

# ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA SALIDA A BOLSA DE LA EMPRESA FAMILIAR: UNA APLICACIÓN A LA PYME

María SACRISTÁN NAVARRO (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

**L**AS empresas familiares (EF) son fundamentales en la economía de cualquier país, dado que casi todas las empresas nacen con el potencial de ser «familiares», y se transforman en tales, si poseen espíritu de continuidad y han sido objeto de un cambio generacional que les ha podido dotar de capacidades y rutinas organizativas que quizá les puede hacer obtener mejores resultados que otras empresas. En España, en concreto, estas empresas representan el 65 por 100 de la economía nacional y generan en torno a un 70-80 por 100 del empleo en el sector privado (Instituto de la Empresa Familiar, 2000).

Cuestión previa en este trabajo es la definición de lo que consideramos como empresa familiar, existiendo en la literatura muchas proposiciones que van desde algunas muy restrictivas hasta otras más amplias, que suelen ser las basadas en criterios exclusivos de la estructura de propiedad (Gallo y García, 1989; Galve y Salas, 1993) (1). Los principales factores discordantes entre las definiciones existentes son si debe restringirse sólo el término familiar a aquellos casos en los que coincida propiedad y gestión en manos de la familia o no, así como al porcentaje mínimo de acciones que debe de estar en manos de la familia (2). No obstante, como apuntan Gallo y García (1989), «encontrar unas dimensiones que acoten a la EF y que sean válidas para su estudio completo y aceptadas por todos los interesados no es tarea fácil».

En cualquier caso, el término «familiar» parece restringirse a:

- aquellas empresas en las que las acciones se concentran en un grupo de personas que mantienen una proximidad de parentesco;

- aquellas empresas en las que existe una voluntad de que continúe la presencia de la familia en sucesivas generaciones, de seguir siendo familiar (lo que implica interés por el crecimiento y supervivencia de la empresa);

- aquellas empresas que adoptan una forma jurídica que, en el caso español, suele ser una sociedad de responsabilidad limitada o una sociedad anónima (para distinguirlas de las empresas individuales —aquellas que se crean en un momento dado sin el ánimo de mantenerse a través de generaciones sucesivas—), lo que implica que nos encontramos ante empresas de una cierta dimensión mínima.

El concepto de empresa familiar objeto de este estudio se refiere a empresas de una cierta dimensión, que adoptan una forma jurídica, normalmente sociedades anónimas, y en las que existe una familia en su accionariado (estando representada en el Consejo de Administración), lo que implica que «controla» la empresa, ejerciendo influencia sobre ella (Pfeffer, 1992), tanto desde un punto de vista formal como informal (Cyert y March, 1963), con presencia directa o no en su gestión. También incluiríamos a aquellas empresas que poseen forma jurídica en las que, aun estando en primera generación, se observa una clara intención de continuidad (lo que explicaría que estas grandes empresas aún no posean en su accionariado a miembros de la familia, con las excepción de los hijos o cónyuge, como puede ser en el caso español, Adolfo Domínguez). Son empresas conscientes de su caracterización como «familiares» y, por lo tanto, conocedoras de su problemática específica y de sus potencialidades.

Las empresas familiares no están exentas de problemas particulares, debido a la presencia de intereses familiares y empresariales (a veces contrapuestos), problemas de cambio generacional, de profesionalización, etc. Estos problemas, hacen que tan sólo un 33 por 100 de las empresas familiares supere la segunda generación y tan sólo un 15 por 100 de ellas lleguen a la tercera (*Cinco Días*, 1999). Muchos de estos problemas han sido estudiados de manera descriptiva con respecto a la empresa española por el profesor Gallo (3). Sin embargo, pocos son los estudios empíricos existentes sobre las empresas familiares de nuestro país, y éstos son esencialmente descriptivos, comparando generalmente el colectivo de empresas familiares con el de empresas no familiares (Gallo y García, 1989; Gallo y Estapé, 1995; Galve y Salas, 1993; Merino y Salas, 1993; Merino, 1998).

Las principales conclusiones de estos estudios van en la línea de la no existencia de diferencias significativas entre empresas familiares y no familiares en cuanto a sus características, estrategia y resultados. No obstante, cuando estas diferencias existen, tal como señala Merino, «no pueden ni deben ser atribuidas al carácter familiar de las mismas, ya que el efecto de una tercera variable que estuviera correlacionada con ambas podría ser el factor explicativo y no la naturaleza de sus propietarios/directivos» (1998: 37). Por otra parte, los estudios empíricos sobre empresas familiares suelen referirse a las empresas familiares que cotizan en Bolsa (Galve y Salas, 1993), con lo que presentan un claro problema de selección muestral. Los menos son los que tienen en cuenta datos de empresas familiares que no cotizan en Bolsa, que, por otra parte, son la mayoría.

El objetivo de este trabajo es analizar el protagonismo de las empresas familiares en el proceso de salida a Bolsa, analizando sus factores determinantes. Para ello, analizaremos un conjunto de características que parecen tener incidencia en la probabilidad de salir a Bolsa. Tras describir el número de empresas no financieras que han salido por primera vez a cotizar durante el período 1991-1999, destacaremos el papel de la empresa familiar, pasando posteriormente a comprobar si algunas características económico-financieras de las empresas familiares pueden incidir en la probabilidad de salir a Bolsa. El período considerado resulta de especial interés, debido al fuerte crecimiento que ha experimentado el mercado español en estas fechas. Por otra parte, aunque hay empresas familiares de gran dimensión cotizando en la Bolsa (Acciona, Ferrovial, etc.), es indudable que gran parte de las empresas familiares son lo que podríamos calificar como PYME. La PYME se caracteriza por padecer importantes problemas económicos-financieros que, en muchos casos, dificultan su supervivencia (Lafuente y Yagüe, 1989), por lo que parece especialmente interesante plantearse el grado en el que la PYME emplea la financiación propia externa y tratar de explicar sus factores determinantes. Distintos foros han puesto de manifiesto que son las empresas familiares y las PYME en general, quienes deben tener cada vez un mayor protagonismo en las salidas a Bolsa (Instituto de la Empresa familiar, 1997b). Por ello, resulta de interés analizar la presencia de la PYME familiar en el mercado.

Los trabajos empíricos de esta naturaleza (Paganó *et al.*, 1998, o Planell, 1995, para el caso español) analizan la probabilidad que tienen las em-

presas de salir a Bolsa examinando un conjunto de características económico-financieras de éstas antes de su salida a Bolsa, así como sus efectos *ex-post*. Nuestro trabajo a diferencia de los anteriores, está referido concretamente al caso de las empresas familiares, y tan sólo analiza las características *ex-ante* a la salida a Bolsa. Planell (1995) obtiene la conclusión de que, en el caso español, la evidencia apunta a que la motivación de las empresas para salir a Bolsa es la de permitir a los propietarios recoger los beneficios de su inversión inicial, no siendo respaldada con los datos la utilización del mercado primario como fuente de financiación para acometer proyectos de inversión.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en el apartado II, describiremos las salidas a la Bolsa de Madrid de las empresas españolas durante el período 1991-1999, analizando de forma especial el papel de la empresa familiar y de la PYME familiar; en el III, revisaremos las principales teorías sobre las razones para salir a cotizar y sus inconvenientes, de donde se derivan las hipótesis del trabajo; en el IV, realizaremos los análisis empíricos que nos permitan profundizar en los factores determinantes de la salida a Bolsa de las empresas familiares y del papel de la PYME; finalmente, en el apartado V, plantearemos las conclusiones del trabajo.

## **II. DESCRIPCIÓN DE LAS SALIDAS A BOLSA DURANTE EL PERÍODO 1991-1999; SITUACIÓN DE LA PYME FAMILIAR**

Para describir la evolución de las salidas a Bolsa, aproximamos el comportamiento del mercado español examinando el mercado madrileño (Bolsa de Madrid). Si bien hemos revisado las salidas a las bolsas de Valencia, Barcelona y Bilbao, en su gran mayoría las empresas que han salido a cotizar por primera vez a la Bolsa de Madrid en el período analizado, lo han hecho también en las otras bolsas en momentos anteriores o posteriores. Son menos, en cambio, las empresas que solicitan su admisión a las bolsas de Bilbao, Valencia o Barcelona no haciéndolo en la Bolsa de Madrid. En el período analizado, ello ha ocurrido en tres casos. Además, varias de las empresas que habían solicitado su admisión a distintas bolsas que no son la de Madrid, en la actualidad están excluidas (4) de la cotización. Por lo tanto, consideramos que analizar las salidas a la Bolsa de Madrid es suficientemente representativo de la situación del mercado español, y además garantía de su permanencia en

CUADRO N.º 1

**SALIDAS A BOLSA DE MADRID (NUEVAS ADMISIONES) EMPRESAS NO FINANCIERAS PERÍODO 1991-1999**  
**Clasificación de empresa familiar como aquella que antes de la salida a Bolsa(\*)**  
**era propiedad de un grupo familiar en más de un 50 por 100**

Año	N.º empresas que salen a Bolsa	De ellas, PYME	De ellas, empresas familiares	Porcentaje sobre el total que representan las empresas familiares	PYME familiar
1991 .....	8	3	1	12,5	1
1992 .....	2	0	0	0	0
1993 .....	2	0	1	50	0
1994 .....	4	1	2	50	0
1995 .....	0	0	0	0	0
1996 .....	4	0	4	100	0
1997 .....	8	3	5	62,5	3
1998 .....	10	2	6	60	2
1999 .....	10	1	3	30	1
TOTAL .....	48	10	22	46	4

(\*) La clasificación de una empresa como familiar antes de la salida a Bolsa es factible analizando los folletos de la oferta pública de venta (OPV). En ellos se detalla la composición del accionariado *antes* de la OPV, de donde se deduce si la empresa era familiar o no. En aquellos casos en los que la emisión es sólo vía oferta pública de suscripción (OPS) (lo que es lo menos frecuente), es casi imposible detectar si estamos en presencia de empresas familiares, salvo que el folleto de emisión examine los accionistas significativos. En el resto de los casos, lo hemos efectuado consultando los accionistas significativos actuales. En la actualidad, algunas de las empresas recogidas han dejado de ser familiares o han sido excluidas del mercado (cinco).

