Set policies to solve future problems", *Nation's Business* 82 (7), 70–71.
- Aronoff, C.E. y Ward, J.L. (1995): "Family-owned businesses: A thing of the past or a model of the future?", *Family Business Review* 8 (2), 121–130.
- Arosa, B., Iturralde, T. y Maseda, A. (2010a): "Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain", *Journal of Family Business Strategy* 1, 88-96.
- Arosa, B., Iturralde, T. y Maseda, A. (2010b): "Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms", *Journal of Family Business Strategy* 1, 236-245.
- Arregle, J.L., Hitt, M.A., Sirmon, D.G. y Very, P. (2007): "The development of organizational social capital: Attributes of family firms", *Journal of Management Studies* 44 (1), 73-95.
- Arugaslan, O., Cook, D. y Kieschnick, R. (2004): "Monitoring as a motivation for IPO underpricing", *Journal of Finance* 59, 2403-2420.
- Astrachan, J., Klein, S. y Smyrnios, K. (2002): "The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem", *Family Business Review* 15 (1), 45-58.
- Astrachan, J.H. (1988): "Family firm and community culture", *Family Business Review* 1 (2), 165–189.
- Ayala, J.C. y Navarrete, E. (2004): "Efectos tamaño y sector sobre la rentabilidad, endeudamiento y coste de la deuda de las empresas familiares riojanas", *Cuadernos de Gestión* 4 (1), 35-53.
- Barach, J.A. y Ganitsky, J.B. (1995): "Successful succession in family business", *Family Business Review* 8(2), 131-155.

- Barber, B.M. y Lyon, J.D. (1996): "Detecting abnormal operating performance: The empirical power of specification of test-statistics", *Journal of Financial Economics* 41, 359-399.
- Barber, B.M. y Lyon, J.D. (1997): "Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.
- Barnes, L. y Hershon, S. (1976): "Transferring Power in the Family Business", *Harvard Business Review* 53 (4), 105-114.
- Barney, J. (1991): "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management* 17 (1), 99-120.
- Baron, D. (1982): "A model of the demand of investment banking advising and distribution services for new issues", *Journal of Finance* 37, 955-976.
- Baron, D. y Holmström, B. (1980): "The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem", *Journal of Finance* 35, 1115-1138.
- Barontini, R. y Caprio, L. (2006): "The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe", *European Financial Management* 12 (5), 689-723.
- Barry, B. (1975): "The development of organization structure in the family firm". *Journal of General Management* 3 (1), 42-60.
- Barry, C y Brown, S. (1984): "Differential information and the small firm effect", *Journal of Financial Economics* 13 (2), 283-294.
- Barry, C., Muscarella, C. y Vetsuypens, M. (1991): "Underwriter warrants, underwriter compensation and the costs of going public", *Journal of Financial Economics* 29, 113-135.
- Barth, E., Gulbrandsen, T. y Schone, P. (2005): "Family ownership and productivity: The role of owner-management", *Journal of Corporate Finance* 11, 107-127.
- Beatty, R. (1989): "Auditor reputation and the pricing of initial public offerings", *Accounting Review* LXIV, nº 4, octubre, 693-709.
- Beatty, R. y Ritter, J. (1986): "Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Beatty, R. y Welch, J. (1996): "Issuer expenses and legal liability in initial public offerings", *Journal of Law and Economics* 39, 545-602.

- Bebchuk, L. (1998): "A theory of choice between concentrated and dispersed ownership of corporate shares and votes", *Harvard Law School Working Paper*.
- Beckhard, R. y Dyer, W. (1983): "Managing Continuity in the Family Owned Business", *Organizational Dynamics*, verano, 5-12.
- Begley, T.M. y Boyd, D.P. (1987): "A comparison of entrepreneurs and managers of small business firms", *Journal of Management* 13, 99-108.
- Benveniste, L. y Spindt, P. (1989): "How investment bankers determine the offer Price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Benveniste, L. y Wihelm, W. (1990): "A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments", *Journal of Financial Economics* 28, 173-207.
- Benveniste, L., Busaba, W. y Wihelm, W. (1996): "Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues", *Journal of Financial Economics* 42, 223-255.
- Benveniste, L., Busaba, W. y Wihelm, W. (2002): "Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets", *Journal of Financial Intermediation* 11, 61-86.
- Bergstrom, T.C. (1989): "A fresh look at the rotten kid theorem and other household mysteries", *The Journal of Political Economy* 97 (5), 1138-1159.
- Berle, A. y Means, G. (1932): *The modern corporation and private property*. McMillan. Nueva York.
- Bertrand, M. y Schoar, A. (2006): "The role of family in family firms", *Journal of Economic Perspectives* 20, 73-96.
- Biais, B., Bossaerts, P. y Rochet, J.C. (2002): "An optimal IPO mechanism", *Review of Economic Studies* 69, 117-146.
- Binder Hamlyn (1994): *The Quest for Growth: A Survey of UK Private Companies*, Binder Hamlyn, London.
- Bird, B., Welsch, H., Astrachan, J. H. y Pistrui, D. (2002): "Family business research: The evolution of an academic field", *Family Business Review* 15 (4), 337-350.
- Black, B.S. and R. J. Gilson (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics* 47, 243-277.
- Block, S. y Stanley, M. (1980): "The financial characteristics and Price movement patterns of companies approaching the unseasoned securities market in the late 1970s", *Financial Management* 9, 30-36.
- Blumer, H. (1969): *Symbolic Interactionism: Perspective and Method*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.



- Boehmer, E. (1993): "The informational content of initial public offerings: a critical analysis of the ownership-retention signalling model", *International Review of Financial Analysis* 2 (2), 77-95.
- Boehmer, E., and A. Ljungqvist (2004), "On the decision to go public: Evidence from privately-held firms," mimeo, New York University
- Bonilla, C.A., Sepulveda, J., y Carvajal, M. (2010): "Family ownership and firm performance in Chile: A note on Martinez et al.'s evidence", *Family Business Review* 23, 148-154.
- Booth, J. y Chua, L. (1996): "Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing, *Journal of Financial Economics* 41 (2), 291-310.
- Booth, J. y Smith, R. (1986): "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis", *Journal of Financial Economics* 15, 261-281.
- Borbolla, A.G., Herrera, J., Sánchez, G. y Suárez, A. (2006): *Factores de éxito de la empresa familiar. Estudio aplicado a la PYME andaluza*. Madrid: AECA.
- Boulton, T., Smart, S. y Zutter, C. (2010): "IPO underpricing and international corporate governance", *Journal of International Business Studies* 41, 1-38.
- Brau, J.C. y Fawcett, S.E. (2006): "Initial public offerings: an analysis of theory and practices, *Journal of Finance* 61 (1), 399-436.
- Brau, J.C., Francis, B. y Kohers, N. (2003): "The choice of IPO versus takeover", *Journal of Business* 76, 583-612.
- Brau, J.C., Ryan, P.A. y DeGraw, I. (2005): "Rationale applied in the IPO process: evidence from Chief Financial Officers", *Working paper*.
- Brennan, M.J. y Franks, J. (1997): "Underpricing, ownership and control in Initial Public Offerings of equity securities in the U.K.", *Journal of Financial Economics* 45, 391-413.
- Brush, T.H. y Artz, K.W. (1999): "Toward a contingent resource-based theory: The impact of information asymmetry on the value of capabilities in veterinary medicine", *Strategic Management Journal* 20, 223-250.
- Buchanan, J.M. (1975): "The Samaritan's dilemma", en Phelps, E.S. (Ed.): *Altruism, morality y economic theory*, Russell Sage Foundation, New York, 71-75.
- Buckland, R. y Davis, E.W. (1989): *The unlisted securities market*, Clarendon Press. Oxford.

