

**UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID  
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA DE LA EMPRESA**



**TIPOS DE PROPIEDAD Y  
COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO  
DE LA EMPRESA**

**MARÍA JESÚS NIETO SÁNCHEZ**

**2001**



D<sup>a</sup>. M<sup>a</sup> JESÚS NIETO SÁNCHEZ  
D.N.I.: 8110916

A U T O R I Z A :

Que su tesis doctoral con el título:  
“Tipos de propiedad y comportamiento estratégico de  
la empresa” pueda ser utilizada para fines de  
investigación por parte de la Universidad Carlos III de  
Madrid.

Getafe, 16 de mayo de 2001.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. Nieto'.

Fdo.: M<sup>a</sup> Jesús Nieto Sánchez.

*[Handwritten signature]*  
Esel Patricia

~~*[Handwritten signature]*~~  
*[Handwritten signature]*

Esta tesis tiene como principal objetivo profundizar en el entendimiento de los efectos de diferentes tipos de propietarios como factor determinante de los objetivos y de las decisiones empresariales en presencia de problemas informativos. La investigación trata de explicar algunas de las consecuencias que tiene en el comportamiento estratégico de las empresas participadas, la existencia de distintos tipos de inversores estables, bien informados y con capacidad de control, como son los grupos, las familias y las instituciones financieras.

Algunas de las principales conclusiones que se desprenden de los estudios realizados son la relación positiva que existe entre la pertenencia a un grupo y la inversión en recursos intangibles, así como la relación contraria con la propiedad familiar. No se evidencian otros tópicos relativos a empresas familiares, como menor crecimiento o menor rentabilidad, pero sí diferencias de comportamiento de empresas familiares en distintas generaciones; así se observa en el estudio de la expansión internacional, donde la presencia de segundas generaciones favorece la salida a mercados exteriores. Respecto al estudio de la propiedad bancaria, observamos la posible influencia que tiene en la decisión de financiación ajena en las empresas participadas, desincentivando la emisión de deuda negociable a favor de la deuda bancaria.

UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID  
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA DE LA EMPRESA



**TIPOS DE PROPIEDAD Y  
COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO  
DE LA EMPRESA**

TESIS DOCTORAL

Doctoranda: MARÍA JESÚS NIETO SÁNCHEZ  
Directora: ZULIMA FERNÁNDEZ

MARZO DE 2001

<b>Índice.....</b>	<b>i</b>
<b>Agradecimientos.....</b>	<b>vii</b>
<b>Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1. Asimetrías de información y tipos de propiedad.....</b>	<b>9</b>
1.1. Asimetrías de información y decisiones estratégicas.....	9
1.1.1. Disponibilidad de información.....	9
1.1.2. Problemas de selección adversa.....	11
1.1.3. Problemas de riesgo moral. Teoría de agencia.....	16
1.1.4. Conclusión.....	20
1.2. Tipos de propiedad.....	22
1.2.1. Accionistas activos ante las asimetrías de información.....	34
1.2.2. Los bancos como accionistas y prestamistas.....	42
1.2.3. Los grupos de empresas como accionistas informados.....	52
1.2.4. Las empresas familiares, una propiedad peculiar.....	59
1.3. Conclusiones.....	71
<b>Capítulo 2. Tipos de propiedad e inversión en recursos intangibles.....</b>	<b>73</b>
2.1. La inversión en recursos intangibles.....	73
2.1.1. La empresa como conjunto de recursos.....	73
2.1.2. Importancia de la acumulación de recursos intangibles en la formulación de estrategias.....	79
2.1.3. Tipos de recursos intangibles.....	83
2.2. Tipos de propiedad y acumulación de recursos intangibles.....	90
2.2.1. Asimetrías de información en las decisiones de inversión en intangibles.....	90
2.2.2. La pertenencia a un grupo y el proceso de acumulación de intangibles.....	94

2.2.3. La propiedad familiar y el proceso de acumulación de intangibles.....	98
2.2.4. Inversiones en activos intangibles y financiación interna.....	104
2.3. Análisis empírico.....	108
2.3.1. Descripción de la muestra.....	108
2.3.2. Definición de las variables.....	110
2.3.3. Análisis descriptivo y metodología.....	114
2.3.4. Resultados.....	123
2.4. Discusión y conclusiones.....	135
Anexos.....	139
<b>Capítulo 3. Propiedad familiar y objetivos de la empresa.....</b>	<b>149</b>
3.1. La propiedad familiar.....	149
3.1.1. La lógica de la empresa familiar.....	149
3.1.2. La importancia del efecto generacional.....	155
3.1.3. ¿Son diferentes las empresas familiares ?.....	161
3.2. Objetivos de las empresas familiares.....	163
3.2.1. El crecimiento de la empresa familiar.....	167
3.2.1.1. Crecimiento en el mercado local.....	167
3.2.1.2. La búsqueda de nuevos mercados: la salida al exterior.....	170
3.2.1.3. La financiación del crecimiento.....	177
3.2.2. Rentabilidad y valor.....	185
3.3. Análisis empírico.....	193
3.3.1. Descripción de la muestra.....	193
3.3.2. Definición de las variables.....	195
3.3.3. Análisis descriptivo y metodología.....	200
3.3.4. Resultados.....	207
3.4. Discusión y conclusiones.....	214
Anexo.....	218
<b>Capítulo 4. Propiedad bancaria y elección de financiación ajena.....</b>	<b>219</b>
4.1. Asimetrías de información en la elección de financiación ajena: deuda bancaria frente a deuda negociable.....	219
4.1.1. La propiedad bancaria.....	219
4.1.2. Las perspectivas de crecimiento.....	223

4.2. Costes de información y de transacción en la elección de financiación ajena.....	225
4.2.1. La señalización en los mercados de capitales.....	225
4.2.2. Los problemas de agencia.....	228
4.2.3. Costes de transacción, acciones de liquidación y supervisión...	231
4.3. Determinantes de la emisión de deuda negociable.....	234
4.4. Análisis empírico.....	242
4.4.1. Descripción de la muestra.....	242
4.4.2. Definición de las variables.....	243
4.4.3. Análisis descriptivo y metodología.....	249
4.4.4. Resultados.....	256
4.5. Discusión y conclusiones.....	264
Anexos.....	267
<b>Capítulo 5. Conclusiones generales y extensiones futuras.....</b>	<b>269</b>
<b>Referencias bibliográficas.....</b>	<b>283</b>

## Lista de tablas y figuras

Tabla 1.1.	Problemas de asimetría de información asimétrica entre las distintas partes.....	21
Tabla 1.2.	Sistemas de control corporativo.....	46
Tabla 1.3.	Los bancos como accionistas y prestamistas.....	51
Tabla 1.4.	Los grupos como accionistas informados.....	59
Tabla 1.5.	Diferencias y peculiaridades de las empresas familiares.....	64
Tabla 1.6.	Soluciones a problemas relacionados con las asimetrías de información.....	71
Figura 2.1	Análisis de la estrategia desde un enfoque basado en los recursos..	78
Tabla 2.1.	Asimetrías de información en la inversión de activos intangibles...	93
Tabla 2.2.	Efectos de la pertenencia a un grupo en el proceso de acumulación de intangibles.....	96
Tabla 2.3.	Efectos de la propiedad familiar en el proceso de acumulación de intangibles.....	101
Tabla 2.4.	Resumen de las hipótesis.....	107
Tabla 2.5.	Distribución de las empresas por número de empleados.....	109
Tabla 2.6.	Distribución de empresas por sectores de actividad.....	109
Tabla 2.7.	Descripción de las variables.....	113
Tabla 2.8.	Test de diferencias de medias.....	115
Figuras 2.2.	Proporciones de empresas que realizan inversiones en activos intangibles.....	117
Tabla 2.9.	Inversión en intangibles de carácter tecnológico.....	124
Tabla 2.10.	Inversión en intangibles basados en recursos humanos. Contratación a largo plazo.....	128
Tabla 2.11.	Inversión en intangibles basados en recursos humanos. Formación de personal.....	130
Tabla 2.12.	Inversión en intangibles basados en recursos reputacionales.....	132
Tabla 2.13.	Sensibilidad de la inversión en I+D a los recursos internos.....	133
Tabla 2.14.	Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos.....	138
Tabla 2.15.	Descriptivos de la muestra.....	146
Tabla 2.16.	Matriz de correlaciones.....	147