Fuente: Informe anual, Bolsa de Madrid, años 1992 y 1992, y 1993 y Apéndice estadístico, Bolsa de Madrid, años 1994-1999.

la cotización. No analizamos la cotización en el segundo mercado (como el segundo mercado para PYME de la Bolsa de Barcelona, o el de la Bolsa de Bilbao). El segundo mercado en la actualidad posee escaso interés para las empresas, produciéndose un constante goteo de bajas sin nuevas admisiones. Por ello, el análisis se restringirá sólo al mercado principal (5). Eliminamos del análisis las nuevas admisiones a cotización de bancos, sociedades de cartera, financieras, SIM y SIMCAV, analizando exclusivamente las empresas representantes de la llamada «economía real» (cuadro n.º 1).

Con las matizaciones anteriores, observamos que en el período analizado han sido admitidas por «primera vez» a cotizar las acciones de 48 nuevas empresas no financieras en la Bolsa de Madrid. De ellas, el 46 por 100 corresponde a empresas familiares, es decir, casi la mitad de las salidas a Bolsa de empresas no financieras son empresas familiares. Esto indica el papel protagonista de las empresas familiares en las salidas a Bolsa, conformándose como pregunta obligada la de por qué salen a cotizar. Examinando el comportamiento por años, vemos que desde 1991, con ocho nuevas salidas, el ritmo disminuyó sensiblemente, recuperándose en 1997 (de nuevo con ocho salidas). Desde entonces, el número es creciente, alcanzándose máximas de diez salidas anuales en 1998 y 1999. Hay que destacar el papel protagonista que han tenido las privatizaciones impulsa-

das por el gobierno en lo referente a nuevas admisiones a los mercados. De las 48 empresas no financieras que han salido a cotizar, tres nuevas admisiones corresponden a privatizaciones de empresas (Aldeasa, Aceralia y Red Eléctrica). En ellas hay que destacar un cierto cambio en las tornas. Así como en 1998 las privatizaciones provocaron una gran demanda de dinero (más que la demandada por las nuevas salidas al mercado) —1,8 billones en concepto de privatizaciones frente a 144.000 millones de pesetas por nuevas salidas al mercado—, en 1999, la salida de nuevas empresas ha vencido a la salida de papel público, con 129.000 millones, mientras que las OPV (6) de las empresa privadas rozaban los 1,8 billones de pesetas. De las 48 salidas registradas en el período analizado, en la actualidad seis empresas están excluidas del mercado por diferentes motivos (un 12,5 por 100).

Restringiéndonos al examen del papel de la empresa familiar, salvo en los años 1992 y 1995 (al no haber habido nuevas admisiones del tipo de las estudiadas), en todos los años hay salidas de empresas familiares. En total, hemos registrado la salida a Bolsa de 22 empresas familiares. Desde 1996 está aumentándose el número de salidas, alcanzándose un máximo en 1998, con seis salidas. Además, en 1996 la totalidad de nuevas admisiones se correspondieron con empresas familiares. Estas cifras indican el papel protagonista que tie-

nen las empresas familiares en las salidas a Bolsa. Respecto al papel de la PYME en lo referente a las salidas a Bolsa, y si por PYME entendemos aquellas empresas que en el momento de su salida a Bolsa contaban con menos de 150 trabajadores, durante el período analizado han salido a cotizar diez nuevas empresas (21 por 100). El moderado número de salidas existentes es consistente con los requisitos para salir a cotizar (véase anexo), que en cierta medida implican un sesgo en la selección hacia las empresas grandes. De la PYME, tan sólo cuatro empresas son familiares (un 18 por 100 de las empresas familiares y un 8 por 100 del total empresas), lo que indica, por un lado, que las empresas familiares que salen a cotizar no son precisamente las calificadas como PYME, o que se puede ser familiar y gran empresa a la vez, pero, por otro lado, indica que la PYME familiar también posee presencia en el mercado español.

Si analizamos la salida a Bolsa por sectores de actividad (cuadro n.º 2), el sector con más salidas a Bolsa es el de industrias y servicios (con un 30 por 100 de las salidas) seguido de los sectores de alimentación (un 20 por 100 del total), construcción (16 por 100) y servicios (10 por 100). Esta frecuencia se repite para el caso de las empresas familiares, donde de nuevo el mayor número de salidas a Bolsa se encuadra dentro del sector de otras industrias y servicios (con un 41 por 100 de las mismas), y posteriormente dentro de los sectores

de alimentación (27 por 100) y petróleo y químicas (13,6 por 100).

Salir a Bolsa consiste en ofrecer acciones al público por primera vez, pero la forma de hacerlo puede ser de dos tipos: mediante una venta de acciones viejas, para lo que, de forma previa, debe realizarse una OPV —oferta pública de venta—, o mediante la emisión de acciones nuevas, para lo que se efectúa una ampliación de capital y se procede a la colocación entre nuevos socios. En la segunda modalidad, los fondos que se obtienen de la colocación van directamente a la empresa. En la primera, uno o varios accionistas actuales de la empresa venden sus acciones al mercado, de modo que los fondos que se obtienen de esa colocación van directamente a los accionistas que venden, y no a la compañía. Así como hasta el año 1994 la forma corriente de salir al mercado era a través de una OPS —oferta pública de suscripción—, desde esa fecha las empresas suelen emplear una OPV, si bien ésta, en ocasiones, va acompañada de una OPS. Detrás de este hecho pueden estar el mayor protagonismo de las empresas familiares y las privatizaciones efectuadas. Del total de salidas al mercado (48), ha habido 14 OPS (un 29 por 100), 19 OPV (39 por 100) y 15 OPV y OPS (31 por 100). Las empresas familiares (21) en concreto han tenido 3 OPS, 12 OPV (un 57 por 100) y 6 OPV y OPS (28 por 100). La mayor cantidad de OPV era de esperar, y está poniendo de manifiesto que, inicialmente, las empresas familiares, al salir al mercado, buscan vender un paquete de acciones, y no tanto la obtención de nuevos fondos para la empresa.

Finalmente, hay que destacar que si analizamos el porcentaje de capital que, por término medio, las empresas han sacado inicialmente a cotizar al mercado, el capital medio de las empresas no familiares sacado a cotizar es de un 52 por 100, mientras que el porcentaje de capital medio sacado a cotizar por las empresas familiares es de un 38,85 por 100, lo que indica que, en principio, las empresas familiares salen a cotizar, pero conservando el control de la empresa en manos de la familia.

Hay que recordar que la presencia de las empresas familiares en la Bolsa de Madrid es aún mayor que la recogida en el período y ámbito del estudio. Así, hay otras empresas familiares que han salido a Bolsa antes del período analizado, como por ejemplo Campofrío, Cementos Molins, Abengoa y Armando Álvarez (ésta en la Bolsa de Barcelona) u otras que se encuentran en sectores no in-

CUADRO N.º 2

**DISTRIBUCIÓN POR SECTORES  
DE LAS NUEVAS SALIDAS A BOLSA DE MADRID  
DE EMPRESAS NO FINANCIERAS  
PERÍODO 1991-1999**

Sector	N.º empresas	De ellas, familiares
Alimentación .....	10	6
Construcción.....	8	2
Comercio.....	1	0
Servicios.....	5	1
Otras industrias y servicios.....	15	9
Petróleo y químicas .....	4	3
Metal-mecánica.....	2	0
Transportes .....	1	1
Publicidad y medios de información ...	1	0
Inmobiliaria.....	1	0
Eléctricas.....	1	0
TOTAL .....	49	22

Fuente: Clasificación sectorial empleada por la Bolsa de Madrid en los informes anuales, Bolsa de Madrid (1992 y 1992, y 1993) y Apéndice estadístico, Bolsa de Madrid, (1994, 1995, 1996, 1997, 1998 y 1999).

CUADRO N.º 3

## PREDICCIONES EMPÍRICAS DE LAS PRINCIPALES TEORÍAS REFERIDAS A LA DECISIÓN DE SALIR A COTIZAR

	MODELO	PREDICCIONES EMPÍRICAS
	Panel A: Costes de salir a cotizar	Efectos en la probabilidad de salir a cotizar
Selección adversa y riesgo moral	Leland y Pyle (1977), Chemmanur y Fulghieri (1995)	Las empresas más pequeñas y las más jóvenes son las que tienen menor probabilidad de salir a cotizar.
Costes fijos	Ritter (1987)	Las empresas más pequeñas son las que tienen menor probabilidad para salir a cotizar.
Pérdida de confidencialidad	Campbell (1979), Yosha (1995)	Las empresas de alta tecnología tienen menos probabilidad de salir a cotizar.
Panel B: Beneficios de salir a cotizar		
Ante restricciones de endeudamiento		La probabilidad de salir a cotizar es mayor para empresas con alto endeudamiento y con fuertes inversiones.
Diversificación	Pagano (1993)	Las empresas con más riesgo son las que salen a cotizar.
Liquidez	Modelos de microestructura de mercados	Las empresas más pequeñas tienen menor probabilidad de salir a cotizar.
Control del mercado de valores	Holmström y Tirole (1993), Pagano y Röell (1996)	Las empresas con fuertes inversiones tienen mayor probabilidad de salir a cotizar.
Para aumentar el conjunto de inversores potenciales	Merton (1987)	
Aumentar el poder de negociación con los bancos	Rajan (1992)	Las empresas que pagan mayores tipos tienen más probabilidad de salir a cotizar.
Manera óptima de transferir el control	Zingales (1995)	Las empresas con altas <i>ratios</i> valor de mercado/valor contable en las industrias relevantes.
Explotar bajos precios	Ritter (1991)	<i>Idem</i> anterior.