- Buckland, R., Herbert, P. y Yeomans, K. (1981): "Price discount on new equity issues in the UK and their relationship to investor subscription in the period 1965-75", *Journal of Business Finance & Accounting* 8 (1), 79-95.
- Burch, P. (1972): *Managerial revolution reassessed: Family control in America's largest corporations*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Burkart, M., Gromb, D. y Panunzi, F. (1997): "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm", *The Quarterly Journal of Economics* 112 (3), 693-728.
- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A. (2003): "Family firms", *Journal of Finance* 58 (5), 2167-2202.
- Busaba, W.Y., Benveniste, L.M., Guo, R.J. (2001): "The option to withdraw IPOs during the premarket: empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 60, 73-102.
- Cabrera-Suárez, K., De la Cruz Déniz-Déniz, M. y Martín-Santana, J.D. (2011): "Familianness and market orientation: A stakeholder approach", *Journal of Family Business Strategy* 2, 34-42.
- Cabrera-Suárez, K., Saá-Pérez, P.D. y García-Almeida, D. (2001): "The succession process from a resource- and knowledge-based view of the family firm", *Family Business Review* 14, 37-47.
- Cai, J. y Wei, K.C. (1997): "The investment and operating performance of Japanese initial public offerings", *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 289-417.
- Carlock, R.S. y Ward, J.L. (2001): *Strategic planning for the family business—Parallel planing to unify the family and business*. Houndsmill, NY: Palgrave.
- Carney, M. (2005): "Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms", *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 249-266.
- Carpenter, C. y Strawser, R. (1971): "Displacement of auditors when clients go public", *Journal of Accountancy* 131, junio, 55-58.
- Carsrud, A.L. (1994): "Meanderings of a resurrected psychologist or, lessons learned in creating a family business program", *Entrepreneurship Theory and Practice* 19, 39-48.
- Carter, R. y Manaster, S. (1990): "Initial public offering and underwriter reputation", *Journal of Finance* 45, 1045-1067.
- Casillas, J. y Acedo, F. (2007): "Evolution of the intellectual structure of family business literature: A bibliometric study of FBR" *Family Business Review* 20, 141-162.

- Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S. y Redondi, R. (2004): "IPO underpricing in Italy", *Applied Financial Economics* 14, 179-194.
- Chahine, S. (2007): "Block-holder ownership, family control and post-listing performance of French IPOs", *Managerial Finance* 33 (6), 388–400.
- Chahine, S. y Goergen, M. (2013): "The effects of management-board ties on IPO performance", *Journal of Corporate Finance* 21, 153-179.
- Chemmanur T., He S. y Nandy D. (2005), "The Going Public Decision and the Product Market: Empirical Evidence", *Working paper*, Boston College.
- Chemmanur, T. y Fulghieri, P. (1994): "Investment bank reputation, information production, and financial intermediation", *Journal of Finance* 49 (1), marzo, 57-79.
- Chemmanur, T.J. y Fulghieri, P. (1995): "Information production, private equity financing and the going public decision", *Working paper*, Columbia University.
- Chemmanur, T.J. y Fulghieri, P. (1999): "A theory of the going public decisión", *Review of Financial Studies* 12, 249-279.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. y Litz, R. (2003): "A unified systems perspective of family firm performance: an extension and integration", *Journal of Business Venturing* 18, 467-472.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. y Litz, R. (2004): "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence", *Entrepreneurship Theory and Practice* 28, 335-354.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. y Sharma, P. (2003): "Current trends and future directions in family business management studies: toward a theory of the family firm", part of *Coleman Foundation White Paper Series*.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. y Sharma, P. (2005): "Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm", *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 555-576.
- Chrisman, J.J., Kellermanns, F.W., Chan, K.C. y Liano, K. (2010): "Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles", *Family Business Review* 23 (1), 9-26.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. y Steier, L. P. (2003): "Extending the theoretical horizons of family business research", *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 351-338.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. y Sharma, P. (1999): "Defining the family business by behaviour", *Entrepreneurship Theory and Practice* 23 (4), 19-39.

- Church, R.A. (1969). *Kenricks in hardware: A family business. 1791-1966*. Newton Abbott: David & Charles.
- Churchill, N. y Hatten, K. (1987): “Non Market Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Business”, *American Journal of Small Business Management* 11 (3), 51-64
- Claessens, S.D., Djankov, S. y Lang, L.H.P. (2000). “The separation of ownership and control in East Asian corporations”. *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.
- Claessens, S.D., Fan, J.P.H. y Lang, L.H.P. (2002): “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”, *The Journal of Finance* 57 (6), 2741-2771.
- Clarkson, P. y Merkley, J. (1994): “Ex –ante uncertainty and the underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence”, *Revue Canadienne des Sciences de l’Administration* 11, (1), 54-67.
- Coffee, J. (2001): “Do norms matter?: A cross-country examination of the private benefits of control”, *Working Paper No. 183*, Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies.
- Cooley, C.H. (1956): *Social organization*. Glencoe, IL: Free Press.
- Corbetta, G. (1995): “Le imprese familiari: Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo”, Milano: EGEA.
- Cornelli, F. y Goldreich, D. (2003): “Bookbuilding: How informative is the order book?”, *Journal of Finance* 58, 1415-1443.
- Cornelli, F. y Goldreich, D. (2001): “Bookbuilding and strategic allocation”, *Journal of Finance* 56, 2337-2369.
- Croci, E., Doukas, J.A. y Gonenc, H. (2011): “Family control and financing decisions”, *European Financial Management* 17, (5), 860-897.
- Cromie, S., Stephenson, B. y Montieth, D. (1995): “The management of family firms: an empirical investigation”, *International Small Business Journal* 13, 11-34.
- Cronqvist, H. y Nilsson, M. (2003): “Agency costs of controlling minority shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (4), 695-719.
- Daily, C.M. y Dollinger, M.J. (1991): “Family firms are different”, *Review of Business* 13 (1/2), 3-5.
- Daily C.M. y Dollinger, M.J. (1992): “An empirical examination of ownership structure and family and professionally managed firms”, *Family Business Review* 5 (2), 117-136.

- Daily, C.M. y Dollinger, M. J. (1993): "Alternative methodologies for identifying family- versus non-family managed businesses", *Journal of Small Business Management* 31, 79-90.
- Daily, C.M. y Thompson, S.S. (1994): "Ownership structure, strategic posture, and firm growth: an empirical examination", *Family Business Review* 7 (3), 237-250.
- Dark, F. y Carter, R. (1993): "Effects of differential information on the after market valuation of initial public offerings", *Journal of Economics Business* 45, 375-392.
- Datar, S, Feltham, G. y Hughes, J. (1991): "The role of audits and audit quality in valuing new issues", *Journal of Accounting and Economics* 14, 3-49.
- Davis, J. y Tagiuri, R (1985): "Bivalent Attitudes of the Family Firm", *Paper presented at the eastern Academy of Management Meeting*.
- Davis, P. (1983): "Realizing the Potential of the Family Business", *Organizational Dynamics* 12, 47-56.
- Dawson, A. y Mussolino, D. (2014): "Exploring what makes family firms different: Discrete or overlapping constructs in the literatura?", *Journal of Family Business Strategy* 5 (2), 169-183.
- De Miguel, A., Pindado, J. y De la Torre, C. (2004), "Ownership structure and firm value: New evidence from the Spanish corporate governance system," *Strategic Management Journal* 25 (12), 1199–1207.
- De Visscher, F.M., Aronoff, C.F., y Ward, J.L. (1995): "Financing transitions: Managing capital and liquidity in the family business", *Family Business Leadership Series*. Marietta, GA: Business Owner Resources.
- DeAngelo, L. (1981): "Auditor size and the audit quality", *Journal of Accounting and Economics* 3 (3), 183-199.
- Debicki, B.J., Curtis, F., Matherne III, Kellermanns, F.W. y Chrisman, J.J. (2009): "Family business research in the new millennium: an overview of the who, the where, the what and the why", *Family Business Review* 22 (2), 151-166.
- Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93, 6, 1155-1177.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001): "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.