Figura 3.1.	El solapamiento institucional.....	152
Figura 3.2.	Solapamientos de los sistemas familiar, laboral y de propiedad.....	154
Figura 3.3.	Evolución de la empresa familiar.....	157
Tabla 3.1.	Resumen de las hipótesis.....	194
Tabla 3.2.	Descripción de las variables.....	199
Tabla 3.3.	Test de diferencias de medias.....	200
Tabla 3.4.	Crecimiento.....	207
Tabla 3.5.	Expansión internacional.....	209
Tabla 3.6.	Políticas de financiación.....	211
Tabla 3.7.	Rentabilidad.....	213
Tabla 3.8.	Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos.....	217
Tabla 3.9.	Descriptivos de la muestra.....	218
Tabla 3.10.	Matriz de correlaciones.....	218
Tabla 4.1.	Efectos de la participación bancaria en la elección de financiación.....	235
Tabla 4.2.	Deuda pública negociable y deuda bancaria ante perspectivas de crecimiento.....	238
Tabla 4.3.	Resumen de las hipótesis.....	241
Tabla 4.4.	Descomposición del endeudamiento por instrumentos de deuda.....	243
Tabla 4.5.	Descripción de variables.....	248
Tabla 4.6.	Distribución por años de la emisión y el montante de deuda negociable.....	249
Tabla 4.7.	Distribución por sectores de la emisión y el montante de deuda negociable.....	251
Tabla 4.8.	Test de diferencias de medias.....	252
Tabla 4.9.	Modelos sobre la decisión de emisión de deuda negociable.....	258
Tabla 4.10.	Modelos sobre el volumen total de deuda negociable.....	263
Tabla 4.11.	Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos.....	266
Tabla 4.12.	Descriptivos de la muestra.....	268
Tabla 4.13.	Matriz de correlaciones.....	268
Tabla 5.1.	Pertenencia a un grupo y la propiedad familiar e inversión en recursos intangibles.....	280
Tabla 5.2.	Propiedad familiar y objetivos de la empresa.....	281
Tabla 5.3.	Propiedad bancaria y elección de financiación ajena.....	282



## Agradecimientos

La presente tesis doctoral es el resultado de varios años de investigación en el marco del programa de Doctorado en Economía de la Universidad Carlos III de Madrid. Mediante estas líneas quiero dejar constancia de la gratitud que siento hacia las personas e instituciones que de una u otra forma me han ayudado y me han permitido realizar el trabajo que hoy presento.

En primer lugar deseo expresar mi más sincero agradecimiento a mi directora de tesis, Zulima Fernández. Si debemos valorar los esfuerzos en función de todo aquello a lo que hemos renunciado para realizarlos, el tiempo y la dedicación de Zulima tienen un valor incalculable. Su contribución en la tesis y su enseñanza van más allá de los conocimientos propios de la investigación, ya que su calidad académica y humana está mucho más lejos que todo eso. Es un privilegio haber podido contar con ella como directora.

Quiero dar las gracias a la Universidad Carlos III de Madrid, en especial al Departamento de Economía de la Empresa, que nunca escatimó medios materiales ni humanos en nuestra formación. Agradezco la confianza que en todo momento depositaron en mí. Una mención especial merece Josep Tribó, por involucrarse directamente en el proyecto dedicándome su tiempo, su esfuerzo y su estímulo, le estoy agradecida por su colaboración.

Agradezco a los miembros del Departamento de Análisis Económico y Administración de Empresas de la Universidad de A Coruña, la cordialidad y la atención con los que he sido recibida. En Rafael García he encontrado el apoyo y el ánimo necesarios para terminar este proyecto, en todo momento me ha brindado su generosa ayuda.

En el Departamento de Management de la Universidad de Texas A&M, tuve una cálida acogida, quiero expresar especial gratitud a los profesores Michael Hitt y Albert Cannella por dedicarme parte de su valioso tiempo y ofrecerme sus comentarios y propuestas al trabajo. Asimismo agradezco a la Fundación Carlos III la oportunidad que me brindó para realizar la estancia.

Durante estos años he pasado momentos muy gratos y algunos no menos difíciles con mis compañeros del Programa de Doctorado, tengo una deuda de amistad y afecto con muchos de ellos. Quiero mencionar de forma especial a María José Casasola, Roberto Pascual y Gregorio Serna, con los que he compartido las dudas, las alegrías y las penas del día a día de nuestros respectivos trabajos.

Deseo hacer constar la generosa ayuda de la Fundación Banco Herrero y la Fundación Caja de Madrid, agradeciendo su colaboración financiera en el proyecto.

Finalmente doy las gracias a mi familia, por su afecto y apoyo incondicionales sin los que no hubiera podido afrontar las renunciaciones y sacrificios que siempre han entendido y compartido, y a Gregorio por ser y sentirse partícipe de todos mis proyectos. Serían innumerables los motivos de mi gratitud y mi cariño. A ellos les dedico este trabajo.

La Coruña, febrero de 2001

*“...Satisfagamos esta ansia de subir,  
y aprovechando el plácido descanso  
que proporciona la contemplación del nuevo horizonte,  
meditemos desde la cima conquistada  
el plan que debe conducirnos a más altas regiones.”*

Santiago Ramón y Cajal

## **Capítulo 1**

### **Asimetrías de información y tipos de propiedad**

#### **1.1. Asimetrías de información y decisiones estratégicas.**

##### **1.1.1. Disponibilidad de información.**

En el ámbito de la empresa, como en cualquier otro, nos encontramos múltiples situaciones donde la información no está libremente disponible sin coste alguno. De no ser así, resultaría relativamente sencillo resolver mediante contratos la mayoría de los problemas que puede generar el conflicto de intereses entre las partes que la integran. Sin embargo, obtener información es, a menudo, un proceso costoso. Por ello, para analizar determinadas decisiones de inversión y financiación de la empresa, que en definitiva se traducen en problemas contractuales, es fundamental prestar atención a la situación de carencia o de asimetrías de información que suelen darse cuando distintas partes participan en el intercambio.

La carencia informativa se refiere a que los contratantes ignoran mucha de la información relevante para contratar del modo adecuado; suelen en cambio, contemplar



un conjunto parcial y sesgado de posibilidades futuras y apenas tienen conjeturas sobre la probabilidad de que alguna de ellas se presente.

Por otro lado, las asimetrías informativas son consecuencia de que algún participante en el intercambio tiene más información sobre alguna de las variables relevantes. Son muy numerosas las situaciones en las que pueden surgir, son frecuentes en materias de seguros, en el mercado de trabajo, en el mercado de bienes de segunda mano y en el marco en que centramos nuestro interés, la empresa.

La asimetría se puede presentar antes o después de contratar, dando con ello lugar a dos tipos de problemas diferenciados. Si existe antes de contratar se originan problemas de “selección adversa”, en este caso alguna o ambas partes pueden aprovechar una ventaja informativa antes de realizar el contrato para ofrecer transacciones que perjudiquen a las demás partes (Akerlof, 1970).<sup>1</sup> La existencia de información asimétrica entre los distintos participantes en un mercado puede llevar no sólo a modificaciones en el equilibrio (léase pérdidas de eficiencia), sino también a que en algunos casos no se llegue a producir la transacción o el contrato. Si el contrato se realiza y la asimetría de información aparece después de contratar, en el cumplimiento de las obligaciones que integran el intercambio, se habla de problemas de agencia o de “riesgo moral” (Holmström, 1979). En esta situación alguna de las partes tiene incentivos para comportarse de un modo oportunista, buscando un beneficio propio que no favorece o perjudica a las otras partes implicadas en la transacción.

---

<sup>1</sup> El artículo de Akerlof (1970) es el pionero de esta literatura, otros trabajos importantes dentro de este

Todas las teorías que tratan de dar respuesta a dichos problemas en el ámbito empresarial, asumen que los directivos y otros agentes internos tienen información privada sobre las características de los rendimientos de las distintas actividades desarrolladas o de las oportunidades de inversión de la empresa. Veremos a continuación los dos tipos de problemas de información asimétrica (ex ante y ex post), relacionados con las decisiones vinculadas con la política inversora de la empresa, como es el caso de la inversión en activos intangibles, que por sus características peculiares presentan mayores problemas de información asimétrica; la obtención de recursos para financiar el crecimiento, así como otras situaciones de dificultad financiera o crisis coyunturales. Nos centramos en aquellos casos que nos interesan especialmente, los que surgen en las relaciones entre prestamistas y prestatarios y entre dirección y propietarios.<sup>2</sup>

### **1.1.2. Problemas de selección adversa.**

Como ya anticipábamos, los problemas de selección adversa se originan cuando alguna o ambas partes pueden aprovechar una ventaja informativa para ofrecer transacciones perjudiciales para las demás partes. Estos problemas de asimetría informativa, antes de realizar el contrato, ponen en peligro la realización de intercambios que potencialmente podrían resultar provechosos para las partes. Fundamentalmente, en las relaciones que nos ocupan en la empresa, detectamos problemas de información asimétrica ex ante en

---

tema son Spence (1974) y Baron y Myerson (1982).

<sup>2</sup> Los problemas que origina la existencia de asimetrías de información, dentro de la empresa y en su relación con otros grupos en el exterior, pueden ser más numerosos; por ejemplo, asimetrías de información con los proveedores y con los clientes, asimetrías en la contratación de personal.

la relación con los propietarios de los fondos externos, que potencialmente pueden constituirse como prestamistas o accionistas de la empresa.

Para evitar que tengan lugar ciertos comportamientos oportunistas, existen mecanismos de salvaguardia, como la señalización y la selección. Los mecanismos de señalización son acciones que emprende la parte más informada para distinguir sus cualidades ante la parte menos informada. En el caso que nos ocupa, la empresa, como parte más informada, puede dar señales al mercado de las perspectivas futuras de realización de buenos proyectos; igualmente, puede señalizarse ante los potenciales prestamistas como buena pagadora, o en su caso, ofrecer las garantías y los avales oportunos.