Fuente: PAGANO *et al.* (1998: 37).

cluidos en el estudio, como Catalana de Occidente, etc. Además, conviene comentar que en las salidas a Bolsa realizadas en 2001 continúa la presencia de empresas familiares de la importancia del grupo Inditex.

### III. FUNDAMENTOS TEÓRICOS PARA SALIR A COTIZAR E HIPÓTESIS DERIVADAS

#### 1. Razones para salir a cotizar al mercado de capitales

Existen múltiples razones que pueden causar en una empresa familiar la decisión de salir a cotizar al mercado de capitales y, como comentan Pagano *et al.* (1998), la decisión es tan compleja que prácticamente ningún modelo puede capturar to-

dos los costes y beneficios relevantes (7). Éstos se desarrollan en parte y se complementan con el cuadro n.º 3. Hemos englobado las razones en cuatro tipos (8): financieras, comerciales, estratégicas y organizativas.

*Razones financieras.* Existen tres razones financieras principales que pueden motivar la salida a Bolsa de las empresas: 1) la obtención de fondos —financiación propia externa— para financiar la expansión de la empresa, fundamentalmente cuando ya no puede obtenerse más financiación bancaria; 2) el abaratamiento de los fondos; en concreto, la reducción del coste de la deuda. En cuanto a la primera, la obtención de financiación propia externa es una alternativa a la deuda o crédito bancario y conlleva normalmente un aumento del capital social mediante la emisión de nuevas acciones, lo que implica, desde el punto de vista

de la empresa familiar, la entrada de nuevos socios. En cuanto a la segunda, al difundir mayor información sobre la empresa al mercado, se contribuye a disminuir el coste del crédito y aumentar el volumen de los fondos prestados (Pagano *et al.*, 1998). Ello hace que el coste de la financiación ajena se reduzca como consecuencia de la salida a Bolsa, como de hecho indica la evidencia empírica en nuestro país (Planell, 1995) y en otros (Pagano *et al.*, 1998). Respecto a la 3), la decisión de salir a cotizar pretende proporcionar liquidez a las acciones de la empresa. Así, por ejemplo, las empresas, dentro de sus decisiones financieras, pueden optar por la reinversión de los beneficios como alternativa al pago de dividendos sin perjudicar a aquellos accionistas que necesiten una liquidez inmediata, por ello, las empresas que cotizan en Bolsa cuentan con una prima por la posibilidad de la liquidez de su valor (Amihud y Mendelson, 1988). Esto permite, en el caso de las empresas familiares, solucionar los conflictos familia-empresa-propiedad que se presentan, sobre todo, a partir de la segunda generación, donde los tres núcleos que caracterizan a las empresas familiares (familia, accionistas y dirección) empiezan a no coincidir. No obstante, estos beneficios asociados a la liquidez son una función creciente del volumen de negociación de las empresas, por lo que los beneficios asociados a la liquidez son básicamente aprovechados por las empresas de gran tamaño. Esto indica una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la probabilidad de salir a cotizar. Además, la salida a Bolsa permite también una valoración objetiva y actualizada de la empresa, lo que posibilita el diseño de incentivos que permitan a los empleados o directivos ser también propietarios de la empresa, o el diseño de opciones sobre acciones como mecanismo de remuneración (Holmström y Tirole, 1993), además de convertir las acciones en un instrumento de pago de elevada liquidez, susceptible de ser ofrecido en operaciones financieras o como una garantía en la negociación de préstamos.

De las exposiciones de estas ideas (las dos primeras) se deduce que la necesidad de fondos es tanto mayor cuanto mayor sea el crecimiento (*CRECI*) que está experimentando la empresa, por lo que, a mayor ritmo de crecimiento de las empresas, mayor probabilidad tendrán éstas de salir a Bolsa. Por otra parte, mayor endeudamiento en general (y bancario, en particular) y altos costes financieros son los motivos que pueden favorecer la salida al mercado. De hecho, el motivo de acceder a una fuente de financiación distinta a la bancaria (especialmente en países en los que, como en España, el sector del capital-riesgo no está muy desarrolla-

do), es «probablemente la ventaja más citada de salir a cotizar» (Pagano *et al.*, 1998:38). Este exceso de deuda puede también explicarse por el efecto atrincheramiento de la familia, que antes de salir a cotizar al mercado tiene más discrecionalidad de actuación en el caso de no estar muy profesionalizada. Por otra parte, las empresas familiares pueden caracterizarse por elevados niveles de autofinanciación y, por lo tanto, bajos niveles de endeudamiento. Además, las expectativas de reducción del coste de la deuda como consecuencia de la salida a Bolsa pueden suponer un incentivo a las empresas para incrementar su nivel de endeudamiento, por lo que cabe esperar que este incentivo sea tanto mayor cuanto menor sea el endeudamiento en el momento de la salida.

Respecto a la tercera razón, la necesidad de liquidez de la empresa familiar está directamente relacionada con la separación entre los tres núcleos característicos de la empresa familiar (familia-propiedad-empresa), y ello está en consonancia directa con la generación que está dirigiendo el negocio. Siempre que convivan la 1ª o 2ª generación, o a partir de la 2ª, la necesidad de liquidez será mayor, al no coincidir los objetivos de las partes (9).

Mediremos el nivel de endeudamiento (*APALANC*) relacionando los fondos ajenos con los fondos propios (*APALNC1*) y los fondos ajenos con el total pasivo (*APALNC2*). También analizaremos el nivel de deuda bancaria sobre el total pasivo (*RDEUDBANC*). Emplearemos como aproximaciones a la tasa de crecimiento de la empresa el crecimiento de las ventas (*TSCRECV*) y el crecimiento del activo total (*TSCRECAT*). Como aproximación a la generación que se encuentra al frente del negocio, emplearemos la *EDAD*, como la diferencia entre el año actual y la fecha de constitución de la empresa.

*Razones comerciales.* Por el término «razones comerciales» nos referimos a todas aquéllas que buscan la creación de activos intangibles. En concreto, el hecho de cotizar en un mercado de valores aumenta la publicidad de la marca, lo que permite a la empresa reforzar la diferenciación y, por lo tanto, vender más y obtener mejores resultados. Esto sugiere que las empresas del sector terciario podrían tener mayor propensión que las de otros sectores a salir a cotizar. Además de la marca propiamente dicha, la cotización en un mercado de valores da prestigio a la empresa, reflejando su solvencia, su proyecto de futuro y la existencia de oportunidades rentables de inversión, facilitando

las relaciones con las demás empresas, con sus suministradores y clientes. Sin embargo, como destacan Pagano *et al.* (1998), el hecho de la publicidad mayor que supone cotizar en Bolsa puede hacer que la empresa pierda cierta confidencialidad, lo que haría que aquellas más dedicadas a la I+D tengan menor propensión a salir a cotizar.

Ello sugiere que el sector importa, por lo que puede haber sectores con mayor propensión que otros para salir a cotizar. En concreto, consideramos que las empresas familiares del sector servicios poseen mayor probabilidad de salir a cotizar al mercado de valores que las empresas familiares industriales o que aquellas dedicadas a la investigación.

Mediremos el sector empleando la clasificación del CNAE 93. Posteriormente, mediante una variable *dummy* *SECTOR*, otorgamos el valor 1 a las empresas comerciales y 0 al resto de empresas. Consideramos como empresas de servicios aquellas empresas clasificadas por el CNAE con los siguientes dígitos: 45, 50, 51, 52, 55, 60, 61, 62, 63, 64, 70, 71, 72, 74, 80, 85, 90, 91, 92 y 93.

*Razones estratégicas.* El hecho de salir a cotizar al mercado de valores es una vía para proceder a la separación entre la propiedad y la gestión de la empresa. La salida a Bolsa suele coincidir con un momento de transformación en la vida de la sociedad. En el caso de las empresas familiares, esta transformación suele coincidir con el momento de la sucesión o paso a la tercera generación, que ocurre cuando la empresa familiar se convierte en una empresa de familias (Gallo y García, 1989). Supone reconocer la solvencia de la empresa, convirtiéndola en una institución que perdura con el tiempo, y dar futuro a lo que en su día creó el fundador, en definitiva, transmitir viabilidad y proyectos rentables y atractivos de futuro. El hecho de proporcionar liquidez a los accionistas, además de ser en sí misma una causa financiera, podríamos calificarla de estratégica, al solucionar problemas de transmisión familiar. Permite que algunos accionistas, incluyendo los familiares, puedan vender sus acciones para obtener liquidez.

Estas razones estratégicas no se dan por igual en todas las empresas familiares, al estar muy influidas por la generación familiar que se encuentra al frente de la empresa. Según aparecen nuevas generaciones, aparece la necesidad de definir órganos de gobierno en la empresa familiar y sobre todo, al existir cada vez una mayor separación entre familia-propiedad-empresa, la salida a Bolsa se

transforma en una vía ideal para la solución de los problemas de agencia que aparecen.