- Dillon, W. R. y Goldstein, M. (1984): *Multivariate Analysis—Methods and Applications*. Wiley, New York.
- Dimson, E. (1979): “The efficiency of the British new issue market for ordinary shares”. *PhD thesis*, London Business School.
- Ding, H. y Pukthuanthong-Le, K. (2008): “Retained wealth and family firm IPO”, *USASBE 2008 Conference*, January 10-13, San Antonio, Texas, 1-47.
- Donckels, R. y Fröhlich, E. (1991): “Are family businesses really different? European experiences from STRATOS”, *Family Business Review* 7, 149-160.
- Donnelley, R. (1964): “The Family Business”, *Harvard Business Review* 42 (4), 94-105.
- Downes, D. y Heinkel, R. (1982): “Signaling and the valuation of unseasoned new issues”, *The Journal of Finance* 37 (1), 1-10.
- Dreux IV, D.R. (1990): “Financing family businesses: Alternatives to selling out or going public”, *Family Business Review* 3, 225–243.
- Dreux IV, D.R. y Brown, B.M. (1999): “Marketing private banking services to family businesses”. En [http://www.genusresources.com/ Mark.Priv.Bank.Dreux\\_5.htm](http://www.genusresources.com/Mark.Priv.Bank.Dreux_5.htm) ¿lo quito? Ya no se encuentra
- Duréndez, A., García-Pérez-de-Lerma, D. y Mariño, T. (2015): “El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica”, *Spanish Journal of Finance and Accounting* 44 (2), 208-237.
- Durukan, M. (2006): “IPO underpricing and ownership structure: evidence from the Istanbul Stock Exchange”, en Greg N. Gregoriou (Ed.): *Initial Public Offerings: An international perspective*, Elsevier, Burlington Mass, 263–278.
- Dyer, W.G. (1986): *Cultural Change in Family Firms: Anticipating and Managing Business and Family Traditions*, Jossey-Bass, San Francisco.
- Dyer, W.G. (2006): “Examining the “family effect” on firm performance”, *Family Business Review* 19, 253-273.
- Dyer, W.G. Jr. y Sanchez, M. (1998): “Current state of family business theory and practice as reflected in Family Business Review 1988-1997”, *Family Business Review* 11, 287-295.
- Efron, B. (1982): *The jackknife, bootstrap, and other resampling plans*. Society for industrial and Applied Mathematics monograph No. 38. CBMS-NSF.

- Ehrhardt, O y Nowak, E. (2001): “Private benefits and minority shareholder expropriation – empirical evidence from IPOs of German family-owned firms”, *CFS Working paper* No. 2001/10.
- Ehrhardt, O, Nowak, E. y Weber, F. (2006): “‘Running in the family’ The evolution of ownership, control and performance in German family-owned firms, 1903-2003”, *Swiss Finance Institute Research Paper Series* N° 06 – 13, 1-28.
- Ehrhardt, O. y Nowak, O. (2003): “The effect of IPOs on German family-owned firms: Governance changes, ownership, structure, and performance”, *Journal of Small Business Management* 41 (2), 222–232.
- Ernst & Young (2011): *Global IPO Trends 2011* [en línea]. Ernst & Young. Consultado el 15 de enero de 2015, en [http://drivkraft.ey.se/wp-content/blogs.dir/5/files/2011/06/Global\\_IPO\\_trends-report\\_2011.pdf](http://drivkraft.ey.se/wp-content/blogs.dir/5/files/2011/06/Global_IPO_trends-report_2011.pdf).
- Ernst & Young (2012): *2012 Global IPO Update* [en línea]. Ernst & Young, diciembre 2012. Consultado el 15 de enero de 2015, en [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_Broschuere\\_-\\_Working\\_Capital\\_Management/\\$FILE/2012%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Broschuere_-_Working_Capital_Management/$FILE/2012%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf).
- Ernst & Young (2013): *2013 Global IPO Update* [en línea]. Ernst & Young, diciembre 2013. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.unternehmensfinanzierung.at/static/cms/sites/unfin/media/de/pdf/studien-statistiken/ernst-young-global-ipo-update-2013.pdf>.
- Ernst & Young (2014): *2014 Global IPO Update* [en línea]. Ernst & Young, diciembre 2014. Consultado el 15 de enero de 2015, en [http://www2.eycom.ch/publications/items/assurance/201412\\_global-ipo-update/201412\\_EY\\_Global-IPO-Update.pdf](http://www2.eycom.ch/publications/items/assurance/201412_global-ipo-update/201412_EY_Global-IPO-Update.pdf)
- Ernst & Young (2015): *EY Global IPO Trends Q3 2015* [en línea]. Ernst & Young, octubre 2015. Consultado el 18 de octubre de 2015, en [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-3q/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-3q.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-3q/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-3q.pdf).
- Faccio, M y Lang, L.H.P. (2002): “The ultimate ownership of Western European corporations”, *Journal of Financial Economics* 65 (3), 365-395.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. y Young, L. (2001): “Dividends and expropriation”, *American Economic Review* 91, 54-78.

- Fama E. y Jensen, M. (1983a): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983b): "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics* 26 (2), 327-349.
- Fama, E. y Jensen, M. (1985): "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics* 14, 101-119.
- Farinós, J. y Sanchis, V. (2009): "Factores determinantes de la salida a Bolsa en España", Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, WP-EC-2009, 03.
- Farinós, J.E., García, C.J. e Ibáñez, A.M. (2007): "Operating and stock market performance of state-owned enterprise privatizations: The Spanish experience", *International Review of Financial Analysis* 16, 367-389.
- Feltham, G., Hughes, J. y Simunic, D. (1991): "Empirical assessment of the impact of auditor quality on the valuation of new issues", *Journal of Accounting and Economics* 14, 375-399.
- Fernández, P., Martínez, E. y Rahnema, A. (1993): "Initial public offerings (IPOs): The Spanish experience", *Research Paper* nº 243, marzo, *Research Division IESE*, University of Navarra.
- Fernando, C., Krishnamurthy, S. y Spindt, P. (2004): "Are share price levels informative? Evidence from the ownership, pricing, turnover and performance of IPO firms", *Journal of Financial Markets* 7, (4), 377-403.
- Ferrari, G. (1992): "Il giudizio sulla quotazione di un grupo di 'matricole'", en Mario Massari, (Ed.) *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia* (II Sole 24 Ore Libri, Milan).
- Ferreira, J.V. (2008): "Determinants of performance of closely-held (family) firms after going public: The role of the ownership structure, economy, changes in top management, partial sale, equity concentration after the IPO and shareholders in management", *Corporate Ownership & Control* 5 (2), 55-67.
- Field, L. y Karpoff, J. (2002): "Takeover defenses at IPO firms", *Journal of Finance* 57, 1857-1889.
- Field, L. y Sheehan, D. (2004): "IPO underpricing and outside blockholdings", *Journal of Corporate Finance* 10, 263-280.
- Filatotchev, I., Lien, Y. y Piesse, J. (2005): "Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan", *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257-283.