Los mecanismos de selección, por su parte, constituyen una respuesta a los problemas de selección adversa, pero proceden del lado menos informado, permitiendo explorar y distinguir para después elegir (Milgrom y Roberts, 1993; Mas-Colell et al., 1995). Un prestamista, como una institución financiera, que se encuentra en la parte menos informada, puede seleccionar a sus potenciales prestatarios adquiriendo información pública y privada que le permita reconocer ex ante características de la empresa que va a financiar.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> En el ejemplo clásico del mercado de trabajo, la educación puede constituir una señal de la productividad del trabajador, que se desconoce antes de ser contratado. Una determinada titulación serviría como un mecanismo señalizador que emplea el trabajador como garantía ex ante a la empresa que se dispone a contratarlo. El caso más conocido de estrategia de señales de productividad en el mercado laboral a través de los niveles de estudio se debe a Spence (1973). Por su parte, la empresa como parte menos informada podría emplear mecanismos de selección, por ejemplo mediante pruebas, para distinguir la productividad y cualificación de los trabajadores antes de contratarlos.

Las asimetrías informativas a la hora de obtener fondos externos podrían ocasionar problemas de financiación de ciertas inversiones que, por sus características peculiares, tienen unos resultados a priori más inciertos o menos visibles para el inversor externo. Supongamos una situación en la que una empresa se está planteando realizar una(s) determinada(s) inversión(es). Myers y Majluf (1984) apuntan un problema con la financiación externa: si las empresas conocen mejor sus propios proyectos que los inversores potenciales, las empresas con buenos proyectos potenciales tendrán sus activos actuales infravalorados, aumentando así el coste de esta financiación.<sup>4</sup> Se plantea un problema de asimetría de información ex ante, porque desde el exterior se desconoce parte de la información con que sí se cuenta dentro de la empresa. Este aumento en el coste de la financiación externa puede encarecer los proyectos de inversión y hacer, incluso, que algunos de ellos no lleguen a realizarse.

Los problemas de asimetría en la información pueden ser especialmente importantes cuando la empresa quiere emprender inversiones en proyectos con resultados que, además de inciertos son a largo plazo, como puede ser el caso de las inversiones realizadas en la obtención de recursos tecnológicos, en reputación de la empresa y de sus productos y en la formación y el aprendizaje del personal. Dados los riesgos y la naturaleza de largo plazo de estos proyectos, los préstamos y la emisión de nuevas acciones representan fuentes improbables de financiación (Branch, 1974).

---

<sup>4</sup> El modelo de Myers y Majluf (1984) considera la emisión de acciones como mecanismo para obtener fondos externos.

En su modelo, Thadden (1995) llega a la conclusión de que la información imperfecta entre los inversores y las empresas puede hacer imposible la realización de proyectos rentables a largo plazo. Analiza el problema de contratos de financiación óptima, mediante deuda, para una empresa que quiere obtener capital para invertir en proyectos de inversión arriesgados y a largo plazo. La dependencia de la financiación externa, cuando la interna resulta insuficiente, puede impedir a las empresas destinar cantidades de recursos a las inversiones que en el largo plazo serían más rentables, fomentando las inversiones a corto plazo. En su modelo, la preferencia por el corto plazo proviene de la falta de información antes de emprender las inversiones; resultaría finalmente una mayor tendencia de financiación de inversiones a corto plazo y menos arriesgadas.

En esta línea argumental, Hoshi (1994) estudia la dependencia de la inversión de la disponibilidad de fondos internos. Sus resultados demuestran que en los casos en que la empresa hace frente a problemas de información, la cantidad de inversión dependerá de la disponibilidad de fondos internos.<sup>5</sup> En situaciones donde hay elevada asimetría de información entre la empresa y los propietarios de fondos externos, se espera que exista una dependencia más fuerte de la financiación interna para la realización de ciertas inversiones. Si, por el contrario, existe una mayor información para las partes, habrá

---

<sup>5</sup> La financiación con fondos propios no adolece de problemas de asimetría de información que existen entre la empresa y las fuentes de financiación externa, aunque puede presentar también sus inconvenientes. El principal inconveniente se deriva de las limitaciones a las oportunidades de inversión. Si, tenemos por ejemplo el caso de un empresario individual, las oportunidades están doblemente limitadas: primero por el patrimonio personal del individuo y segundo por su eventual aversión al riesgo (Arruñada, 1998). Si dirección y propiedad están separadas los objetivos pueden ser contrapuestos entre las opciones de autofinanciación y reparto de dividendos.

proyectos para los que pueda obtenerse financiación externa y que no dependan de la existencia de recursos internos como vía única para su realización.<sup>6</sup>

Por último, las situaciones de falta de información también son relevantes en aquellos momentos en que la empresa se encuentra con problemas económicos o en crisis financieras coyunturales, ya que es entonces cuando debe convencer a sus acreedores de que se trata de algo temporal y que en el largo plazo es económicamente viable. De no ser así, podrían producirse liquidaciones o cierres de empresas que en un horizonte temporal mayor serían rentables. En estos casos se hace costoso renegociar con los acreedores debido a los problemas de asimetría de información y el problema de *free-rider* que se presenta a la hora de obtener dicha información (Hoshi et al., 1990). Si la asimetría informativa entre el prestamista y el prestatario no se resuelve favorablemente para la empresa en esta situación coyuntural, la falta de financiación puede ocasionar situaciones irreversibles.

Podemos concluir que la asimetría informativa ex ante impide el funcionamiento eficiente del sistema financiero y da como resultado problemas de contratación entre los inversores externos y la empresa. Esta asimetría informativa está presente en muchas de las decisiones de inversión de la empresa, donde ésta conoce sus proyectos mejor que los potenciales inversores o prestamistas. Como consecuencia se produce el problema de selección adversa de inversiones, ya que, en último término, no se llevan a cabo aquellas que al final serían las más rentables o con el horizonte temporal más adecuado.

---

<sup>6</sup> En concreto, el modelo contrasta cómo la cantidad de inversión realizada por las empresas integradas en

Los propietarios de fondos externos, al no disponer de toda la información, no consideran que determinados proyectos deban de ser realizados o exigen una retribución superior por su capital por asumir más riesgos, impidiendo o dificultando, en cualquier caso, que el proyecto se emprenda. De la misma forma, la asimetría informativa puede suponer un obstáculo para que la empresa salga del momento de dificultad económica en el que se encuentra, ya que el financiador externo no cuenta con toda la información y no percibe que se trata únicamente de una situación circunstancial y que en el largo plazo la empresa es rentable.

### **1.1.3. Problemas de riesgo moral. Teoría de agencia.**

Cuando la asimetría informativa se plantea después de realizar el contrato surgen problemas catalogados como de riesgo moral.<sup>7</sup> Se trata de situaciones en las que el resultado o el rendimiento de la transacción se ve influido por factores no controlables ni observables de la misma forma por todas las partes.

La teoría de agencia proporciona un marco teórico útil para analizar el proceso contractual de la empresa en estas circunstancias. Estas teorías tienen como objetivo describir los conflictos que surgen como consecuencia de dos hechos: 1) existen unos intereses contrapuestos entre un principal (un prestamista, un propietario) y un/os

---

un keiretsu no es sensible a la disponibilidad de recursos generados internamente por la empresa, mientras que sí ocurre para otras empresas que no se encuentran integradas en dicha estructura.

<sup>7</sup> Algunos autores distinguen dos tipos de imperfecciones informativas después de realizar el contrato, las que resultan de *acciones ocultas* de alguna de las partes y las que proceden de *información oculta* que una de las partes posee. En estos casos emplean el término de riesgo moral para referirse a los problemas que surgen en una relación principal-agente debidos a las acciones ocultas, atribuibles a aquellas situaciones en que el principal no tiene control sobre el esfuerzo del agente. Nos referimos genéricamente a los dos tipos de problemas de riesgo moral, sea cual sea su origen (Macho y Pérez, 1994; Mas Collé et al., 1995)

agente/s (un prestatario, un directivo); 2) algunas acciones no son observables y por tanto, no se pueden fijar contractualmente. De hecho, es posible que las acciones sean observables pero no verificables (Hart, 1995) y, por tanto, tampoco sería posible definir contratos contingentes para ellas.

Entre estas situaciones en que se reconoce un problema de riesgo moral o de agencia, nos interesan las dos relaciones anteriormente mencionadas: la que existe entre prestamistas financieros y la empresa (como potencial prestatario) y la que surge entre propiedad y dirección.

En la relación entre prestamistas y prestatarios, una vez que se ha decidido realizar la inversión, entran en juego una serie de posibles comportamientos oportunistas por parte del agente (la empresa), que no siempre podrán ser observados por el principal (el financiador). Por ejemplo, las empresas con una deuda contraída podrían preferir invertir en activos que conllevan un riesgo muy elevado, es el problema de *sustitución de activos* (Jensen y Meckling, 1976). En situaciones de información asimétrica, una vez que los tenedores de deuda no tienen capacidad para prevenir los cambios en el plan de inversión, los agentes están en disposición de realizar inversiones distintas de las que se especificaban en el contrato. En presencia de problemas de incentivos y cuando el control de las acciones de la dirección es costoso, los prestamistas exigen a la empresa mayores rendimientos por los fondos ofrecidos, para compensar esos esfuerzos adicionales de control de las acciones, así como los problemas de riesgo moral asociados con la forma en que se asignen esos recursos. Por lo tanto, la consecuencia

directa que se extrae de este hecho es un encarecimiento del coste del capital, es decir, de la financiación externa cuando anticipa este problema.