La cotización en el mercado también puede permitir recoger parte de la riqueza acumulada por el fundador en la empresa, separándola del patrimonio empresarial (10). La salida a Bolsa se conformaría así como un mecanismo o etapa natural en la vida de las empresas familiares por el cual los empresarios podrían recuperar la inversión que realizaron inicialmente.

Todo ello indicaría una conexión de nuevo entre la edad de la empresa y la probabilidad de salir a cotizar. Con respecto a la edad de la empresa, sin embargo, pueden plantearse dos hipótesis alternativas. Por una parte, en las empresas familiares de primera generación, el fundador puede ver en la salida a Bolsa una forma de asegurarse que su empresa tendrá viabilidad en el futuro y evitar problemas a sus herederos (como es el caso de Zara), por lo que cabe predecir que las empresas familiares tienen mayor probabilidad de salir a cotizar al mercado de valores cuanto menor es su edad. Además sería una forma que permitiría al fundador recuperar la riqueza acumulada en la empresa.

Por otra parte, hemos mencionado que la salida a Bolsa coincide frecuentemente con el paso a la tercera generación, y que las asimetrías informativas son mayores cuando ha habido traspaso generacional siendo mayores las posibilidades de conflicto. Por ello, al igual que ocurre con respecto al tamaño, los incentivos para salir a cotizar aumentan con la edad de la empresa. Según esto, se cumplirá que las empresas familiares tienen mayor probabilidad de salir a cotizar al mercado de valores cuanto mayor es su edad.

Mediremos la *EDAD* de las empresas por el número de años transcurridos desde su fundación hasta el año actual.

*Razones organizativas.* El hecho de que una empresa cotee en el mercado de capitales también permite la *institucionalización* de la empresa (Instituto de la Empresa Familiar, 1997a, 1997b). Por institucionalización se entiende el conjunto de acciones que persiguen desligar a la empresa de la persona del fundador y, con ello, garantizar la continuidad y el éxito de aquella. En primer lugar, la salida a Bolsa impone como requisito dar al mercado garantías de funcionamiento en el futuro. Ello puede forzar la realización de un protocolo familiar (11), y en general contribuir a una mayor

profesionalización y refuerzo de la calidad de la gestión. Por ejemplo, suele reorganizarse el Consejo de Administración dando entrada a consejeros independientes, o también pueden crearse comités dentro del propio consejo (de auditorías, de remuneraciones, o/y de nombramientos) que profesionalicen la gestión de la empresa. También va a facilitar la contratación de mejores directivos, ya que para un directivo tiene mayor prestigio —entre otros factores— trabajar en una empresa que cotiza en Bolsa (Maug, 1998). Aunque de aquí se derivaría una mejora de la rentabilidad *ex-post*, también es posible que el mejor funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa familiar a raíz de una institucionalización pueda incidir en unos mejores resultados, especialmente en los ejercicios más próximos a la salida a cotizar. Como comentan Pagano *et al.* (1998), los beneficios están positivamente correlacionados con la probabilidad de una salida a cotizar por el efecto de los requisitos para salir al mercado (véase anexo). Por otra parte, una empresa que experimente un resurgimiento en sus beneficios querrá salir a cotizar esperando que los inversores se crean que el aumento de rentabilidad será permanente. Si esto es así, es de esperar que la rentabilidad incremente la probabilidad de salir a cotizar en Bolsa.

Mediremos la rentabilidad (*RENTAB*) empleando indicadores contables como el ROE (definido como la relación beneficio neto-fondos propios) o el ROA (definido como la relación beneficio de explotación-activo total).

## **2. Razones para no salir a cotizar al mercado de capitales**

La cotización en el mercado de valores no está exenta de inconvenientes para ninguna empresa en general, y para las familiares en particular. Por ejemplo, dos de los principales inconvenientes de salir a Bolsa para cualquier empresa (familiar o no) son: 1) la asimetría de información entre la empresa emisora de acciones y los inversores y analistas externos, y 2) los gastos administrativos y de intermediación que la salida lleva consigo (Pagano *et al.*, 1998). La asimetría de información crea un problema de selección adversa (12), en cuanto que reduce la calidad media de las acciones que salen al mercado primario (Ruiz, 1995; Leland y Pyle, 1977), y hace necesario un cierto grado de infravaloración para venderlas (Rock, 1986). El problema afecta especialmente a las empresas jóvenes y pequeñas, las cuales tienen un historial de seguimiento por parte de los analistas breve o nu-

lo y escasa visibilidad (Chemmanur y Fulghieri, 1995). Por otra parte, los gastos administrativos de la salida tienen un alto componente fijo (Ritter, 1987; Pagano *et al.*, 1998), por lo que también afectan relativamente más a las empresas pequeñas (véase anexo). Así, en la medida en que las empresas familiares españolas son relativamente más jóvenes y de menor tamaño que el resto de las empresas de nuestro país (Gallo y Estapé, 1995; Merino y Salas, 1993; *Actualidad Económica*, 1999), y especialmente para la PYME familiar, estos dos inconvenientes afectan especialmente a este colectivo de empresas.

Otros aspectos potencialmente disuasorios de la salida a Bolsa para una empresa familiar son los derivados del mayor suministro de información que demanda el mercado para la empresa. Esto puede ocasionar la posible pérdida de independencia del grupo familiar en la toma de decisiones, la necesidad de repartir dividendos para tener un comportamiento parecido al de las empresas del sector, la posibilidad de que funcionen los mecanismos externos de control empresarial (como puede ser una OPA que haga perder el control a la familia), o la obligación de suministrar al mercado información acerca de la empresa que los propietarios pueden considerar de carácter personal. Cotizar en el mercado impone la obligación de suministrar información contable periódicamente al mercado (véase anexo). No obstante, los costes de revelar información y de ver reducidas las posibilidades de evasión fiscal deben sopesarse contra los beneficios de la autodisciplina que la transparencia informativa impone. Ahora bien, hay que señalar que éste tipo de inconvenientes afectan por igual a las empresas no familiares (Campbell, 1979).

No obstante, para minimizar estos inconvenientes, en el mercado español se sigue un cuidadoso proceso de selección del accionariado, tratando de buscar grupos de accionistas que sean conocedores del grupo familiar, de los objetivos estratégicos y de su cultura (como, por ejemplo, la colocación de acciones de Telepizza entre sus franquiciados). Además, el *freeflow* que tienen las empresas en Bolsa (la cantidad que está cotizando libremente) es relativamente pequeño, inferior al 50 por 100, y además, mediante un refuerzo de los estatutos, pueden establecerse restricciones al mercado de las acciones (Instituto de la Empresa Familiar, 1997b) (13).

Las razones anteriormente expuestas sugieren que el tamaño de la empresa influye positivamente

te en su propensión a salir a Bolsa. En primer lugar, puesto que la liquidez de una acción está directamente relacionada con su volumen de contratación, los beneficios asociados a la liquidez de hecho sólo son accesibles para empresas de un cierto tamaño. Además, los problemas de la selección adversa y los gastos fijos de la salida (14) hacen que los incentivos para salir a cotizar sean mayores para empresas grandes. Todo ello hace que las empresas familiares tengan mayor probabilidad de salir a cotizar al mercado de valores cuanto mayor es su tamaño.

Mediremos el tamaño (*TAM*) a través de diferentes variables, como son el  $Ln$  de las ventas, del activo total y el número de empleados.

#### **IV. ESTUDIO DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA SALIDA A BOLSA**

##### **1. Metodología y fuentes de datos**

El trabajo persigue dos objetivos. El primero de ellos consiste en analizar si existen diferentes características entre las empresas familiares y no familiares que cotizan en Bolsa. Una vez definidas las variables objeto de estudio que se derivan de las hipótesis formuladas, para la primera parte del trabajo hemos comparado la diferencia que existe en dichas variables entre las empresas familiares y no familiares que han salido a cotizar a la Bolsa de Madrid. Operamos con los datos de las empresas antes de la salida a Bolsa. En concreto, hemos operado con los datos medios de los tres años anteriores a la salida al mercado. La metodología empleada ha sido un contraste de diferencia de medias (t-test). Para analizar las salidas a la Bolsa de Madrid, hemos consultado los anuarios estadísticos de la Bolsa de Madrid, (años desde 1994 hasta 1999), y el informe anual de la Bolsa de Madrid, para los años 1991-93. De estos anuarios hemos extraído información acerca de las nuevas admisiones en el mercado en renta variable, excluidas las empresas financieras de seguros, SIM, SIMCAV y sociedades de cartera. Analizando los folletos de emisión registrados en la CNMV, hemos extraído los datos contables y de estructura de propiedad en el momento de la emisión al mercado. En concreto, los datos contables auditados obtenidos son los correspondientes normalmente a los tres años anteriores al lanzamiento de la emisión. Hemos operado con los datos medios y medianos. Para la clasificación de una empresa como familiar, entre las empresas admitidas a cotiza-

ción, hemos considerado como tal aquella empresa en la que *antes* de la salida al mercado la familia tuviera en propiedad más de un 50 por 100, con independencia del porcentaje que la familia mantenga después de su salida a Bolsa. Esto ha sido inmediato en el caso de que la salida fuese vía OPV, dado que quien ofrecía sus acciones normalmente era el grupo familiar (lo que ha ocurrido en 19 de los 22 casos analizados), y más difícil en el caso de que la empresa saliera al mercado a través de una ampliación de capital. En estos casos, hemos clasificado a una empresa como familiar examinando las participaciones significativas que detallaba el folleto de emisión o en su caso su accionariado actual (lo que ha ocurrido en un caso de los analizados).