- Filbeck, G. y Lee, S. (2000): "Financial Management Techniques in Family Businesses", *Family Business Review* 13 (3), 201-216.
- Finn, F. y Higham, R. (1988): "The performance of unseasoned new equity issues-cum-stock exchange listings in Australia", *Journal of Banking and Finance* 12, 333-351.
- Fischer, C. (2000): "Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt", *Working paper*, Munich University.
- Fraser, J.A. (1990): "Executive compensation survey: missed opportunities", *INC Magazine* 12 (1), 11.
- Gajewski, J. y Gresse, C. (2006): "A survey of European IPO market", ECMI Paper.
- Gallo, M.A. (1993): "Cultura en empresa familiar", en Gallo, M. (Ed.): *La empresa familiar* 4, 225-249. IESE, publicaciones de la cátedra de empresa familiar, Barcelona.
- Gallo, M.A. (1995): *Empresa Familiar. Textos y casos*. Editorial Praxis, S.A., Barcelona.
- Gallo, M.A. (2000): *Conversation with S. Klein at the IFERA meeting held at Amsterdam University*, Abril.
- Gallo, M.A. y Vilaseca, A. (1996): "Finance in family business", *Family Business Review* 9 (4), 387-401.
- Gallo, M.A., Tàpies, J. y Cappuyns, K. (2000): *Comparación entre empresas familiares y no familiares: lógicas financieras y preferencias personales*. IESE, DI-406.
- Galve, C. y Salas, V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas* 17 (2), 207-238.
- Galve, C. y V. Salas (1996): "Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain". *Managerial Decision Economics* 17, 575-586.
- Galve, C. y Salas, V. (2003): *La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados*. Bilbao: Fundación BBVA.
- Galve, C. y Salas, V. (2011): "¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamiento y resultados en las empresas españolas cotizadas?", *Revista de Economía Aplicada* 19, (57), 5-34.
- García, D.J., Sánchez, A. y Beiras, J. (2010): "Las salidas a bolsa como eje de transformación económico y social", Informe 1º Trimestre de 2010 de Bolsa de Madrid.

- García-Pérez-de-Lerma, D. (Coord.) (2002): *Factores determinantes de la eficiencia y rentabilidad de las PYME en España*. Madrid: AECA. Domingo García es el que dirige el libro pero hay un equipo de 11 más ¿he de ponerlos?
- García-Pérez-de-Lerma, D., Duréndez, A. y Mariño, T. (2011): “A strategic decision for growth, financing and survival of small and medium family businesses: Going public in an Alternative Stock Market (MAB)”, *Economics and Finance Review* 1 (8), 31–42.
- Garfinkel, J. (1993): “IPO underpricing, insider selling and subsequent equity offerings: is underpricing a signal of quality?”, *Financial Management*, primavera, 74-83.
- Gartner, W.B. (1989): “Some suggestions for research on entrepreneurial traits and characteristics”, *Entrepreneurship Theory and Practice* 14, 27-37.
- Gasson, R., Crow, G., Errington, A., Hutson, J., Marsden, T. y Winter, D.M. (1988): “The farm as a family business: a review”, *Journal of Agricultural Economics* 39, 1-41.
- Gedajlovic, E. y Shapiro, D. (1998): “Management and ownership effects: Evidence from five countries”, *Strategic Management Journal* 19, 533-553.
- Gerald, K.C. y Sidney, J.G. (2002): “Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore”, *The International Journal of Accounting*, 37, 247-265.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M. y Lansberg, I. (1997): *Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Gill, B. y Pope, P. (2004): “The determinants of the going public decision: evidence from the U.K.”, *Working paper AD-WP 2004-02*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Gimeno, A.: *La Comisión Europea descubre a empresa familiar* [en línea]. La Empresa Familiar. Consultado el 23 de junio de 2015, en <http://www.laempresafamiliar.com/informacion/articulos/temas/legislacion/342-la-comision-europea-descubre-a-empresa-familiar>.
- Giudici, G. y Roosenboom, P. (2002): “Pricing initial public offerings in Europe: what has changed?”, *Working Paper*, Erasmus University.
- Goergen, M., Khurshed, A. y Renneboog, L. (2009): “Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets”, *International Review of Law and Economics* 29, 260-271.

- Goffee, R. y Scase, R. (1985): "Proprietorial control in family firms: Some functions of 'quasi-organic' management systems", *Journal of Management Studies* 22 (1), 53–68.
- Gómez-Mejía, L., Hynes, K.T. y Núñez-Nickel, M. y Moyano-Fuentes, H. (2007): "Socioemotional wealth and business risk in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills", *Administrative Science Quarterly* 52, 106-137.
- Gómez-Mejía, L., Núñez-Nickel, M. y Gutiérrez, I. (2001): "The Role of Family Ties in Agency Contracts", *Academy of Management Journal* 44, (1), 81-95.
- Göpl, H. y Sauer, A. (1990): "Die bewertung von börsenneulungen am deutschen aktienmarkt: eine empirische notiz" en W. R. Heilmann et al. (eds), *Geld, Banken und Versicherungen*, vol. 1, Karlsruhe: VVW.
- Greco, S. (1997): "Employee package deal", *INC Magazine* 19 (15), 30.
- Greenwood, R.M. (2005): "Aggregate corporate liquidity and stock returns", *HBS Finance Working paper* No. 05-014. AFA 2005 Philadelphia Meetings.
- Grinblatt, M. y Hwang, C. (1989): "Signaling and the pricing of new issues", *Journal of Finance* 44, 393-420.
- Gulati, R. (1998): "Alliances and networks", *Strategic Management Journal* 19 (4), 293-319.
- Guo, R., Lev, B. y Shi, C. (2006): "Explaining the short- and long-term IPO anomalies in the US by R&D", *Journal of Corporate Finance* 14, 567-583.
- Habbershon, T.G. y Williams, M. (1999): "A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms", *Family Business Review* 12 (1), 1-22.
- Habbershon, T.G., Williams, M. y MacMillan, I.C. (2003): "A unified systems perspective of family firm performance", *Journal of Business Venturing* 18, 451-465.
- Habib, M. y Ljungqvist, A. (2001): "Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence", *Review of Financial Studies* 14, 433-458.
- Hall, P.D. (1988): "A historical overview of family firms in the United States", *Family Business Review* 1 (1).
- Handler, W.C. (1989): "Methodological issues and considerations in studying family businesses", *Family Business Review* 2, 257-276.
- Hanley, K. (1993): "The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon", *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
- Hanley, K. y Wilhelm, W. (1995): "Evidence on the strategic allocation of initial public offerings", *Journal of Financial Economics* 37, 239-257.

- Harvey, S. (1999): "Owner as a manager, extended horizons and the family firm", *International Journal of the Economic of Business* 6 (1), 41-55.
- Haynes, G.W., Walker, R., Rowe, B.R. y Hong, G.S. (1999): "The intermingling of business and family finances in family-owned businesses", *Family Business Review* 12, 225-239.
- He, Ping (2007): "A theory of IPO waves", *The Review of Financial Studies* 20, 983-1020.
- Hearn, B. (2011): "The performance and the effects of family control in North African IPOs", *International Review of Financial Analysis* 20, 140-151.
- Hearn, B. (2011): "The performance and the effects of family control in North African IPOs", *International Review of Financial Analysis* 20, 140-151.
- Heck, R.K.Z. y Scannell Trent, E. (1999): "The prevalence of family business from a household simple", *Family Business Review* 12 (3), 209-224.
- Helwege, J. y Liang, N. (1996): "Is there a pecking order?. Evidence from a panel of IPO firms", *Journal of Financial Economics* 40, 429-458.
- Helwege, J. y Packer, F. (2003) "The decision to go public: evidence from mandatory SEC filings of private firms", *Working paper*, Ohio State University.
- Hill, P. (2006): "Ownership structure and IPO underpricing", *Journal of Business Finance & Accounting* 33, 102-126.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. y Palia, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Hitt, M.A., Bierman, L., Shimizu, K., y Kochhar, R. (2001): "Direct and moderating effects of human capital on strategy and performance in professional service firms: A resource-based perspective", *Academy of Management Journal* 44, 13-28.
- Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1988): "The role of majority shareholders in publicly held corporation: an exploratory analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993) "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Horton, T.P. (1986): "Managing in a family way", *Management Review* 75 (2), 3.
- Ibbotson, R.G. (1975): "Price performance of common stock issues", *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.