En la relación entre propiedad y dirección, los costes de agencia son el resultado de la conducta previsiblemente oportunista de la dirección, que el inversor anticipa (Jensen y Meckling, 1976). El problema de agencia entre dirección y accionistas surge del conflicto de intereses entre las partes y de la discrecionalidad con la que cuentan los gerentes de la empresa cuando el accionariado tiene poca o nula capacidad de decisión. Tanto mayor será el problema de agencia cuanto más pequeño sea el accionista y menos acceso a la información tenga, dando como resultado un escaso o nulo poder de decisión y falta de incentivos para hacerlo. Como consecuencia de este hecho, el valor de la empresa en el mercado puede reducirse o quedar descontado debido a estas posibles conductas anticipadas.

En la relación entre propiedad y gerencia también podemos observar un problema de tendencia de inversión a corto plazo. El conflicto entre principal y agente, en esta relación, puede surgir por la motivación de la dirección para reducir ciertos riesgos e invertir en proyectos de resultados más inmediatos. Ante un conflicto de intereses entre directivos y accionistas, independientemente de cuál sea la fuente de financiación de la inversión que disponga la empresa para llevar a cabo ciertas inversiones, podemos observar que la asimetría informativa y el comportamiento oportunista pueden aparecer después de que la dirección ya cuenta con la financiación para dicha inversión.

Los directivos conocen la existencia de inversiones que pueden ser más rentables para la empresa en el largo plazo, pero también saben que son las más arriesgadas, y puede que hasta comprometan ganancias presentes y/o en el corto plazo. Si su objetivo es señalizarse en el mercado con ganancias a corto plazo o creen que el mercado valorará más esos beneficios inmediatos, habrá inversiones que no se realizarán a pesar de que puedan ser más beneficiosas y rentables para el accionista en el largo plazo (se trataría de un problema de asimetría que puede ser ex ante entre propiedad y dirección si no se dispusiese de financiación y la dirección ni siquiera se plantease la realización de las inversiones que pudiesen resultar rentables en el largo plazo).

Este hecho puede traducirse en una orientación a corto plazo de las inversiones y con ello, en la pérdida de inversiones que serían rentables para la empresa en el largo plazo, y por consiguiente para los accionistas. Hablamos, por tanto, de un problema de asimetría de información ex post, que se produce una vez que la empresa está en disposición de iniciar una determinada inversión.

Como última consecuencia, si los objetivos entre principal y agente no coinciden plenamente, será preciso llevar a cabo una supervisión o control de las acciones de los agentes (directivos o prestatarios) para que éstas se encaminasen a la consecución de los objetivos del principal (propietario o prestamista). El diseño de mecanismos, para conseguir que los agentes realicen las acciones adecuadas para que el principal maximice la probabilidad de conseguir los retornos de sus inversiones o de sus préstamos, puede mitigar este problema de agencia. En cualquiera de las relaciones de

agencia, ya sea entre prestamista y prestatario o entre dirección y propiedad, estos costes de supervisión, que impidan que las acciones ocultas contrarias a sus objetivos se lleven a cabo, tienen que internalizarse con la consiguiente pérdida de valor para la empresa o incremento del coste de la financiación.

Resumiendo, detectamos problemas de riesgo moral relacionados con la política inversora en dos niveles. El primero, surge entre los prestamistas y los prestatarios. Esta situación puede provocar comportamientos oportunistas por parte de la empresa, de forma que no se lleven a cabo los proyectos que en un primer momento se habían planteado; a su vez puede favorecer proyectos que no se realizarían según el plazo óptimo y ocasionar problemas de supervisión que pueden incrementar el coste de la financiación externa.

El segundo problema, se da dentro de la empresa entre propiedad y gerencia y surge cuando los objetivos de ambas partes no coinciden y además se hace difícil controlar y/o verificar las acciones de la dirección; lo que se traduce también en una tendencia a invertir a corto plazo y en la necesidad de un esfuerzo de supervisión que, tanto si se realiza como si no, redundará en una pérdida de valor de la empresa en el mercado.

#### **1.1.4. Conclusión.**

En la tabla 1.1 se resumen los principales problemas descritos en las dos secciones anteriores, asociados a la realización de ciertas decisiones de inversión en la empresa, así como a determinadas circunstancias de dificultades coyunturales, en las relaciones

entre prestamistas y prestatarios y entre propiedad y dirección. Tal como se recoge en la tabla diferenciamos problemas de asimetrías informativas que pueden surgir antes o después de producirse la decisión, ocasionando situaciones de selección adversa y de riesgo moral.

**Tabla 1.1**  
**Problemas de asimetrías de información entre las distintas partes**

	<b>Prestamistas y prestatarios</b>	<b>Propiedad y dirección</b>
<b>SELECCIÓN ADVERSA</b>		
Problemas de financiación e imposibilidad de emprender proyectos.	✓	
Incremento del coste de los fondos para emprender determinadas inversiones con resultados inciertos.	✓	✓
Tendencia a la financiación de inversiones con resultados a corto plazo	✓	
Dificultades financieras coyunturales	✓	
<b>RIESGO MORAL</b>		
Pérdida de valor de la empresa en el mercado		✓
Sustitución de activos	✓	
Tendencia a invertir a corto plazo		✓
Dificultades de supervisión de las acciones	✓	✓

La asimetría de información ex ante ocasiona dificultades en las decisiones financieras cuando la empresa se plantea emprender nuevos proyectos, en especial aquellas inversiones con resultados más inciertos y en el largo plazo; también puede suponer un



obstáculo en situaciones de crisis financieras coyunturales, ya que el prestamista, al no disponer de toda la información, puede propiciar o al menos no impedir una liquidación de una empresa que únicamente atraviesa por una dificultad temporal.

Los problemas ocasionados por la asimetría de información *ex post* provocan una pérdida de valor de la empresa en el mercado, ya que los accionistas descuentan las conductas previsiblemente oportunistas de la dirección. La dirección puede emprender políticas de inversión orientadas a la obtención de resultados a corto plazo o poco arriesgados, satisfaciendo más sus propios objetivos que los de los propietarios del capital. Por otro lado, y en la relación con los prestamistas una vez conseguida la financiación, la empresa puede iniciar proyectos que en un primer momento no se especificaban en el contrato. Las dificultades de supervisión de la dirección son una condición necesaria para provocar estas situaciones de riesgo moral descritas, ya que si las acciones de la dirección pudiesen ser controladas sin ningún coste ni esfuerzo, gran parte de los problemas que ocasiona la información asimétrica quedarían solventados.

En la siguiente sección examinamos en qué medida estos problemas de asimetría de información, entre prestamistas y prestatarios y entre accionistas y directivos, pueden verse aminorados o resueltos en presencia de distintos tipos de estructura de propiedad.

## **1.2. Tipos de propiedad.**

El estudio de la estructura de propiedad, sus causas y sus consecuencias, dentro de la teoría de la empresa, tienen su origen en el trabajo de Berle y Means (1932), que por

vez primera apunta el problema de la separación entre propiedad y control en la empresa moderna americana. Con posterioridad, la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983) plantea sus estudios con la premisa de que los directivos y los accionistas, además de estar separados, pueden tener objetivos diferentes; concretamente los accionistas quieren maximizar el valor de la empresa, mientras los directivos, como agentes, prefieren seguir estrategias en su propio beneficio y muchas veces en detrimento de los intereses del principal. Aunque la estructura de propiedad especifica quién tiene los derechos sobre el control residual de la empresa, cuando la propiedad está diluida entre múltiples accionistas y los contratos son incompletos, los directivos pueden apropiarse de esos derechos de control, inclinando los objetivos de la empresa hacia sus propios intereses y beneficios personales, con costes para los inversores, que no tienen ni incentivos ni poder suficiente para poder evitar ese comportamiento discrecional.

La esencia del problema de agencia es la separación entre propiedad y control, sin embargo, no existiría tal problema en la existencia de contratos completos que especificasen exactamente todas las contingencias posibles en cada estado de la naturaleza. El diseño de contratos contingentes es técnicamente inviable, por un lado, por la dificultad de predecir con exactitud los acontecimientos futuros y por otro, por la presencia de problemas informativos en la relación principal agente, que favorece la discrecionalidad directiva.

Estas dificultades en la precisión de los contratos obliga a asignar derechos de controles residuales, o lo que es lo mismo, a delegar capacidad de decisión a los directivos en situaciones no previstas por la relación contractual (Grossman y Hart, 1986; Hart, 1995). Siguiendo esta lógica, las hipótesis que se han ido planteando en los numerosos trabajos que se han ocupado del estudio de la estructura de propiedad, se han encaminado en el sentido de que la concentración de la propiedad resuelve muchos de los problemas creados por la divergencia de objetivos (Demsetz y Lehn, 1985).