El segundo de los objetivos del trabajo persigue averiguar los determinantes de la cotización en Bolsa. Para ello, hemos construido una muestra de empresas familiares, algunas de las cuales cotizan en Bolsa —las 22 obtenidas del análisis anterior, junto con Armando Álvarez y Prosegur (15)— y otras no. La muestra está compuesta por 24 empresas familiares que cotizan en Bolsa. La muestra de empresas familiares que no cotizan en Bolsa (42 empresas) la hemos obtenido de una encuesta previa realizada. Dicha encuesta (16) se construyó tratando de replicar el directorio del Instituto de la Empresa Familiar, así como mediante un seguimiento de las noticias de prensa de aquellas empresas que se autocalifican como familiares.

Para analizar la probabilidad de que una empresa salga a Bolsa, empleamos un modelo de elección binaria (*logit binomial*). Hemos estimado un modelo *logit binomial* comparando las empresas familiares que durante el período analizado han salido a cotizar con otras empresas familiares que, cumpliendo con los *requisitos* para hacerlo, no lo han hecho. De los requisitos exigidos para salir a cotizar (ver anexo), sólo hemos contemplado el primero de ellos, tener un capital social mínimo superior a 200 millones de pesetas. La elección de este único requisito ha estado condicionada por la información disponible. Tras haber calculado el capital social medio de los años analizados, hemos eliminando de la muestra a aquellas empresas cuyo capital social era inferior a los 200 millones de pesetas. Esto implica haber eliminado a 19 empresas de la muestra inicial. Por ello, la muestra finalmente empleada ha estado compuesta por 66 empresas, de las cuales 24 cotizan y 42 no lo hacen cumpliendo los requisitos para hacerlo.

$$Pr(\text{salir a cotizar}) = F(\alpha_1 TAM + \alpha_2 APALANC + \alpha_3 RENTAB + \alpha_4 EDAD + \alpha_5 SECTOR + \alpha_6 CRECI)$$

Los datos contables de las empresas familiares que no cotizan en Bolsa los hemos obtenido de la base de datos SABE (17). Hemos extraído toda la información contable disponible para las empresas de la muestra desde 1991 hasta 1998. Hemos operado con datos medios para este colectivo. Para las empresas familiares que han salido a cotizar operamos con la media de los datos *ex-ante* a la salida a cotizar.

Los estadísticos descriptivos de la muestra final quedan recogidos en el cuadro n.º 4. Este cuadro —panel A— contiene información de todas las empresas de la muestra, esto es, de un conjunto de empresas familiares algunas de las cuales cotizan y otras no. El mismo —panel B— contiene información tan sólo de las empresas familiares que cumplen los requisitos para salir a cotizar y de aquellas otras que han salido a cotizar. Finalmente, el panel C contiene información de las empresas familiares. El cuadro, en su conjunto, pone de manifiesto que el número de empresas en los distintos paneles va disminuyendo, mientras que el tamaño medio de las empresas (en sus distintas mediciones) va aumentando según examinamos el total de empresas familiares o tan sólo las que cotizan. Estos datos revelan diferentes comportamientos según las empresas familiares cotizan o no.

## 2. Resultados

Los resultados de las diferencias entre las empresas que han salido a cotizar a la Bolsa en el período analizado, sean familiares o no, se encuentran en el cuadro n.º 5. En este cuadro observamos que las únicas diferencias estadísticamente significativas detectadas en las variables analizadas (con un nivel del 95 por 100 de confianza) se encuentran en la rentabilidad económica media y en la tasa de crecimiento media del activo total (18). En concreto, las 24 empresas familiares de la muestra que cotizan tienen una rentabilidad económica media, antes de salir a cotizar, superior a las que no son familiares (23 empresas), pero, en cambio, tienen una menor tasa de crecimiento del activo total. Esto indica comportamientos diferentes entre las empresas de la muestra familiares y no familiares.

Seguidamente, hemos analizado las diferencias entre la PYME familiar y la no PYME familiar

que han salido a cotizar (cuadro n.º 6, panel A). Tal y como era de esperar, las únicas diferencias estadísticamente significativas se encuentran en los indicadores del tamaño (en sus diferentes formas de medirlo: AT, empleados, y ventas). Por lo demás, la PYME familiar manifiesta el mismo comportamiento que la no PYME familiar en las variables analizadas.

Finalmente el cuadro n.º 6, panel B, indica las diferencias existentes entre las empresas familiares que han salido a cotizar y las que no. La única diferencia estadísticamente significativa es la *ratio* de endeudamiento bancario (nivel 95 por 100). Las empresas de la muestra que han salido a cotizar presentan un mayor endeudamiento medio bancario —antes de salir a cotizar— que las que no lo hacen. Estas diferencias se mantienen también si analizamos las diferencias entre las empresas familiares que cotizan y las que no, cumpliendo los requisitos para hacerlo. Las empresas que cotizan poseen un mayor endeudamiento bancario (antes de salir a cotizar) que las que no cotizan.

Para la realización de la segunda parte del análisis empírico, estimamos un modelo *logit binomial* en el que la variable dependiente es una variable *dummy* que toma el valor uno si la empresa *i*-ésima ha salido a Bolsa durante el período examinado y cero en caso contrario (cuadro n.º 7). De las 66 empresas que podrían haber salido a cotizar de la muestra, 22 han salido a cotizar durante el período 1991-1999 (19).

Los resultados de la regresión muestran que la deuda influye en la probabilidad de salir a cotizar. Según muestra la regresión 1ª, cuanto menor es el endeudamiento que presentan las empresas familiares, mayor probabilidad tienen éstas de salir a cotizar, es decir se cumpliría una de las relaciones esperadas en el modelo. Además, la mayor rentabilidad financiera de las empresas familiares antes de la salida a Bolsa aumenta la probabilidad de salir a cotizar. No influyen en cambio las variables tamaño (en ninguna de sus mediciones), edad y sector. Tampoco la variable que refleja el ritmo de expansión de la empresa. El modelo es significativo en su conjunto y se obtienen una capacidad predictiva del 80,73 por 100.

Los resultados de la 2ª regresión avalan los comportamientos anteriores respecto al endeudamiento. En este caso, la variable medida se corresponde con el endeudamiento bancario. Cuanto mayor es el endeudamiento bancario, mayor

CUADRO N.º 4

## ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA MUESTRA

En el panel A, los estadísticos descriptivos se refieren a toda la muestra, esto es, a un conjunto de empresas familiares algunas de las cuales cotizan en Bolsa y otras no (85 empresas). Los datos recogen los *valores medios* de las variables. Para el caso de las empresas que han salido a cotizar, los valores medios correspondientes a los tres ejercicios *antes* de salir a cotizar. Para el resto de las empresas familiares, los datos se corresponden con la media aritmética simple de los ejercicios 1991-1998, para los cuales hay datos disponibles. El panel B se compone de aquellas empresas familiares que cotizan en Bolsa y de aquellas otras empresas familiares que cumplen los requisitos para salir a cotizar (66 empresas) (\*). El panel C se refiere a las empresas familiares que efectivamente han salido a cotizar a la Bolsa de Madrid durante el período 1991-1999 (22 empresas), y los datos están referidos a la media de los tres años anteriores a su salida al mercado. APALANC1 es la relación fondos ajenos-fondos propios. APALANC2 mide la relación entre los fondos ajenos y el total pasivo. RF se define como relación entre beneficio neto y fondos propios. RE se define como beneficio ordinario de explotación y el activo total. Los datos están expresados en miles de pesetas.

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Observaciones válidas
<b>Panel A: todas las empresas de la muestra</b>					
Activo total .....	28.774.544	58.730.168	33.907	4,37E+08	83
Ventas .....	28.795.001	51.508.685	17.424	3,58E+08	82
N.º empleados.....	1.052	2.399	8	15.120	64
APALANC1.....	2,087	2,004	0,02	10,24	83
APALANC2.....	0,5645	0,2107	0,02	0,91	83
RDEUDBANC.....	0,1316	0,1288	0,00	0,49	73
RE .....	0,1174	0,2702	-0,02	2,48	83
RF.....	0,2294	0,7735	-0,28	6,85	83
TSCRECV .....	0,2714	0,7733	-0,30	5,44	79
TSCRECAT .....	0,1485	0,1481	-0,09	0,86	83
Edad .....	36,12	23,88	3	118	85
<b>Panel B: empresas que cumplen los requisitos para salir a cotizar</b>					
Activo total .....	34.956.823	65.548.594	1.315.072	4,37E+08	64
Ventas .....	33.082.375	57.476.213	17.423	3,58E+08	63
N.º empleados.....	1.339	2.775	8	1.520	46
APALANC1.....	1,8769	1,6224	0,02	7,89	64
APALANC2.....	0,5565	0,2053	0,02	0,89	64
RDEUDBANC.....	0,1231	0,1169	0,00	0,45	59
RE .....	0,1213	0,3061	-0,02	2,48	64
RF.....	0,2518	0,8797	-0,28	6,85	64
TSCRECV .....	0,3240	0,8797	-0,30	5,44	60
TSCRECAT .....	0,1572	0,1615	-0,09	0,86	64
Edad .....	37	25	3	118	66
<b>Panel C: empresas que han salido a cotizar</b>					
Activo total .....	38.220.020	90.111.867	2.678.166	4,37E+08	22
Ventas .....	35.387.096	77.517.197	20.308	3,58E+08	21
N.º empleados.....	937	1.590	17	5.829	12
APALANC1.....	1,7739	1,4923	0,07	6,08	22
APALANC2.....	0,5456	0,2132	0,07	0,86	22
RDEUDBANC.....	0,1821	0,1163	0,01	0,43	19
RE .....	0,2111	0,5130	-0,01	2,48	22
RF.....	0,5453	1,4706	0,01	6,85	22
TSCRECV .....	0,1955	0,2382	-0,24	0,92	19
TSCRECAT .....	0,1764	0,2219	-0,09	0,86	22

(\*) Véase el anexo para los requisitos. Por operativa según la información disponible, hemos reducido los requisitos sólo al capital social. Tras calcular el capital medio de las empresas familiares durante el periodo analizado, hemos eliminado aquellas con capital social inferior a 200 millones de pesetas.