- Ibbotson, R.G. y Jaffe, J.F. (1975): "Hot issue" markets", *Journal of Finance* 30, n° 4, 1027-1042.
- Ibbotson, R.G. y Ritter, J.R. (1995): "Initial public offerings, en Jarrow R.A., Maksimovic, V. y Ziemba, W.T. (Eds.), *North-Holland Handbooks of Operations Research and Management Science* 9, 993-1016.
- Instituto de la Empresa Familiar: *La empresa familiar: cifras* [en línea]. Instituto de la Empresa Familiar. Consultado el 23 de junio de 2015, en [http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras\\_familia.htm](http://www.iefamiliar.com/web/es/cifras_familia.htm).
- Jain, B.A. y Kini, O. (1994): "The post-issue operating performance of IPO firms", *Journal of Finance* 49 (5), 1699-1726.
- James, A.E., Jennings, J.E. y Breitzkreuz, R.S. (2012): "Worlds apart? Rebridging the distance between family science and family business research", *Family Business Review* 25 (1), 87-108.
- James, C. (1992): "Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services", *The Journal of Finance* 47 (5), diciembre, 1.865-1.885.
- James, C. y Wier, P. (1990): "Borrowing relationships, intermediation and the cost of issuing public securities", *Journal of Financial Economics* 28, 149-171.
- Jaskiewicz, P., González, V., Menéndez, S. y Schiereck, D. (2005): "Long-run IPO performance analysis of German and spanish family-owned businesses", *Family Business Review* 18 (3), 179-202.
- Jegadeesh, N., Weinstein, M. y Welch, I. (1993): "An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings", *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.
- Jenkinson, T. y Jones, H. (2004): "Bids and allocations in European IPO bookbuilding", *Journal of Finance* 59, 2013-2040.
- Jenkinson, T. y Ljungqvist, A. (2001): *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. Oxford University Press.
- Jensen, M.C. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Johnson, J. y Miller, R. (1988): "Investment banker prestige and the underpricing of initial public offerings", *Financial Management*, verano, 19-29.

- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. y Friedman, E. (2000): "Corporate governance in the Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Johnson, S.C. (1990): "Why we'll never go public", *Family Business Review* 1 (4), 16–21.
- Jones, R.G. (1979): "Analyzing initial and growth financial for small business", *Managing Accounting*, 30-38.
- Jovenitti, P. (1998): "Strategie mobiliari per la continuità e la successione d'impresa", Milano: EGEEA.
- Kang, D. (2000): "The impact of family ownership on performance in public organizations. A study of the U.S. Fortune 500, 1982–1994", *Academy of Management Meeting*, Toronto.
- Kartika, R. (2012): "Family ownership and post-IPO performance: evidence in Malaysia", Tesis doctoral no publicada.
- Kaserer, C. y Moldernhauer, B. (2008): "Insider ownership and corporate performance – evidence from Germany", *Review of Management Studies* 2, 1-35.
- Keasey, K. y McGuinness, P. (1992): "An empirical investigation of the role of signaling in the valuation of unseasoned equity issues", *Accounting and Business Research* 22 (86), 133-142.
- Keloharju, M. (1993): "The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland", *Journal of Financial Economics* 34, 251-277.
- Keloharju, M. y Kulp, K. (1996): "Market-to-book ratios, equity retention and management ownership in finnish initial public offerings", *Journal of Banking and Finance* 20, 1583-1599.
- Kets de Vries, M.F.R. (1993): "The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news", *Organizational Dynamics* 21 (3), 59-71.
- Khurshed, A., Paleari, S. y Vismura, S. (2005): "The operating and shareprice performance of Initial Public Offerings: The UK experience", *SSRN eLibrary*.
- Kim, J., Krinsky, I. y Lee, J. (1993): "Motives for going public and underpricing: new findings from Korea", *Journal of Business and Accounting* 20 (2), 195-211.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. y Nofsinger, J.R. (2004): "Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms", *Journal of Corporate Finance* 10, 355-381.

- Kim, W. and Sung, T. (2005): “What Makes Group – Affiliated Firms Go Public?”, *KDI School of Public Policy & Management Paper* No. 05-10 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=691721>
- Kinney, W. (1988): “Attestation research opportunities: 1987”, *Contemporary Accounting Research*, primavera, 416-425.
- Kiyamaz, H. (2000): “The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *Journal of Multinational Financial Management* 10 (2), 213-227.
- Klein, S.B., Astrachan, J.H. y Smyrniotis, K.X. (2005): “The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory”, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 321-339.
- Kothari, S. y Warner, J. (1997): “Measuring long-horizon security price performance”, *Journal of Financial Economics* 43, 301-339.
- Kowalewski, O., Talavera, O. y Stetsyuk, I. (2010): “Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland”, *Family Business Review* 23, 45-59.
- La Porta R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999): “Corporate ownership around the world”, *The Journal of Finance* 54, (2), 471-517.
- Lane, P.J. y Lubatkin, M. (1998): “Relative absorptive capacity and interorganizational learning”, *Strategic Management Journal* 19, 461-477.
- Lansberg, I., Perrow, E. y Rogolsky, S. (1988): “Family business as an emerging Field”, *Family Business Review* 4 (2), 1-8.
- Lee, J. (2006): “Family firm performance: Further evidence”, *Family Business Review* 19 (2), 103-114.
- Lee, M. y Rogoff, E.G. (1996): “Comparison of small businesses with family participation versus small businesses without family participation: An investigation of differences in goals, attitudes, and family/businesses conflict”, *Family Business Review* 9, 423-437.
- Leech, D. y Leahy, J. (1991): “Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies”, *The Economical Journal* 101, 1418-1437.
- Leland, H. y Pile, D. (1977): “Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation”, *Journal of Finance* 32 (2), 371-387.

- Lemmon, M. y Lins, K. (2003): "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Lerner, J. (1994): "Venture capitalists and the decision to go public", *Journal of Financial Economics* 35, 293-316.
- Levering, R. y Moskowitz, M. (1993): "The ten best companies to work for in America", *Business and Society Review* 85 (1), 26-38
- Li, X. y Masulis, R. (2003): "Venture capital investments by IPO underwriters: certification or conflict of interest?", *Working Paper*, Vanderbilt University.
- Lins, K. V. (2003): "Equity Ownership and Firm value in Emerging Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159-184.
- Litz, R.A. (1995): "The family business: toward definitional clarity", in *Proceedings of the Academy of Management*, 100-104, Briarcliff Manor, NY: Academy of Management.
- Litz, R.A., Pearson, A.W. y Litchfield, S. (2012): "Charting the future of family business research: perspectives from the field", *Family Business Review* 25 (1), 16-32.
- Ljungqvist, A. (1997): "Pricing initial public offerings: further evidence from Germany", *European Economic Review* 41, 1309-1320.
- Ljungqvist, A. (2003): "Conflicts of interests and efficient contracting in IPOs", *Working Paper*, New York University.
- Ljungqvist, A. (2007): "IPO underpricing", en *Handbook of Corporate Finance* 1, cap. 7, 375-422.
- Ljungqvist, A. y Wilhelm, W.J. (2002): "IPO allocations: discriminatory or discretionary? *Journal of Financial Economics* 65, 167-201.
- Ljungqvist, A. y Wilhelm, W.J. (2003): "IPO pricing in the Dot-Com bubble", *Journal of Finance* 58, 723-752.
- Ljungqvist, A., Jenkinson, T. y Wilhelm, W. (2003): "Global integration in primary equity markets: the role of U.S. Banks and U.S. investors", *Review of Financial Studies* 16, 63-99.
- Logue, D (1973): "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.