Así, los estudios que examinan el impacto de la estructura de la propiedad en el comportamiento de la empresa se centran en su gran mayoría en dos tipos de estructura de propiedad. El primero, se preocupa por la participación en el capital de los directivos y los decisores de la empresa, en la línea de ofrecer una estructura de incentivos apropiada; si los agentes poseen parte del capital de la compañía sus intereses tenderán a converger con los del resto de accionistas, la implicación directa de este modelo es una relación positiva entre la propiedad en manos de los agentes y el valor de la empresa (Jensen y Meckling, 1976).

El segundo tipo se relaciona con la concentración de la propiedad en manos de accionistas no directivos, que son capaces de mitigar el problema de agencia, dado que, además de tener como objetivo maximizar su beneficio, tienen suficiente control sobre la empresa para hacer que sus intereses sean respetados; tras ello subyace la idea de que los propietarios de una parte importante del capital tienen grandes incentivos para supervisar a la dirección (Demsetz, 1983; Shleifer y Vishny, 1986). En este sentido, se

ha estudiado la concentración de acciones en manos de accionistas de tipo institucional y su influencia en determinadas decisiones (Hansen y Hill, 1991; Wright et al., 1996; David, 1998; Gillan y Starks, 2000, entre otros); así como el importante papel desempeñado por parte de un banco que, además de acreedor, posee una porción significativa de las acciones de empresa (Aoki, 1988; Hoshi et al, 1990; Sheard, 1994; Gorton y Schmid, 2000; entre otros).

La larga tradición de la literatura que estudia la estructura de propiedad, desde los años 30 hasta nuestros días, nos ofrece una extensa investigación tanto a nivel teórico como empírico. Decenas de trabajos se han preocupado de estudiar y explicar la relación existente entre la propiedad y los resultados obtenidos por la empresa, así como la relación entre propiedad y toda una serie de decisiones y aspectos de la realidad empresarial.

A nivel teórico existen argumentos a favor de que el tipo de estructura de propiedad tiene implicaciones significativas en las operaciones de la empresa. Una estructura de propiedad más concentrada facilitaría la alineación de objetivos de directivos y propietarios ante una discrecionalidad directiva, que tiene como resultados directos el comportamiento no maximizador de beneficios y la predicción de que la política de la empresa esté más centrada en el corto plazo (Jensen y Meckling, 1976; Williamson, 1985; Grossman y Hart, 1986).

Los argumentos que no apoyan una relación directa entre la estructura de propiedad y las decisiones y los resultados de la empresa provendrían de los mecanismos disciplinantes de las acciones de la dirección, como el mercado de directivos (Fama y Jensen, 1983) o el mercado de control societario (Johnson et al. 1993), así como del establecimiento de incentivos adecuados para los directivos (Gómez-Mejía et al., 1987).

A continuación, exponemos algunas de las conclusiones más relevantes que se han obtenido a nivel empírico en la relación de la estructura de propiedad y los resultados, la estructura de propiedad y las decisiones estratégicas y la estructura de propiedad y las decisiones de financiación.<sup>8</sup>

En la *relación entre la estructura de propiedad y los resultados*, la evidencia empírica no ha llegado a alcanzar conclusiones totalmente aceptadas. Short (1994: 206), en una revisión de esta literatura concluye que “la gran mayoría de estos estudios encuentra mejores medidas de rentabilidad y resultados en las empresas controladas por sus propietarios que en las empresas controladas por directivos, si bien a menudo las diferencias son estadísticamente insignificantes”. Esta afirmación tiene la doble lectura de que la alineación de los objetivos se produce cuando los directivos son a la vez accionistas de la empresa o que los accionistas, generalmente, por estar más concentrados, tienen la capacidad de controlar a los directivos y con ello controlar la empresa.

---

<sup>8</sup> No se pretende realizar una revisión exhaustiva de todos los trabajos empíricos, únicamente se trata de

El hecho de que muchos trabajos no obtengan resultados significativos (como el de Demsetz y Lehn, 1985) puede deberse a que la mayoría de ellos utilizan variables discretas para clasificar el control de la empresa y partiendo de esta hipótesis de linealidad se asume que la relación ha de ser uniforme. Sin embargo, Morck et al. (1988) y McConnell y Servaes (1990) cuestionan esta asunción de linealidad y obtienen una relación no lineal entre los resultados y la propiedad, sugiriendo que las medidas lineales pueden inducir a conclusiones erróneas.

Ambos estudios obtienen resultados diferentes, Morck et al. (1988), encuentran una relación no monótonica entre los resultados y el porcentaje de acciones en manos de directivos; a niveles de propiedad muy altos y muy bajos los resultados aumentan, y a niveles de propiedad intermedios los resultados disminuyen. Los autores interpretan estas conclusiones por la coexistencia de dos hipótesis, a niveles altos y bajos los intereses de accionistas y directivos están alineados, mientras que a niveles intermedios, los directivos están “atrincherados” y obtienen beneficios privados al buscar su propio interés.

McConnell y Servaes (1990) emplean otras medidas de nivel de propiedad y detectan una relación curvilínea; a niveles bajos de propiedad en manos de los directivos los resultados aumentan y se reducen a niveles elevados. Zeckhauser y Pound (1990) encuentran una correlación positiva entre la concentración de los accionistas y las

perspectivas de crecimiento de los beneficios, de forma que los grandes accionistas sirven como señal positiva en el mercado de control de la actividad de la empresa.

En los trabajos descritos anteriormente se obtienen conclusiones sobre la relación entre la concentración de la propiedad y los resultados y el valor de la empresa sin tener en cuenta el tipo de propietario(s) que, partiendo de esa concentración elevada, pueden intervenir de forma activa en la gestión. En el trabajo de McConnell y Servaes (1990) se diferencia un tipo concreto de inversores, los inversores institucionales, y se encuentra una relación positiva con el valor de la empresa. En la misma línea, Chaganti y Damanpour (1991) detectan además que esta relación positiva entre la propiedad institucional y los resultados se intensifica cuando los directivos participan en la propiedad. Khanna y Rivkin (2001) encuentran evidencia empírica significativa que apoya la hipótesis de que las empresas pertenecientes a un grupo obtienen mayor rentabilidad que otras empresas comparables no afiliadas en seis de las catorce economías emergentes de su estudio, en cinco la evidencia no es significativa y para los tres restantes se cumple la hipótesis contraria. Cuervo-Cazurra (1997) encuentra una relación negativa entre la presencia bancaria en el capital y los resultados para empresas españolas, frente a la relación positiva que presentan Gorton y Schmid (2000) para la participación bancaria y la valoración de una muestra de empresas alemanas.

En general, podemos concluir que no hay evidencia empírica consensuada sobre el impacto que tiene la concentración de la propiedad en el valor de la empresa; trabajos recientes como el de Himmelberg et al. (1999) mantienen que, al igual que Demsetz y

Lehn (1985), no pueden concluir que los cambios en la propiedad de los directivos afecten a los resultados de la empresa. Con todo, es importante matizar que no todos los estudios utilizan las mismas medidas y que además se estudian diferentes dimensiones de la estructura de la propiedad; como ya se anticipaba, hay estudios que miden la propiedad en manos directivas y otros que miden la concentración del accionariado sin diferenciar el tipo de accionista.

En la *relación entre la estructura de propiedad y la estrategia*, nos centramos en dos temas importantes, la diversificación y la toma de decisiones arriesgadas. La diversificación se ha contemplado como un asunto crítico, en tanto que el directivo puede perseguir sus objetivos diversificando la empresa para crecer o para ver reducido su riesgo percibido de empleo, en contra de los intereses de los accionistas, que pueden por sí mismos diversificar su riesgo adquiriendo acciones de otras empresas.

Amihud y Lev (1981) encuentran que las empresas con propiedad más dispersa tienden a estar más diversificadas. Hill y Snell (1988) y Denis et al. (1997) confirman el resultado anterior al obtener una relación negativa tanto de la concentración de acciones como de la propiedad en manos de los directivos, con la diversificación. Chen y Ho (2000) coinciden en la relación negativa de la concentración de propiedad en manos de inversores y la diversificación de la empresa, pero no encuentran evidencia del impacto de la concentración de la propiedad en manos de directivos sobre dicha decisión.

Hill y Snell (1989) señalan que la concentración de capital reduce la diversificación no relacionada. En esa misma línea, los resultados de Chen y Ho (2000), detectan una pérdida de valor por la diversificación sólo para aquellas empresas en que los directivos participan en menor proporción en la propiedad, evidencia consistente con la idea de que los objetivos privados que obtienen al diversificar superan la pérdida de valor que les produce individualmente la diversificación.

En los temas relativos a la asunción de riesgos, que podemos relacionar con las inversiones cuyos resultados son más inciertos y en el largo plazo, los intereses de principal y agente pueden estar claramente enfrentados. En un contexto donde la asimetría de información favorece las acciones ocultas de los directivos, podrían estar más interesados en no llevar a cabo determinados proyectos de inversión que por sus resultados inciertos y en el largo plazo no permitiesen obtener ganancias seguras y más inmediatas.