CUADRO N.º 5

**DIFERENCIAS ENTRE LAS EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES QUE HAN SALIDO  
A COTIZAR A LA BOLSA DE MADRID**

De las 48 salidas a Bolsa registradas, hemos eliminado a las privatizaciones, dado que la decisión de su salida obedece a motivos puramente políticos. Por ello, operamos con 45 empresas.

<i>Variable</i>	<i>Número de empresas</i>	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>T para la igualdad de medias (significatividad)</i>
EDAD .....	23 no familiares 22 familiares	39 42	43 30	0,819
APALANC1 .....	23 no familiares 20 familiares	3,4 1,8	4,3 1,5	0,119
APALANC2 .....	23 no familiares 20 familiares	0,63 0,54	0,22 0,22	0,192
RDEUDBANC .....	13 no familiares 17 familiares	0,15 0,19	0,11 0,11	0,284
TSCRECV .....	19 no familiares 18 familiares	0,63 0,19	1,27 0,24	0,165
TSCRECAT .....	20 no familiares 20 familiares	0,66 0,18	1,01 0,23	0,049(*)
RE .....	23 no familiares 20 familiares	0,059 0,1031	0,058 0,078	0,044(*)
RF .....	22 no familiares 20 familiares	0,1478 0,2509	0,1748 0,4465	0,322
EMPLEADOS .....	11 no familiares 11 familiares	2.672 1.005	4.394 1.650	0,253

(\*) Significativos a 0,05.

probabilidad tienen las empresas familiares de salir a cotizar. No obstante, el pequeño número de casos válidos disponibles para el análisis —al ser éste un dato no declarado por muchas empresas— hace que tengamos que emitir estas conclusiones con cautela. Como en el caso anterior, no influyen las variables tamaño, edad, sector ni la que mide la expansión de la empresa. El modelo es significativo en su conjunto, con una capacidad predictiva del 78 por 100.

## V. CONCLUSIONES

Los resultados de este trabajo indican, en primer lugar, que las empresas familiares poseen un protagonismo activo y creciente en el mercado de valores español. La PYME familiar también está representada en el mercado español, aunque su presencia es muy inferior a la de la empresa familiar no PYME, dado que los requisitos de admisión al mercado de valores son, en cierta medida, incompatibles con las características definitorias de la PYME. No obstante, dentro del colectivo de empresas familiares analizado, la PYME familiar no presenta ningún comportamiento diferente al de la gran empresa familiar, salvo en las variables representativas del tamaño.

Al analizar las diferencias entre las empresas familiares que cotizan y otras empresas no familiares que también lo han hecho, y estando estas diferencias referidas al momento anterior a su salida al mercado, los resultados indican que las empresas familiares, antes de salir a cotizar, son, por término medio, más rentables (en su rentabilidad de explotación) y han experimentado menores tasas de crecimiento en su activo que la empresa familiar. Estas diferencias no tienen por qué deberse exclusivamente al carácter familiar de las empresas, pero, en todo caso, son coherentes con lo que es de esperar en las empresas familiares.

Respecto por qué salen a cotizar las empresas familiares, es indudable que las motivaciones son tan variadas que en el modelo analizado tan sólo hemos recogido algunas de ellas. Lo que, en todo caso, parecen indicar es que los *motivos financieros* importan. Las empresas familiares analizadas no parecen salir al mercado por estar sufriendo una gran expansión y necesitar financiación, ni por ser más grandes, ni de mayor edad. Tampoco tienen una mayor propensión a salir a cotizar las que operan en sectores relacionados con los servicios. Es decir, no son tanto los motivos calificados como estratégicos, comerciales y organizativos definidos los que influyen en las empresas. Lo

CUADRO N.º 6

## DIFERENCIAS ENTRE LAS EMPRESAS FAMILIARES

Variable	Número de empresas	Media	Desviación típica	T para la igualdad de medias (significatividad)
<b>Panel A: Diferencias entre la PYME familiar y resto de empresas familiares</b>				
EDAD .....	50 no PYME 11 PYME	34,5 29,7	22,4 18	0,509
APALANC1.....	50 no PYME 11 PYME	2,05 2,52	1,95 2,40	0,486
APALANC2.....	50 no PYME 11 PYME	0,57 0,57	0,19 0,26	0,981
RDEUDBANC.....	46 no PYME 9 PYME	0,12 0,14	0,12 0,19	0,564
TSCRECV .....	48 no PYME 11 PYME	0,26 0,11	0,78 0,09	0,551
TSCRECAT .....	50 no PYME 11 PYME	0,13 0,15	0,12 0,13	0,547
RE .....	50 no PYME 11 PYME	0,09 0,07	0,06 0,05	0,357
RF .....	50 no PYME 11 PYME	0,17 0,14	0,29 0,09	0,744
AT MEDIO.....	50 no PYME 11 PYME	23.523.208 9.391.656	25.741.922 11.888.200	0,082(*)
LNV .....	49 no PYME 11 PYME	16,33 15,34	1,63 1,7	0,077(*)
EMPLEADOS.....	50 no PYME 11 PYME	1.311 65	2.662 44	0,002(***)
<b>Panel B: Diferencias entre las empresas familiares que cotizan y las que no</b>				
EDAD .....	61 no cotiza 24 cotiza	34,05 41,38	21,37 29,18	0,205
APALANC1.....	61 no cotiza 22 cotiza	2,20 1,77	2,16 1,5	0,395
APALANC2.....	61 no cotiza 22 cotiza	0,57 0,54	0,21 0,21	0,626
RDEUDBANC.....	54 no cotiza 19 cotiza	0,11 0,18	0,13 0,12	0,046(**)
TSCRECV .....	60 no cotiza 19 cotiza	0,2955 0,1955	0,8780 0,2382	0,626
TSCRECAT .....	61 no cotiza 22 cotiza	0,14 0,18	0,11 0,22	0,449
RE .....	61 no cotiza 22 cotiza	0,08 0,21	0,057 0,51	0,258
RF .....	61 no cotiza 22 cotiza	0,11 0,54	0,10 1,47	0,185
EMPLEADOS.....	52 no cotiza 12 cotiza	1.080 937	2.562 1.591	0,854
AT MEDIO.....	61 no cotiza 22 cotiza	25.367.979 38.220.020	42.747.962 90.111.867	0,382

Nota: Si analizamos las diferencias entre las empresas que cotizan y las que no lo hacen, pero cumplen los requisitos para cotizar, se obtienen los mismos resultados aún más acusados. La única diferencia estadísticamente significativa se encuentra en la deuda bancaria (con un nivel de significatividad del 95 por 100).

(\*) Significativo a 0,10.

(\*\*) Significativo a 0,05.

(\*\*\*) Significativo a 0,01.

que indican los resultados es que las empresas familiares que salen a cotizar, en general, no están muy endeudadas, aunque tienen más deuda bancaria que las que no cotizan. Este bajo endeudamiento de las empresas sí puede ser una característica de su naturaleza familiar, al ser en general la

empresa familiar una empresa con unos fondos propios importantes. Pero, en cambio, son aquellas con mayor endeudamiento bancario las que parecen tener mayor probabilidad de salir a cotizar. Es decir, una vez obtenido todo el endeudamiento bancario posible, parece que las empresas

CUADRO N.º 7

## MODELO LOGIT DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA SALIDA A BOLSA DE LA EMPRESA FAMILIAR

La muestra está compuesta por 86 empresas familiares, algunas de las cuales cotizan en Bolsa y otras no. La variable dependiente es una variable *dummy* que toma valor 1 si la empresa familiar cotiza en Bolsa y cero en caso contrario. La variable tamaño (TAM) la hemos medido como el *Ln* de activo total en la regresión 1ª y como AT en regresión 2ª. La variable apalancamiento (APALAN), como la relación fondos ajenos entre fondos propios. La rentabilidad (RENTAB) como el RF (BN/FP) en la regresión 1ª y como RE en regresión 2ª. La EDAD, como la diferencia entre el año actual y la fecha de constitución. La tasa de crecimiento del activo total (TCRECAT), como la diferencia entre el valor del activo en el ejercicio último y el precedente dividiéndolo entre el precedente. El sector, como una variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa pertenece al sector servicios y 0 en caso contrario. Los datos se corresponden a valores medios en todos los casos. Para las empresas que cotizan en Bolsa, operamos con los datos medios antes de la salida a cotizar. Para las empresas que no cotizan en Bolsa, operamos con todos los datos medios de los ejercicios disponibles. Entre paréntesis, el error estándar. Significación según el estadístico t. Aparecen los mejores resultados obtenidos en las combinaciones efectuadas.