- López-Gracia, J. y Sánchez-Andujar, S. (2007): “Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms”, *Family Business Review*, 20, (4), 269-287.
- Loughran, T. y Ritter, J. (1995): “The new issues puzzle”, *The Journal of Finance* 50 (1), 23-51.
- Loughran, T. y Ritter, J.R. (1997): “The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings”, *The Journal of Finance* 52, (5), 1823-1850.
- Loughran, T. y Ritter, J.R. (2002): “Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?”, *Review of Financial Studies* 15, 413-443.
- Loughran, T. y Ritter, J. (2004): “Why has IPO underpricing increased over time?”, *Financial Management* 33, 5-37.
- Loughran, T., Ritter, J.R. y Rydqvist, K. (1994): “Initial public offerings: international insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 168-199.
- Lowry, M. (2003): “Why does IPO volume fluctuate so much?”, *Journal of Financial Economics* 67, 3-40.
- Lowry, M. y Schwert, G.W. (2002): “IPO market cycles bubbles or sequential learning”, *Journal of Finance* 57, 1171-1200.
- Lucas, D.J. y McDonald, R.L. (1990): “Equity issues and stock price dynamics”, *Journal of Finance* 45, 1019-1043.
- Lyman, A.R. (1991): “Customer service: Does family ownership make a difference?”, *Family Business Review* 4 (3), 303–324.
- Maksimovic, V. y Pichler, P. (2001): “Technological innovation and initial public offerings”, *Review of Financial Studies* 14, 459-494.
- Marchisio, G. y D. Ravasi (2000): “Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPOs”, *11th Annual World Conference Tradition or entrepreneurship in the new economy*, London, Academic Research Forum Proceedings.
- Marsh, P. (1982): “The choice between equity and debt: an empirical study”, *The Journal of Finance* 34, n°4, 839-862.
- Maseda, A., Iturralde, T., y Arosa, B. (2015): “Impact of outsiders on firm performance over different generations of family-owned SMEs”, *Journal of Small Business Management* 53 (4), 1203-1218.
- Maury, B. (2006): “Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations”, *Journal of Corporate Finance* 12 (2), 321-341.

- Mayur, M. y Kumar, M. (2006): "An empirical investigation of going public decision of Indian companies", *MPRA Paper*, n° 1801.
- Mazzola, P. y Marchisio, G. (2002): "The role of going public in family businesses' long-lasting growth: a study of Italian IPOs", *Family Business Review* 15, (2), 133-148.
- McConaughy, D.L., Walker, M., Henderson Jr., G.V. y Mishra, C.S. (1998): "Founding family controlled firms: Efficiency and value", *Review of Financial Economics* 7 (1), 1-19.
- McConaughy, D.L., Matthews, C. y Fialko, A. (2001): "Founding family controlled firms: performance, risk and value", *Journal of Small Business Management* 39 (1), 31-49.
- McConnell, J. y Servaes, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McDonald, J.G. y Fisher, A.K. (1972): "New issue stock price behavior", *Journal of Finance* 24, 97-102.
- McGuinness, P. (1992): "An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong: 1980-90", *Journal of Business Finance and Accounting* 19, n° 2, enero, 165-186.
- McGuinness, P. (1993): "The market valuation of initial public offerings in Hong Dong", *Applied Financial Economics* 3, 267-281.
- Mead, G.H. (1934): *Mind, Self, and Society*. Chicago: Univ. Chicago Press
- Meggison W.L. y Weiss, K. A. (1991): "Venture capitalist certification in initial public offerings", *Journal of Finance* 46, 879-903.
- Meggison, W.L., Nash, R.C. y Randenborgh, M.V (1994): "The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis", *The Journal of Finance* 49 (2), 403-452.
- Mello, A. y Parsons, J. (1998): "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics* 49, 879-904.
- Menéndez-Requejo, S. (2006): "Ownership structure and firm performance: evidence from Spanish family firms", en Poutziouris, P.Z., Smyrnios, K.X. y Klein, S.B. (Ed.): *Handbook of Research On Family Business*, 575- 593.
- Michaely, R. y Shaw, W.H. (1994): "The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories", *Review of Financial Studies* 7, 279-319.

- Mikkelson, W.H., Partch, M.M. y Shah, K. (1997): "Ownership and operating performance of companies that go public", *Journal of Financial Economics* 44, 281-307.
- Miller, D. y Shamsie, J. (1996): "The resource-based view of the firm in two environments: The Hollywood film studios from 1936 to 1965", *Academy of Management Journal* 39, 519-543.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. y Cannella, A.A. (2007): "Are family firms really superior performers", *Journal of Corporate Finance* 13 (5), 829-858.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G. y Pittino, D. (2014): "When do non-family CEOs outperform in family firms? Agency and behavioural agency perspectives", *Journal of Management Studies* 51, 547-572.
- Miller, R. y Reilly, F. (1987): "An examination of mispricing, returns and uncertainty for initial public offerings", *Financial Management*, verano, 33-38.
- Mintzberg, H. (1995): "Strategic thinking as seeing", en B. Garratt (Ed.): *Developing strategic thought: Rediscovering the art of direction-giving*, 67-70. London, England: McGraw-Hill.
- Miralles-Marcelo, J.L., Miralles-Quirós, M.M. y Lisboa, I. (2012): "Empresa familiar y bolsa: análisis de rentabilidad y estrategias de inversion", *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 41, 393-416.
- Miralles-Marcelo, J.L., Miralles-Quirós, M.M. y Lisboa, I. (2014): "The impact of family control on firm performance: evidence from Portugal and Spain", *Journal of Family Business Strategy* 5, 156-168.
- Monsen, J. R. (1969): "Ownership and management: The effect of separation on performance", *Business Horizons* 12 (4), 46-52.
- Morck, R. y Yeung, B. (2003): "Agency problems in large business groups", *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 367-382.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, R.K., Stangeland, D.A. y Yeung, B. (2000): "Inherited Wealth, corporate control and economic growth: the canadian disease?", en Morck, R.K. (Ed.): *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, 319-369.
- Moscatello, L. (1990): "The Pitcairns want you", *Family Business Magazine*, February.

- Mroczkowski, N.A. y Tanewski, G. (2005): "Initial returns performance: family and non-family firms-Australian evidence", *European Financial Management Association, EFMA Conference*, Milan, Italy, July 2005.
- Mudambi, R. y Nicosia, C. (1998): "Ownership structure and firm performance: Evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics* 8, 175-180.
- Muscarella, C. y Vetsuypens, M. (1989): "A simple test of Baron's model of IPO underpricing", *Journal of Financial Economics* 24, 125-135.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Neubauer, F. y Lank, A. (1998): *The family business: Its governance for sustainability*, New York: McMillan Press Ltd.
- Neuberger, B. y Hammond, C. (1974): "A study of underwriters' experience with unseasoned new issues", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, marzo, 165-177.
- Neuberger, B. y La Chapelle, C. (1983): "Unseasoned new issue Price performance of three tiers: 1975-1980", *Financial Management* 12, otoño, 23-28.
- Nordqvist, M. Hall, A. y Melin, L. (2008): "Methodology and family business studies: the interpretive approach", *CeFEO Working paper* 2008:2.
- O'Boyle Jr, E.H., Rutherford, M.W. y Pollack, J.M. (2010): "Examining the relation between ethical focus and financial performance in family firms: An exploratory study", *Family Business Review* 23 (4), 310-326.
- Pagano, M. (1993), "The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model", *European Economic Review* 37, 1101-1125.
- Pagano, M., Panetta, F. y Zingales, L. (1998): "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance* 53, (1), 27-64.
- Pastor, L. y Veronesi, P. (2005): "Rational IPO waves", *Journal of Finance* 60, 1713-1757.
- Pearson, A., Carr, J.C. y Shaw, J. (2008): "Clarifying the familiness construct: a social capital perspective", *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 949-69.
- Penrose, E.T. (1959): *The theory of the growth of the firm*. Nueva York; John Wiley.
- Pérez-González, F. (2006): "Inherited control and firm performance", *American Economic Review* 96 (5), 1559-1588.