Hill y Snell (1988) y Francis y Smith (1995) hallan una relación positiva entre la concentración de acciones en manos de inversores y la innovación en la empresa. Hill y Snell (1988) observan además que no se cumple para el caso de la concentración de acciones en propiedad de los directivos, ni tampoco encuentran esta relación para la participación en el capital de los miembros del consejo, donde se detecta la relación contraria. Hoskisson y Hitt (1988) encuentran que las empresas integradas en organizaciones muy diversificadas, donde las decisiones se delegan en los directivos y

donde los controles son básicamente financieros, persiguen estrategias guiadas por el corto plazo y realizan menos inversiones en investigación y desarrollo.

Wright et al. (1996) encuentran que bajos niveles de propiedad en manos de directivos ejercen una influencia positiva en la toma de decisiones con riesgo y a medida que aumenta su inversión en la empresa tienden a reducirlas; ofrecen también soporte empírico a la hipótesis de que los inversores institucionales tienen un efecto positivo en la toma de riesgos. En la misma línea, Hansen y Hill (1991), Baysinger et al. (1991), Kochlar y David (1996), muestran que mayores niveles de propiedad institucional están asociados con gastos de I+D superiores. Por otra parte, Graves (1988) encuentra una relación negativa entre los gastos de I+D y la propiedad institucional. Estas aparentes contradicciones pueden ser debidas a una evolución en el carácter de los inversores institucionales. David (1998) y Gillan y Starks (2000) observan cómo a medida que estos inversores han cobrado mayor importancia se han ido involucrando más en las decisiones de la empresa, convirtiéndose en accionistas más activos.

En general, se puede decir que la influencia de grandes accionistas y de inversores importantes en las decisiones estratégicas queda lejos de estar explicada y que la evidencia empírica tampoco es unánime en esta materia, si bien parece que la balanza se inclina hacia la hipótesis de que la concentración de la propiedad sirve para alinear los objetivos entre directivos y accionistas, evitando la persecución de estrategias con fines oportunistas.



La *relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital*, también ha sido un tópico muy estudiado, lo que no es extraño si consideramos que la estructura de propiedad es una dimensión de la estructura de capital. El efecto que puede tener la propiedad en la estructura financiera es de vital importancia, por los consiguientes efectos que ésta tiene en los resultados de la empresa. Los accionistas pueden decidir sobre el endeudamiento de la empresa y la evidencia demuestra que los acreedores tienen un control adicional sobre los directivos (Short, 1994). Kim y Soreson (1986) muestran que la propiedad en manos de directivos está positivamente relacionada con el nivel de endeudamiento. Chaganti y Damanpour (1991) encuentran una relación negativa entre la propiedad en manos de inversores institucionales y el endeudamiento, que se modera cuando existen propietarios familiares, que presentan una relación positiva con el endeudamiento. Berger et al. (1997) encuentran que los directivos evitan recurrir a la deuda cuando no hacen frente a presiones de la propiedad, a inversores activos o a compensación mediante incentivos. Zeckhauser y Pound (1990) no observan relación entre la concentración de la propiedad y el endeudamiento.

Los accionistas importantes, como el banco principal, pueden jugar aquí un papel importante en calidad de financiador y controlador (Aoki, 1988; Sheard, 1994). Cuervo-Cazurra (1997) y Zoido (1998) señalan que la propiedad de los bancos se relaciona positivamente con un mayor endeudamiento para sendas muestras de empresas españolas.

Aunque los resultados empíricos no sean concluyentes en la actualidad para muchas de las cuestiones planteadas, es importante resaltar la atención que se le ha conferido a la estructura de propiedad en el comportamiento de la empresa a lo largo de todos estos años y hasta nuestros días. Sobre todo han proliferado los trabajos que se ocupan del estudio y el análisis de la mayor o menor concentración de capital y de la mayor o menor participación de los directivos y de los inversores con capacidad de decisión sobre el comportamiento empresarial; mientras que son más escasos los que se preocupan de la influencia, que por su distinta naturaleza, pueden ejercer distintos tipos de accionistas importantes.

La mayoría de los trabajos previamente citados utilizan datos de EEUU; sin embargo, el reconocimiento de la relación de la concentración con los resultados y las decisiones de la empresa no es aplicable a todos los contextos nacionales y por lo general, la propiedad está más concentrada en los países de Europa continental que en los países anglosajones (Gedajlovic y Shapiro, 1998; Thomsen y Pedersen, 2000). El modelo de empresa planteado por Berle y Means dista de ser universal y en muchas ocasiones encontramos accionistas que ostentan mucho control en la empresa e incluso participan en la gestión (La Porta et al., 1999).

En España, la concentración suele ser un fenómeno frecuente y las diferencias en la estructura de propiedad provienen, fundamentalmente, de la naturaleza del grupo de accionistas que tiene suficientes acciones para controlar la empresa, esto es, familias, bancos, multinacionales, Estado, etc (Galve y Salas, 1996; Cuervo-Cazurra, 1997), por

lo que será más importante la influencia que ejerza o pueda ejercer la naturaleza de este grupo de control sobre los resultados que la dispersión en sí misma.

En nuestro análisis nos apoyamos en las conclusiones de los trabajos que se han ido reseñando, para concluir que estos grandes accionistas y los accionistas con voluntad de permanencia en la empresa pueden ayudar a resolver o mitigar muchos de los problemas de información asimétrica relativos a las políticas de inversión, provocados por la relación de agencia que se plantea entre propiedad y dirección (Shleifer y Vishny, 1986). La ventaja con la que cuentan para reducir estos problemas y las consecuencias que tienen los mismos, radica en su orientación al largo plazo y en que están suficientemente informados para controlar de forma eficiente la empresa; si no cuentan con información a priori, al menos tienen incentivos para buscarla.

### **1.2.1. Accionistas activos ante las asimetrías de información.**

Si contamos con un tipo de *accionista activo* que reúne las características expuestas anteriormente, vamos a analizar en qué medida su presencia puede facilitar o dificultar la resolución de los problemas de asimetría de información que surgen en las relaciones entre accionistas, dirección y prestamistas y que en última instancia pueden determinar la realización de ciertas inversiones o por el contrario su abandono.

Los grandes accionistas y con carácter de largo plazo pueden solucionar el problema de *pérdida de valor* de la empresa asociado con estructuras accionariales más difusas,

donde el accionista anticipa un comportamiento oportunista por parte de la dirección. Dietrich (1997) examina diferentes comportamientos distinguiendo entre las compañías con accionariado disperso y compañías en las que un grupo de poder tiene cierta capacidad de decisión en la empresa.<sup>9</sup> En las compañías de capital disperso, pueden seguirse dos objetivos corporativos básicos: si el problema de agencia está controlado, el objetivo de los directivos se alinearán con el de los accionistas; en caso contrario, primarán los objetivos de los directivos. El punto clave del estudio es la importancia que para el autor tiene un grupo de interés que se involucre en las actividades de la empresa, lo que facilita la flexibilidad y creatividad de la organización en el largo plazo. De forma teórica y empírica, Dietrich (1997) demuestra cómo la influencia de grupos de interés en la gestión de la empresa maximiza el valor futuro de la misma, los grupos de influencia se preocupan más por el largo plazo y los resultados que la organización pueda tener en un horizonte temporal más largo. De esta forma la pérdida de valor de la empresa en el mercado, que se produce cuando los accionistas anticipan posibles comportamientos oportunistas por parte de la dirección, no tendría por qué darse si se confía en que hay un grupo de interés capaz de alinear los objetivos de la dirección con los objetivos de la empresa. La presencia de un grupo de interés está en la misma línea de las conclusiones anteriores sobre la concentración de la propiedad en manos de una

---

<sup>9</sup> Para un economista un grupo de poder (o un grupo de interés) de la empresa es un concepto poco reconocido. La empresa se concibe entendiendo que los accionistas son el único grupo de poder. Sin embargo, Dietrich (1997) entiende que en la realidad las influencias en los objetivos pueden ser de naturaleza muy distinta, teniendo en cuenta los diferentes grupos de poder: trabajadores y sindicatos, clientes, proveedores, bancos, propietarios, el gobierno, parte de la dirección, e incluso la sociedad en sentido genérico. En la misma línea, Tirole (2001), analiza formalmente el concepto amplio de "stakeholders society" para enfatizar en la evolución del concepto clásico de valor del accionista a un concepto más genérico, en el que los intereses de distintos grupos, que de una u otra forma participan en la empresa, estarían mejor representados.

accionista importante, informado de la actividad de la empresa y con capacidad para controlar las acciones de la dirección.