Coefficiente	Regresión 1ª	Regresión 2ª
Constante .....	-6,1906(*) (3,6319)	-3,5077(**) (0,9806)
LNAT .....	0,2545 (0,2184)	
AT .....		1,03E-08 (8,690E-09)
APALANC1 .....	-0,3367(*) (0,2168)	
RDEUDBANC .....		5,4761(**) (2,3539)
RENTAB .....	2,7801(*) (1,5760)	6,1671 (6,0838)
EDAD .....	0,0148 (0,0111)	0,0106 (0,0119)
SECTOR .....	0,5054 (0,5809)	
TCREAT .....		2,1285 (1,9781)
N incluidos análisis .....	83	73
$\chi^2$ .....	14,136(**)	13,816(***)
Cox-Snell .....	0,157	0,172
Porcentaje clasificación correcta .....	80,72 (porcentaje)	78,08 (porcentaje)

(\*) Significativo a 0,10.

(\*\*) Significativo a 0,05.

(\*\*\*) Significativo a 0,01.

salen a cotizar buscando otras fuentes alternativas de financiación. Nuestras conclusiones concuerdan en parte con las de Planell (1995), quien obtiene en su estudio que un menor apalancamiento influye en una mayor probabilidad para salir a cotizar, y aunque no considera el endeudamiento bancario, sí analiza el tipo implícito de interés, observando que cuanto mayor es éste, mayor probabilidad para salir a cotizar. Planell (1995) obtiene que el tamaño y el índice sectorial de la Bolsa sí que explican la salida a Bolsa de las empresas españolas. Nuestro estudio sólo está referido a las empresas familiares, y nuestras conclusiones muestran que se puede ser grande por tamaño y no salir a cotizar. Que se puede ser joven o viejo y no tener por qué salir a cotizar. Que las empresas familiares tienen otras causas motivadoras finan-

cieras y otras, no recogidas en este modelo, que impulsan a las empresas para salir a cotizar.

El hecho de haber formado la muestra de empresas familiares que no cotizan en Bolsa tratando de replicar el directorio del Instituto de la Empresa Familiar, y mediante un seguimiento de la prensa económica, implica que las empresas familiares consideradas son de un tamaño medio grande. Por ello quizás el tamaño no influya, al tener todas un tamaño similar. Por otra parte, la edad puede no ser una buena aproximación de la generación que se encuentra al frente de la empresa, dato éste que, de haber sido obtenido, hubiera quizás alterado los resultados. Finalmente, debemos comentar que de los resultados del estudio se deriva la necesidad de estudiar el comportamiento *ex-post* de las em-

presas familiares tras la salida al mercado, de las futuras desinversiones que hace el grupo familiar y de la evolución de sus principales magnitudes. Este análisis *ex-post* permitiría revelar si las empresas familiares salen a cotizar con la intención de dejar de serlo o si lo efectúan para continuar siendo familiares.

## NOTAS

(\*) La autora agradece los valiosos comentarios efectuados por Fernando Merino al trabajo. Una versión previa, fue realizada en colaboración con Belén Villalonga Morenés y presentada al I Congreso Iberoamericano del *Academy of Management*.

(1) Estos autores consideran a una empresa como familiar si la mayor proporción de acciones sobre el total ( $x > 50$  por 100) corresponde al grupo familiar.

(2) Consideran como variables delimitadoras el tamaño (más de 200 millones de pesetas de ventas anuales) y la coincidencia de la propiedad y la gestión.

(3) Sus principales trabajos, complementados con aportaciones de otros autores y traducciones de artículos extranjeros relacionados con este tema, se hallan recogidos en la serie de libros *La empresa familiar*.

(4) Nos referimos en concreto a Interclisa Carrier, a Cobra y a Vidriera Leonesa.

(5) Aunque, si analizáramos el caso del segundo mercado, sí ampliaríamos el número de empresas admitidas a cotización en otras bolsas que no son las de Madrid en dos casos; en concreto, la Compañía de Aguas de Sabadell (en Bolsa Barcelona) o Increcisa (en Bolsa Bilbao).

(6) En este caso, nos referimos a OPV tanto de empresas que salen a cotizar por primera vez como a otras que ya lo habían anteriormente.

(7) Véase, por ejemplo, MENÉNDEZ (1998) para analizar las explicaciones teóricas sobre las ampliaciones de capital.

(8) Este apartado sigue en parte el mismo esquema que sus análogos PAGANO *et al.* (1998), y PLANELL (1995), pero aplicado al contexto de la empresa familiar. Además ellos analizan no sólo las características *ex ante* de las empresas, sino también sus características *ex post*, nosotros sólo nos referimos al primero de los aspectos.

(9) Véase, a este respecto, el modelo original propuesto por Davis (1983) y la aplicación para entender el desarrollo de la empresa familiar que proponen GERSICK *et al.* (1999).

(10) Así, por ejemplo, tras la OPV de Ferrovial, empresa familiar constructora, su presidente fundador habría obtenido tras la salida a Bolsa, unos 288.000 millones de pesetas, apareciendo en la lista de los mayores multimillonarios del mundo.

(11) El protocolo familiar es un documento en el que se regulan las relaciones entre la familia y el negocio; ver GALLO (1994) y *Actualidad Económica* (1999) al respecto.

(12) Véase, a este respecto, RUIZ (1995), quien llega a la conclusión de que los modelos de selección adversa son los que mejor explican la realidad de las OPV en la Bolsa de Madrid.

(13) La modificación de la Ley de Sociedades anónimas introduce una modalidad interesante para las empresas familiares, que son las acciones sin derechos políticos. Esto permite lanzar acciones al mercado evitando intromisiones en los consejos de administración. Son unas acciones cuyos titulares renuncian a la posibilidad de la gestión; pueden estar presentes en las juntas generales, pero sin voto. A cambio de lo que se renuncia, obtienen

un rendimiento asegurado, un 5 por 100 garantizado siempre que la sociedad reparta beneficios. Si reparte un dividendo a ese 5 por 100, se le adiciona el reparto del beneficio convencional que se asigna a la acción correspondiente. Es un precio que se paga siempre que la acción mantenga beneficios. Las acciones sin voto no pueden exceder del 50 por 100 del conjunto de acciones de la empresa.

(14) El coste de la salida a Bolsa se descompone en varios apartados:

a) la CNMV, por estudios, análisis y manejo del proceso, aplica la comisión mínima de 50.000 pts. y unos porcentajes sobre el valor nominal de las acciones: hasta 1.000 millones de pesetas=0,015 por 100; de 1.000 a 5.000 millones de pesetas=0,0055; más de 5.000 millones de pts.=0,002 por 100.

b) la comisión por empezar a cotizar es el 0,2 por 100 del valor total de la emisión en emisiones a la par, o el valor de emisión si es con prima de emisión.

c) Además, hay unos costes de marketing de la emisión, más costes de abogados, auditores, impresión, distribución, etcétera.

(15) Estas dos empresas las hemos incluido porque, pese a haber salido a cotizar —una de ellas en la Bolsa de Barcelona— antes del período examinado, disponíamos de datos contables anteriores a su salida a Bolsa.

(16) Hay que resaltar que la muestra de empresas familiares que no cotizan la consideramos parcialmente representativa de la totalidad de empresas familiares que no cotizan, pero, en cambio, sí creemos que es altamente representativa de aquellas empresas familiares que estarían en condiciones de cotizar. Tanto las empresas familiares asociadas al Instituto de la Empresa Familiar como las que suelen declararse como tales en la prensa económica suelen ser empresas de mayor tamaño que otras que no se anuncian.

(17) La base de datos SABE recoge información general y datos financieros —estados auditados— de más de 190.000 empresas españolas. Cubre más del 95 por 100 de las empresas de las 17 comunidades autónomas que presentan sus cuentas en los registros mercantiles, con facturación superior a los 100 millones de pesetas o más de 10 empleados. La fuentes de obtención de la información son los registros mercantiles, BORME y otras fuentes oficiales.

(18) Las correlaciones significativas (a un nivel del 95 por 100) entre las variables de este colectivo se encuentran entre las variables APALANC1 y TCREAT, entre APALANC1 y EDAD, y entre TCREAT y APALANC1, así como entre RF y APALANC1. Es decir, las variables en las que detectamos diferencias no muestran entre sí correlaciones significativas.

(19) Esto representa una probabilidad de salida a Bolsa del 33 por 100 para el conjunto de empresas de la muestra.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., y G. FAULHABER (1989), «Signalling by underpricing in the IPO market», *Journal of Financial Economics*, 23, páginas 303-323.
- AMIHUD, Y., y MENDELSON H. (1988), «Liquidity and asset prices: Financial management implications», *Financial Management* 17, (1), págs. 5-15.
- BOLSA DE MADRID (1999) *Informe del Mercado*, págs. 113-116.
- CAMINAL, R. (1995), «El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de la PYME», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 65, págs. 224-234.
- CAMPBELL, T. (1979), «Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14, págs. 913-924.