- Perrini, F. (1999): “Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI”, Milano: EGEA.
- Pervin, A. (1997): “A conversation with Henry Mintzberg”, *Family Business Review* 10 (2), 185–198.
- Peterson, R., Kozmetsky, G. y Ridgway, N. (1983): “Perceived causes of small business failures: a research note”, *American Journal of Small Business* 8, 15-19.
- Pham P. Kaley, P. y Seen, A. (2003): “Underpricing, stock allocation, ownership structure and post-listing liquidity of newly listed firms”, *Journal of Banking and Finance* 27 (5), 919-947.
- Pindado, J., Requejo, I. y De la Torre, C. (2008): “Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe”, *Documento de trabajo* 02/08, Universidad de Salamanca, 1-16.
- Poza, E.J., Alfred, T. y Maheshwari, A. (1997): “Stakeholder perceptions of culture and management practices in family and family firms—A preliminary report”, *Family Business Review* 10 (2), 135–155.
- PricewaterhouseCoopers (2010): *IPO Watch Europe Review of 2010*, *Observatorio Europeo de OPVs*, [en línea]. PricewaterhouseCoopers. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.pwc.pl/en/ipo-watch-europe/index.jhtml>.
- PricewaterhouseCoopers (2011): *IPO Watch Europe Review of 2011*, *Observatorio Europeo de OPVs*, [en línea]. PricewaterhouseCoopers. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.pwc.pl/en/ipo-watch-europe/index.jhtml>.
- PricewaterhouseCoopers (2012): *IPO Watch Europe Review of 2012*, *Observatorio Europeo de OPVs*, [en línea]. PricewaterhouseCoopers. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.pwc.pl/en/ipo-watch-europe/index.jhtml>.
- PricewaterhouseCoopers (2013): *IPO Watch Europe Review of 2013*, *Observatorio Europeo de OPVs*, [en línea]. PricewaterhouseCoopers. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.pwc.pl/en/ipo-watch-europe/index.jhtml>.
- PricewaterhouseCoopers (2014): *IPO Watch Europe Review Q3 2014*, *Observatorio Europeo de OPVs*, [en línea]. PricewaterhouseCoopers. Consultado el 15 de enero de 2015, en <http://www.pwc.pl/en/ipo-watch-europe/index.jhtml>.
- Rajan, R.G. y Servaes, H. (1997): “Analyst following of initial public offerings”, *Journal of Finance* 52, 507-529.

- Rajan, R.G. y Servaes, H. (2003): "The effect of market conditions on initial public offerings", en McCahery, J. y Rennebog, L. (Eds.), *Venture capital contracting and the valuation of high-tech firms*, Oxford University Press, Oxford.
- Ram, M. y Holliday, R. (1993): "Relative merits: family culture and kinship in small firms", *Sociology* 27, 629-48.
- Ransley, R.D. (1984): "A research project into the operation and development of the unlisted securities market 1980-1984", Unpublished, London Business School, London.
- Reilly, F K, (1973): "Further evidence on short-run results for new issue Investors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 83–90.
- Ritter, J.R. (1984): "The "Hot Issue" Market of 1980", *Journal of Business* 57, 215-240.
- Ritter, J.R. (1987): "The costs of going public", *Journal of Financial Economics* 19, nº 2, 269-281.
- Ritter, J.R. (1991): "The long-run performance of initial public offerings", *The Journal of Finance*, 46, 3-27.
- Ritter, J.R. (2003): "Differences between European and American IPO markets", *European Financial Management* 9 (4), 421-434.
- Ritter, J.R. y Welch, I. (2002): "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *Journal of Finance* 57, 1795-1828.
- Rivero, A. (2010): "El mercado gana atractivo y se reanudan las salidas a bolsa", *Informe 2º trimestre de 2010 de Bolsa de Madrid*.
- Rock, K. (1986): "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Röell, A. (1996): "The decision to go public: an overview", *European Economic Review* 40, 1071-1081.
- Rosen, R.J., Smart, S.B. and Zutter, C.J. (2005): "Why Do Firms Go Public? Evidence from the Banking Industry", disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=686473>.
- Rosenblatt, P., Demik, L., Anderson, R. y Johnson, P. (1985): *The Family in Business: Understanding and Dealing with the Challenges Entrepreneurial Families Face*, Jossey-Bass, San Francisco.
- Rutherford, M.W., Kuratko, D.F. y Holt, D.T. (2008): "Examining the link between 'familiness' and performance: Can the -PEC untangle the family business theory jungle?", *Entrepreneurship Theory & Practice* 32 (6), 1089-1109.

- Ruud, J. (1990): "Underpricing of initial public offerings: goodwill, Price shaving or Price support", *Tesis doctoral*, Universidad de Harvard.
- Rydqvist, K. y Högholm, K. (1995): "Going public in the 1980s: evidence from Sweden", *European Financial Management* 1, 287-315.
- Sacristán, M. (2001): "Análisis de los factores determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar: una aplicación a la PYME", *Papeles de Economía Española* n° 89/90, 213-229.
- Sacristán, M. y Gómez, S. (2006): "Family ownership, corporate governance and firm value: evidence from the Spanish market", en Poutziouris, P.Z., Smyrnios, K.X. y Klein, S.B. (Ed.): *Handbook of Research On Family Business*, 593-613.
- Sacristán, M., Gómez, S. y Cabeza, L. (2011): "Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: further evidence", *Family Business Review* 24 (1), 71-93.
- Schmid, M. y Jithendranathan, T. (2012): "Underpricing of IPOs of U.S. family controlled businesses", *Finance Faculty Publications*, Paper 12, 192-206.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. y Dino, R.N. (2003a): "Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms", *Academy of Management Journal* 46, 179-194.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. y Dino, R.N. (2003b): "Toward a theory of agency and altruism in family firms", *Journal of Business Venturing* 18, 473-490.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., y Buchholtz, A.K. (2001): "Agency relationships in family firms: Theory and evidence", *Organization Science* 12, 99-116.
- Schuster, J.A. (2003): "IPOs: insights from Seven European countries", *Working Paper*, London School of Economics.
- Sciascia, S. y Mazzola, P. (2008): "Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance", *Family Business Review* 21 (4), 331-345.
- Shanker, M.C. y Astrachan, J.H. (1996): "Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy—A framework for assessing family business statistics", *Family Business Review* 9 (2), 107-119.
- Sharma, P. (2004): "An overview of the field of family business studies: Current status and direction for the future", *Family Business Review* 17, 1-36.

- Sharma, P. (2011): "Editor's notes: 2010- A year in review", *Family Business Review* 24, 5-8.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. y Chua, J.H. (1997): "Strategic management of the family business: Past research and future challenges" *Family Business Review* 10, 1-35.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1997): "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52, 2, 737-783.
- Short, H. y Keasey, K. (1999): "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101.
- Simunic, D. y Stein, M. (1987): "Product differentiation in auditing: auditor choice in the market for useasoned new issues", *Canadian Certified General Accountant Research Foundation*, monográfico nº 13, junio.
- Sirmon, D. G., y Hitt, M.A. (2003): "Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms", *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 339-358.
- Slator, R. (2002): "Investing with families in business: A venture capitalist's view", en Chrisman, J.J., Holbrook, J.A.D. y Chua, J.H. (Eds.), *Innovation & Entrepreneurship in Western Canada: From family business to multinationals*, 259-267. Calgary: University of Calgary Press.
- Slovin, M. y Young, J. (1990): "Bank lending and initial public offerings", *Journal of Banking and Finance* 14, 729-740.
- Slovin, M., Sushka, M. y Bendeck, Y. (1994): "Seasoned common stock issuance following an IPO", *Journal of Banking and Finance* 18, 207-226.
- Smart, S. y Zutter, C. (2003) "Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single class IPOs", *Journal of Financial Economics* 69, 85-110.
- Smith, S.C., Chun, H, y Lynch, M. (2002): "New issues in emerging markets: determinants, effects, and stock market: Performance of IPOs in Korea», *Global Management Research Working Paper* No. 02-17, School of Business and Public Management, George Washington University.
- Smyrnios, K. and Romano, C. (1994): *The Price Waterhouse/Commonwealth Bank Family Business Survey 1994*, Department of Accounting, Monash University, Sydney.