En las soluciones a los problemas relativos a la *tendencia a la inversión a corto plazo*, también relacionados con situaciones de riesgo moral, subyace la presencia de accionistas estables. Su intención, a priori, es la de permanecer en la misma un plazo largo de tiempo y estarán motivados a realizar las inversiones más rentables aunque tengan largos periodos de maduración. Los resultados de Francis y Smith (1995) son consistentes con la hipótesis de que la concentración de la propiedad es un mecanismo eficiente para mitigar los problemas de agencia asociados con algunas decisiones de la empresa como la innovación, que por lo general es una inversión con horizontes temporales más largos y en la que los intereses de directivos y accionistas pueden ser contrapuestos. De la misma forma, Hill y Snell (1988) confirman la asociación positiva entre la concentración de la propiedad y la realización de proyectos de inversión en investigación y desarrollo; por el contrario, en situaciones con propiedad dispersa, las divergencias de intereses facilitarían la consecución de objetivos a favor de los gestores, que ostentarían en sus manos más poder residual. Por tanto, y en conclusión, a mayor dispersión de la propiedad mayores serán también las dificultades a la hora de emprender ciertas inversiones que a priori tienen resultados más inciertos y representan un mayor riesgo, en la medida en que resulta más difícil controlar y supervisar las acciones del agente, que suponemos que es averso al riesgo. Por eso, cabe pensar que los grandes accionistas con voluntad de permanencia en la empresa solucionen los problemas que ocasionan las asimetrías de información propiciando cierta miopía

inversora hacia la inversión a corto plazo, cuando la inversión más rentable para la empresa pudiera residir en un plazo mayor.

En lo relativo a las *dificultades de supervisión*, es de esperar que aquellos accionistas que poseen porcentajes significativos de la propiedad tengan, por ello, más incentivos para supervisar e informarse de las acciones directivas. En su caso el coste en el que incurren si el agente se comporta de forma oportunista es mayor que en caso de poseer una participación insignificante del capital y el beneficio que obtienen al impedir dichos comportamientos también es mayor. Es decir, que se soluciona el problema de free-rider propio de estructuras de capital dispersas, ya que el accionista importante tiene más incentivos para emprender estas tareas y solventar ciertos problemas de información (Shleifer y Vishny, 1986; Hoshi et al., 1991 y Hoshi, 1994).

Además, tengamos en cuenta que la supervisión de las acciones de un agente tiene características de bien público (Shleifer y Vishny, 1986), es decir, su beneficio se proporciona a todos los individuos con un coste que no es mayor del necesario para proporcionárselo a una sola persona. Como consumidores de grandes cantidades de bien público, los grandes accionistas deben encargarse de su provisión ya que el beneficio que obtendrán a cambio es proporcional a su participación. Para ellos el beneficio obtenido por realizar tareas de supervisión, orientadas a reducir los problemas de agencia, es proporcional al capital poseído; por su parte, el coste sería el mismo para cualquier porcentaje de acciones. En resumen, los accionistas importantes tienen mayores incentivos para llevar a cabo tareas de supervisión de las tareas de los

directivos, tanto por los beneficios que supone hacerlo, como por los costes que se ocasionan en caso contrario (Demsetz, 1983; Shleifer y Vishny, 1986). Además tienen mejor acceso a la información, como ya se apuntaba anteriormente, lo que hace relativamente más fácil la supervisión y el control de las acciones de la dirección.

En conclusión, la presencia de grandes accionistas tiene ciertas ventajas en la resolución de los distintos problemas que ocasionan las situaciones de asimetrías de información, desde el momento que poseen capacidad para ejercer influencia en la dirección de la empresa y también para supervisar las acciones directivas. Al aminorar un problema como la supervisión, se ven mitigados problemas relacionados con las conductas oportunistas de la dirección, que pueden provocar una tendencia a invertir a corto plazo y una pérdida de valor de la empresa en el mercado. En definitiva, podemos considerar estos inversores como inversores pacientes, bien informados y con capacidad de decisión (Hill y Snell, 1988; Francis y Smith, 1995).

#### *Algunos accionistas importantes.*

Los bancos, los grupos de empresas, los inversores institucionales y las familias son catalogados de accionistas importantes con carácter de estabilidad. La importancia de estos grupos de interés es, por un lado, su estabilidad, más visión de largo plazo y, con ello, preocupación por maximizar el valor de la empresa en un horizonte temporal más largo. Por otro lado, tienen mayor capacidad y facilidades para supervisar y controlar de cerca las actividades de la dirección (en el caso en que propiedad y gerencia estén separadas) y mayores incentivos para hacerlo.

Tanto los bancos en los sistemas de *banco principal*<sup>10</sup> como las cabeceras de los grupos de empresas, sean o no sean un banco, representan distintos tipos de inversores estables en la empresa. En el caso de la propiedad bancaria y de las empresas vinculadas a un banco, podemos contar, además de la participación accionarial bancaria, con una relación más estrecha entre prestamista-prestatario. Esta constatación tiene consecuencias sobre la resolución de los problemas relacionados con la información asimétrica ex ante, que dificulta o impide la financiación de determinados proyectos y con el plazo adecuado. Es decir, que la estrecha relación entre la empresa y el banco hace que se aminoren las consecuencias que desencadenan las situaciones con problemas de selección adversa en la relación prestamista-prestatario.

En el caso de la pertenencia a un grupo, aunque no sea bancario, los problemas de asimetría informativa entre prestamistas y prestatarios también podrían verse mitigados, si tenemos en cuenta que el accionista importante puede servir como señal para el financiador externo. Es decir, el hecho de que el financiador observe la existencia de un accionista importante y pueda anticipar que no se van a llevar a cabo comportamientos oportunistas entre la dirección y la propiedad, o que la empresa cuenta con cierta solvencia avalada por un grupo de sociedades, aunque el banco no sea directamente accionista de esa empresa, pueden servir como una salvaguardia de la transacción.

---

<sup>10</sup> En los sistemas denominados de *banco principal*, se le reconocen al banco tres nexos principales como consecuencia de la relación entre la institución financiera y la empresa: principal prestamista, accionista importante e intercambio de miembros del consejo del banco con los de las empresas (Grinblatt y Titman, 1998). Además, la institución financiera se encarga de realizar cobros y pagos para la empresa. Debido a esas funciones que viene desempeñando, el banco está en condiciones de tener más información acerca de la situación de la empresa.

Los inversores institucionales pueden ser considerados como inversores con poder, si tenemos en cuenta que suelen poseer porcentajes significativos de la compañía (Ricketts, 1994). A medida que la propiedad institucional se ha ido extendiendo, su papel como accionistas también ha ido evolucionando, para abandonar roles pasivos tradicionales y pasar a desempeñar papeles más activos en la gestión de las empresas en las que participan (David, 1998; Gillan y Starks, 2000). Según estos roles de accionistas estables y activos esperaríamos un comportamiento de accionista bien informado, preocupado por la gestión de la empresa y comprometido con su buena marcha en el largo plazo; si bien, no podemos dejar de lado el tema de la miopía institucional, que ha sido discutido por la literatura y donde no existen resultados concluyentes al respecto.<sup>11</sup> Por ejemplo, Pound (1988) reconoce que, efectivamente, los inversores institucionales tienen efectos positivos en tanto que son inversores más eficientes que los inversores dispersos en tareas de supervisión; pero también argumenta otros efectos negativos que pueden llegar a darse cuando los inversores institucionales coluden con la dirección en contra de los intereses del pequeño accionista.

En la categoría de grandes accionistas, que calificamos de estables y bien informados, se pueden incluir también a los inversores familiares. Tal como describimos al hablar de los problemas de agencia, las relaciones principal-agente se basan en situaciones en que

---

<sup>11</sup> Al referirse a los inversores institucionales, se habla de miopía inversora en el entendido de que estos accionistas persiguen objetivos de rentabilidad a corto plazo (sobre todo los fondos de inversión), y por ello sólo poseerían miras a corto. Sin embargo surge cierta polémica en torno a esta miopía inversora, con trabajos que muestran que sus objetivos no están centrados únicamente en el corto plazo. Recuérdense los trabajos de Hansen y Hill (1991), Baysinger et al. (1991), Kochlar y David (1996), entre otros, muestran que mayores niveles de propiedad institucional están asociados con gastos de I+D superiores (que son

formalizar un contrato de manera eficiente no siempre es posible, teniendo en cuenta las necesidades de información. La única forma de que el principal pueda adquirir la información necesaria para controlar de forma efectiva las actividades del agente implica involucrarse directamente en su actividad, de esta forma la relación principal-agente se extingue (Dietrich, 1997). En muchas empresas de carácter familiar ocurre algo similar, la propiedad y la gestión coinciden o están muy próximas, de forma que esas asimetrías de información se ven mermadas o incluso no existen. Partiendo de este hecho, contamos con accionistas con carácter de permanencia, donde el patrimonio familiar está muy vinculado al capital de la empresa y los propietarios tienen incentivos para controlar de cerca las acciones de la dirección.

Hasta aquí hemos admitido que los grandes accionistas son estables, con voluntad de permanencia y están bien informados de las actividades de la empresa; por lo que son capaces de reducir la asimetría de información, mitigando con ello los problemas de agencia y solventando situaciones de riesgo moral en la relación entre propietarios y dirección. A continuación vamos a estudiar los bancos, los grupos de empresas y las familias como tipos de accionistas importantes dentro de la empresa, que prevemos que pueden tener un efecto relevante en la resolución de asimetrías informativas en las relaciones anteriormente planteadas. En definitiva, queremos profundizar en el estudio de estos tipos de propietarios, para determinar si sus características y peculiaridades ejercen una influencia en los procesos de decisión estratégica de la empresa.

---

inversiones que a priori no tendrán resultados a corto plazo).