- CASADO, F. (1997), «La empresa familiar en España», *Colegio de Economistas*, 73.
- Cinco Días (1999), «¿Me sobrevivirá la empresa que fundé?», 15 de febrero.
- CYERT, R., y MARCH, J. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, Nueva York.
- CHEMMANUR, T., y FULGHIERI P. (1995), «Information production, private equity financing and the going public decision», *Working paper*, Columbia University.
- DAILY, C., y DOLLINGER, M. (1992), «An empirical examination of ownership structure in family and professionally-owned firms», *Family Business Review*, 5, págs. 117-136.
- DAVIS, P. (1983), «Realizing the potential of the family business», *Organizational Dynamics*, verano, págs. 47-56.
- FIGENER, M.; BROWN, B; PRINCE, R., y FILE, K. (1996), «Passing on strategic vision», *Journal of Small Business Management*, julio, páginas 15-26.
- GALVE, C., y SALAS, V. (1993), «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones económicas*, 17, páginas 207-238.
- GALLO, M. A. (1989), «Órganos de gobierno de la empresa familiar», *Nota técnica del IESE*, Barcelona.
- (1994), «Protocolo familiar», *Nota técnica DGN-501*, IESE, Barcelona.
- (1995), *Empresa familiar: Texto y casos*, Praxis, Barcelona.
- GALLO, M. A. y ESTAPÉ M. J. (1995), «La empresa familiar entre las 1.000 mayores empresas de España», *Nota técnica DGN-449*, IESE, Barcelona.
- GALLO, M. A. y GARCÍA C. (1989), «La empresa familiar en la economía española», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 39, páginas 67-85.
- GARCÍA, A. et al. (1998), «La rentabilidad por precios de las salidas a Bolsa, 1990-1997», *Bolsa de Madrid*, 68, págs. 14-18.
- GARCÍA, A.; MARTÍNEZ ABASCAL, E.; RAHNEMA, A., y SUÁREZ, J. L. (1998), «La rentabilidad por precios de las salidas a Bolsa, 1990-1997», *Bolsa de Madrid*, 68, págs. 14-19.
- GEDAJLOVIC, E. (1993), «Ownership structure and Performance: is the dichotomy sufficient?», *Organizational Studies*, 14/5, páginas 731-752.
- GERSICK, K.; LANSBERG, I.; DESJADINS, M., y DUNN, B. (1999), «Stages and transitions: managing change in the family business», *Family Business Review*, XII (1), págs. 287-297.
- GÓMEZ, M. (1998), «Aspectos relevantes de la salida a Bolsa», *Bolsa de Madrid*, 64, págs. 26-29.
- GONZÁLEZ, J. et al. (1997), «Empresas y Bolsa: alternativa de futuro», *Bolsa de Madrid*, 55.
- GRACIA, M. (1988), «Modelos con variables dependientes cualitativas y de variación limitada», *Cuadernos económicos del ICE*, 39.
- HOLMSTRÖM, B., y TIROLE, J. (1993), «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy*, 101, páginas 678-709.
- INSTITUTO DE LA EMPRESA FAMILIAR (1995), *Seminario sobre empresa familiar y mercados financieros*, Madrid.
- (1997a), «El acceso de la empresa familiar al mercado de valores», *Documento 086*, mayo, Barcelona.
- (1997b), «La salida a Bolsa de la empresa familiar», *Documento 088*, octubre, Barcelona.
- (2000), «Curso extraordinario empresa familiar, anotaciones para su desarrollo», Universidad de Salamanca, *Documento 107*.
- KANG, D. L. (1998), «Ownership structure and the boundaries of the firm: How large-block family owners lead to increased vertical integration, diversification, and superior firm performance», trabajo presentado en el *Congreso Anual de la Academy of Management Association*, San Diego, agosto.
- LAFUENTE, A., y YAGÜE, M. J. (1989), «Ventajas competitivas y tamaño de la empresa: las PYME», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 39.
- LELAND, H. E., y D. H. PYLE (1977), «Information asymmetries financial structure, and financial intermediation», *Journal of Finance*, 32, págs. 371-387.
- MAGRETA, J. (1998), «Governing the family-owned enterprise: an interview with finland's Krister Ahlström», *Harvard Business Review*, enero-febrero, págs. 113-123.
- MAUG, (1996), «Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?», *Journal of Finance*, 53, páginas 65-98.
- MAYER, C., e I. ALEXANDER (1991), «Stock markets and corporate performance: a comparison of quoted and unquoted companies», *CEPR Discussion Paper*, n.º 571.
- MENÉNDEZ, S. (1998), «Efectos informativos de las ampliaciones de capital en las empresas que cotizan», *Bolsa de Madrid*, 68, páginas 11-13.
- MERINO, F. (1998), «Diferencias entre las empresas familiares y no familiares», documento sin publicar, Universidad de Alcalá.
- MERINO, F., y SALAS, V. (1993), «Estrategia y resultados de la empresa familiar», *Documento de trabajo 9307*, Fundación Empresa Pública.
- MERTON, R. (1987), «Presidential address: a simple model of capital market equilibrium», *Journal of Finance*, 53, págs. 65-98.
- NUENO (1999), «El lado enfermizo de la empresa familiar», *Actualidad Económica*, 24 de mayo, p. 62.
- PAGANO, M. (1993), «The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model», *European Economic Review*, 37, págs. 1101-1125.
- PAGANO, M., y RÖEL, A. (1998), «The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public», *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), págs. 187-225.
- PAGANO, M.; PANETTA F., y ZINGALES I. (1998), «Why do companies go public? An empirical analysis», *Journal of Finance* 53, 1, páginas 27-64.
- PFEFFER (1992), *Managing with Power: Politics and Influence in Organizations*, Harvard Business School Press, Boston.
- PLANELL, S. (1995), «Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en España: Un análisis empírico», tesina del Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid.
- RAJAN, R. (1992), «Insiders and outsiders: the choice between informed and arms' length debt», *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- RICART, J. E.; ÁLVAREZ J. L., y GALLO M. A. (1998), «Governance mechanisms for effective leadership: The case of Spain». Trabajo presentado en el *Congreso Anual de la Strategic Management Society*, Orlando, Florida, noviembre.
- RITTER, J. R. (1987), «The costs of going public», *Journal of Financial Economics*, 19, págs. 269-281.
- (1991), «The long run performance of initial public offerings», *Journal of Finance*, 46, págs. 3-27.
- ROCK (1986), «Why new issues are underpriced?», *Journal of Financial Economics*, 15, págs. 187-212.
- RUIZ, F. R. (1995), «Plusvalías iniciales en las ofertas públicas de venta españolas», *Documento de trabajo del Banco de España*, n.º 9524.

STOUGHTON, N., y ZECHNER, J. (1998), «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 49, páginas 45-77.

VV.AA. (1998), *Actualidad Económica*, especial «Empresa familiar», 2127, 29 marzo-4 abril.

YOSHA, O. (1995), «Information disclosure costs and the choice of financing source», *Journal of Financial Intermediation*, 4, páginas 3-20.

ZINGALES (1995), «What determines the value of corporate votes», *Quarterly Journal of Economics*, 110, págs. 1047-1073.

## ANEXO

### Requisitos para salir a cotizar

*Requisitos de admisión* (Bolsa de Madrid, 1999). Requisitos para la admisión de acciones nacionales: a) capital social mínimo de 200 millones de pesetas, no teniéndose en cuenta para su cómputo la parte del capital correspondiente a accionistas cada uno de los cuales, directa o indirectamente, posea una participación en el mismo superior al 25 por 100; b) beneficios en los dos últimos años, o en tres no consecutivos en un período de cinco, que hayan sido suficientes para repartir un dividendo de al menos un 6 por 100 del capital social desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos y dotadas las reservas legales (exentas las SIM); c) existencia de al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25 por 100 del capital. En el caso de primeras admisiones, de no cumplirse este requisito, el emisor deberá efectuar una OPV para conseguirlo. No obstante, según la O.M. de 19 de julio de 1997 (BOE 21-6-97), la CNMV podrá exceptuar la concurrencia de la obtención de beneficios en determinadas circunstancias.

*Tarifas*. Existen dos tipos de cánones, unos de admisión de los valores a negociación y otro de permanencia en la cotización. Destacamos aquí el canon de admisión, que es el que nos atañe.

El canon de admisión incluye por estudio, examen y tramitación del expediente de admisión, una cantidad fija de 1.160 euros. Por derechos de admisión, en renta variable de 0 a 230 millones de euros, un 1 por mil, y el resto, a partir de 230 millones de euros un 0,1 por mil (esta escala se referirá al valor nominal total de los valores a admitir).

*Requisitos de información*. Existen dos grandes tipos de información: periódica y no periódica. Dentro de la primera, englobamos aquella con periodicidad anual (cuentas anuales, informe de gestión e informe del auditor, a nivel individual y consolidado) o aquella con periodicidad inferior a la anual (trimestralmente, un avance de sus resultados y otras informaciones relevantes; semestralmente, los estados financieros completos). Dentro de la no periódica se incluye información relativa a todos los hechos relevantes que puedan afectar a la cotización del mercado. Además, la emisoras que soliciten por primera vez su admisión a cotización bursátil deberán comunicar las participaciones significativas superiores al 5 por 100, así como las participaciones de administradores y consejeros sin cuantía.

#### Resumen

En este trabajo se analizan empíricamente los determinantes de la salida a Bolsa de las empresas familiares, haciendo una mención especial al papel de la PYME en dicho proceso. Los resultados apuntan que las empresas familiares poseen un papel activo y creciente en lo referente a las salidas a Bolsa, y que ésta viene principalmente explicada por causas financieras. Cuanto menor es el apalancamiento de las empresas, más probabilidad poseen para salir a cotizar. La deuda bancaria influye en sentido contrario.

*Palabras clave*: empresa familiar, PYME, salida a Bolsa.

#### Abstract

This paper analyses the financial and economic determinants of initial public offerings for Spanish family firms. Results from a logistic regression show that leverage is the major driver of these firms' decision to go public.

*Key words*: family company, SME, stock market launch.

*JEL classification*: G32, L21, M13.