- Spatt, C. y Srivastava, S. (1991): "Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings", *Review of Financial Studies* 4, 709-726.
- Spiess, D. y Pettway, R. (1997): "The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner/managers' wealth, and the underpricing signal", *Journal of Banking & Finance* 21 (7), julio, 967-988.
- Sraer, D. y Thesmar, D. (2007): "Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market", *Journal of the European Economic Association* 5 (4), 709-751.
- Steiger, T., Duller, C. y Hiebl, M.R.W. (2015): "No consensus in sight: An analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies", *Journal of Enterprising Culture* 23, 36.
- Stoll, H.R. y Curley A.J. (1970): "Small business and the new issues market for equities", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, 309-322.
- Stoughton, N. y Zechner, J. (1998): "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 49, 45-77.
- Stoughton, N., Wong, M.K.P. y Zechner, J. (2001): "IPOs and product quality", *Journal of Business* 74, 375-408.
- Stoughton, N.M. y Zechner, J. (1998): "IPO mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 49, 45-78.
- Stoy Hayward (1992): *Managing the Family Business in the UK: A Stoy Hayward Survey in Conjunction with the London Business School*, Stoy Hayward, London.
- Stulz, R. (1988): "Managerial control of voting rights", *Journal of Financial Economics* 20, 25-59.
- Su, D. (2004): "Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China", *International Financial Markets, Institutions and Money* 14, n° 1, 37-54.
- Sullivan, M. y Unite, A. (2001): "The influence of group affiliation and the underwriting process on emerging market IPOs: The case of the Philippines", *Pacific-Basin Finance Journal* 9 (5), 487-512.
- Swinth, R.L. y Vinton, K.L. (1993): "Do family owned businesses have a strategic advantage in international joint ventures?", *Family Business Review* 6 (1), 19-30.
- Tagiuri, R. y Davis, J.A. (1992): "On the goals of successful family companies", *Family Business Review* 5, 43-62.

- Tanewski, G.A., Prajogo, D. y Sohal, A. (2003): "Strategic orientation and innovation performance between family and non-family firms", presentado en *World Conference of the International Council of Small Business*. Monash University
- Teece, D.J. (1992): "Foreign investment and technological development in Silicon Valley", *California Management Review* 34 (2), 88–106.
- Titman, S y Trueman, B. (1986): "Information quality and the valuation of new issues", *Journal of Accounting and Economics* 8, 159-172.
- Torstila, S. (2001): "What determines IPO gross spreads in Europe?", *European Financial Management* 7, 523-541.
- Torstila, S. (2003): "The clustering of IPO gross spreads: international evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, nº 3, 673-694.
- Tsao, C., Chen, S., Lin, C. y Hyde, W. (2009): "Founding-Family Ownership and Firm Performance The Role of High-Performance Work Systems", *Family Business Review OnlineFirst*, published on July 24, 2009 as doi:10.1177/0894486509339322.
- Uriel, E, Contreras, D., Moltó, M.L. y Peiró, A. (1990): *Econometría: El modelo lineal*". Editorial AC.
- Uriel, E: Introducción a la Econometría, manual electrónico en <http://www.uv.es/uriel/libroes.htm>, consultado el 3 mayo de 2015.
- Vallejo, M.C. (2005): "Cuando definir es una necesidad. Una propuesta integradora y operativa del concepto de empresa familiar", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 11 (3), 151-171.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006): "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Wang, C. (2005): "Ownership and operating performance of Chinese IPOs", *Journal of Banking & Finance* 29, 1835-1856.
- Wang, K., Chan, S.H. y Gau, G. (1992): "Initial public offerings of equity securities: anomalous evidence using REITs", *Journal of Financial Economics* 31, 381-410.
- Ward, J.L. (1988): "The special role of strategic planning for family businesses", *Family Business Review* 1 (2), 105–117.
- Ward, J.L. (1987): *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*, Jossey-Bass, San Francisco.
- Ward, J.L. (1997): "Growing the family business: Special challenges and best practices", *Family Business Review* 10 (4), 323–337.

- Wasserfallen, W. y Wittleder, C. (1994): "Pricing initial public offerings: evidence from Germany", *European Economic Review* 38, 1505-1517.
- Wehrens, R., Putter, H y Buydens L.M. (2000): "The bootstrap: a tutorial", *Chemometrics and Intelligent Laboratory Systems* 50, 35-53.
- Welch, I. (1989): "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance* 44, 421-449.
- Welch, I. (1996): "Equity offerings following the IPO: Theory and evidence", *Journal of Corporate Finance* 2, 227-259.
- Wernefelt, B. (1984): "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal* 5, 272-280.
- Westhead, P. y Cowling, M. (1996): *Demographic contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK*, Centre for small and medium-sized enterprises, The University of Warwick, *Working paper* No. 32.
- Westhead, P. y Cowling, M. (1997): "Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK", *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 3 (1), 30-52.
- Westhead, P. y Cowling, M. (1998): "Family firm research: the need for a methodological rethink", *Entrepreneurship: Theory and Practice* 23 (1), 31-56. No lo encuentro en papel ni tampoco consigo descargarlo
- White, H. (1980): "Heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica* 48, 817-838.
- Willmott, H. (2008): "For informed pluralism, broad relevance and critical reflexivity", en Barry D. y Nansen, H. (Eds.), *The sage handbook of new approaches to management and organization*, 82-83. London, England: SAGE.
- Wilson, N. (2006): "Value gains on flotation and IPO underpricing", *Journal of Business Finance & Accounting* 33, 1435-1459.
- Wruck, K. (1989): "Equity ownership concentration and firm value. Evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.
- Wucinich, W. (1979): "How to finance a small business", *Management Accounting*, 30-38.
- Yang-Pin, S. y Wei, P. (2006): "Why do chose to go IPOs? New results using data from Taiwan", *Department of Economics and Finance Working Papers 1991-2006*, en [http://scholarworks.uno.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1038&context=econ\\_wp](http://scholarworks.uno.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1038&context=econ_wp).

- Yu, A., Lumpkin, G.T. Sorenson, R.L. y Brigham, K.H. (2012): “The landscape of family business outcomes: a summary and numerical taxonomy of dependent variables”, *Family Business Review* 25, (1), 35-57.
- Yu, X. y Zheng, Y. (2012): “IPO underpricing to retain family control under concentrated ownership: evidence from Hong Kong”, *Journal of Business Finance & Accounting* 39, 700-729.
- Zahra, S.A. y Sharma, P. (2004): “Family Business research: a strategic reflection”, *Family Business Review* 17 (4), 331-346.
- Zellweger, T.M. y Nason, R.S. (2008): “A stakeholder perspective on family firm performance”, *Family Business Review* 21, 203-216.
- Zellweger, T.M., Eddleston, K.A. y Kellermanns, F.W. (2010): “Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity”, *Journal of Family Business Strategy* 1 (1), 54-63.
- Zingales, L. (1995): “Insider ownership and the decision to go public”, *The Review of Economic Studies* 62, 425-448.