### **1.2.2. Los bancos como accionistas y prestamistas.**

*Sistemas de control corporativo orientados al mercado y orientados a los bancos.*

La presencia de los bancos en las empresas, bien mediante participaciones accionariales bien mediante el mantenimiento de relaciones estrechas como prestamistas, es un fenómeno muy frecuente. No es de extrañar que sean numerosos los trabajos que existen relacionados con el tema de las relaciones banco y empresa,<sup>12</sup> hasta el punto de que llega a hablarse de dos sistemas básicos de control corporativo que pone a los sistemas orientados a los bancos en el extremo frente a los sistemas orientados al mercado (Berglöf, 1990; Black y Wilson, 1998). Para entender las diferencias entre ambos sistemas y los mecanismos de gobierno y control asociados a las distintas formas de estructura de propiedad, así como entender el papel de los bancos como accionistas estables, describimos estos dos sistemas de control corporativo.

Los sistemas orientados al mercado se caracterizan por tener inversores “externos”, calificados de pasivos (Gedajlovic y Shapiro, 1998) que juegan un papel poco importante en el control del comportamiento de los directivos (Ricketts, 1994). Las empresas obtienen financiación emitiendo bonos y/o acciones en mercados de capitales caracterizados por su liquidez. Los inversores prefieren diversificar sus riesgos y comercian activamente con sus acciones en el mercado. La relación distante e impersonal entre los accionistas y la empresa en este sistema se ve reforzada por otros factores. Los accionistas poseen controles y derechos residuales, que son difíciles de

---

<sup>12</sup> La literatura teórica y empírica es muy abundante. Contamos con numerosos trabajos tanto a nivel internacional (Diamond, 1984; Aoki, 1988; Sharpe, 1990; Hoshi et al., 1990,1991; Mishkin, 1996; Datta et al., 1999; entre otros ) como nacional (Torrero, 1990; Berges y Sánchez del Villar, 1991; Galve y

separar, de esta forma los derechos residuales muy dispersos se traducen también en derechos de voto y control muy diseminados. Estados Unidos y el Reino Unido se encuentran en esta categoría de sistemas orientados al mercado (Berglöf, 1990; Prowse, 1990).<sup>13</sup>

Las ventajas que habitualmente se le atribuyen a este sistema son la eficiencia, flexibilidad, accesibilidad y altas tasas de rentabilidad en las acciones. También tiene desventajas, como las posibles preferencias de los inversores por el corto plazo (Tirole, 2001) y las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios que hacen el gobierno de las empresas ineficiente y costoso (Myers y Majluf, 1984). A estas desventajas del sistema hay que añadir los problemas de agencia que pueden surgir dentro la empresa entre los directivos y los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Hay situaciones en las que la motivación que tienen los directivos por reducir el riesgo puede conducir a la pérdida de inversiones que serían beneficiosas en el largo plazo, prefiriendo llevar a cabo proyectos con resultados a corto plazo, sin perseguir los intereses de los accionistas (Narayanan, 1985). Para Porter (1992a) esta divergencia de objetivos es importante incluso para la economía global, que puede verse afectada por la orientación a corto plazo de las inversiones.

---

Salas, 1992; Cuervo-Cazurra, 1997; Zoido, 1998; García Marco y Ocaña, 1999; entre otros ).

<sup>13</sup> La línea de investigación presentada por La Porta et al. en varios trabajos recientes (1997, 1999a, 1999b) señala a los determinantes legales de los distintos países como una característica decisiva a la hora de determinar el desarrollo los mercados financieros. Afirman que la efectividad y el desarrollo de los sistemas financieros se explica en parte por las diferencias en la protección del inversor, que son el reflejo del sistema legal y de su aplicación. En concreto, el entorno legal en países anglosajones favorece la protección del pequeño inversor, lo que confiere a las empresas una mayor habilidad para conseguir financiación externa a través de emisión de acciones y de deuda, que acaba dando como resultado mercados de capital más amplios y profundos y empresas mejor valoradas por el accionista minoritario.

Los mecanismos de gobierno, que incluyen contratos basados en una compensación por incentivos como los planes de opciones sobre acciones, la propiedad directa de acciones por parte de los directivos, los controles por parte de los grandes accionistas, los mercados de capitales externos y otros mecanismos de control externos más drásticos, como pueden ser las ofertas públicas de adquisición de acciones, tienen como fin alinear los objetivos entre accionistas y directivos (Shleifer y Vishny, 1997).

Durante los últimos años, los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, se han convertido en importantes intermediarios financieros actuando como agentes de los inversores individuales.<sup>14</sup> En cierto modo, puede entenderse el inversor institucional como un mecanismo de defensa de los intereses de los inversores dentro de los sistemas orientados al mercado, interviniendo de forma activa en el gobierno de las empresas en que participan (David, 1998; Gillan y Starks, 2000).

Por otro lado, los sistemas orientados a los bancos, más comunes en Japón y en Europa Continental, se caracterizan por tener estructuras accionariales y de deuda más concentradas y con escasa rotación de las mismas, mejores flujos de información y control más directo de los bancos (Berglöf, 1990; Prowse, 1990). Los economistas denominan frecuentemente este sistema como sistema de banco principal,<sup>15</sup> por la

---

<sup>14</sup> En EEUU en 1950, la propiedad de los inversores institucionales representaba una cifra aproximada de 8% sobre el total de las acciones negociadas en el mercado. En 1990 esta figura alcanzó el 60%. En el Reino Unido en 1995, sólo los fondos de pensiones representaban un tercio de las acciones negociadas en el mercado (Porter, 1992a).

<sup>15</sup> Unido al concepto de banco principal está el de *keiretsu*. Son los grandes grupos industriales japoneses, compuestos por un entramado de empresas con participaciones estables y a menudo recíprocas entre las

importancia de las instituciones financieras como inversores<sup>16</sup> y también por la estrecha conexión que existe entre bancos y empresas, que se refleja en la decisión de acceder a deuda privada (mediante préstamo bancario) con mayor frecuencia que a deuda pública (mediante acciones y bonos) (Rajan y Zingales, 1995). El banco es considerado un inversor estable en el largo plazo, que provee financiación mediante deuda y también mediante participación en el capital, capaz de controlar las acciones de la empresa y de mitigar costes relativos tanto a la financiación externa como a la supervisión de los directivos (Gorton y Schmid, 2000).

Frente a las ventajas de accesibilidad y flexibilidad que atribuíamos a los sistemas orientados al mercado, en los sistemas orientados a los bancos los mercados están menos desarrollados, las estructuras de propiedad más concentradas, con elevadas participaciones cruzadas entre empresas y los mercados de control corporativo están más limitados (Gedajlovic y Shapiro, 1998).<sup>17</sup> No se hacen tan precisos los mecanismos control externos y por el contrario suelen ser internos, basados en relaciones estables con instituciones financieras y grandes inversores (Shleifer y Vishny, 1997). Estos inversores estables refuerzan los contratos implícitos entre los agentes, evitando

---

distintas compañías que lo integran, y con estrechas relaciones con un(os) banco(s), que a menudo se constituye en *banco principal*. Las relaciones estrechas entre el banco y las empresas hace que se puedan reducir los problemas de asimetrías de información y de agencia, comunes en las empresas americanas, ejemplos clásicos de empresas con propiedad dispersa y donde estos problemas son más graves.

<sup>16</sup> La proporción de propiedad en manos de las instituciones representa una proporción similar en el Reino Unido y en Japón, sobre el 75% al final de los 80, (Ricketts, 1994). Sin embargo, en el Reino Unido las instituciones son fondos de pensiones y compañías de seguros, mientras en Japón los accionistas incluyen bancos, que también aportan créditos a las empresas participadas, otras empresas que pueden ser proveedores y/o clientes y compañías con propiedades cruzadas entre ellas.

<sup>17</sup> Encontramos aquí la contrapartida a las afirmaciones expuestas anteriormente en los sistemas de mercado anglosajones. En países con un aparato legislativo menos proteccionista del inversor minoritario, los mercados están menos desarrollados y generalmente la propiedad se encuentra menos dispersa y con accionistas mayoritarios capaces de controlar la empresa, en un intento de minimizar los costes de

comportamientos oportunistas (Sheard, 1994). Aoki (1988) ve el banco principal como un proveedor implícito de servicios de control y supervisión.<sup>18</sup>

**Tabla 1.2. Sistemas de control corporativo**

	<b>Sistemas orientados al mercado</b>	<b>Sistemas orientados a los bancos</b>
<b>Países</b>	EEUU y Reino Unido	Japón y Europa Continental
<b>Mercados de capital</b>	Muy desarrollados	Menos desarrollados
<b>Propiedad</b>	Dispersa	Concentrada
<b>Estructura financiera</b>	Mayor proporción de acciones	Mayor proporción de deuda
<b>Carácter de los inversores</b>	Relaciones a corto plazo, gran movilidad de las inversiones.	Relaciones a largo plazo, estabilidad de las inversiones. Relaciones más estrechas con bancos, proveedores y clientes.
<b>Inversores importantes</b>	Inversores institucionales (fondos de inversión, de pensiones y compañías de seguros, entre otros)	Instituciones financieras, otras empresas, grupos.
<b>Controles y señales</b>	Controles externos que ofrece el mercado (OPAS) y otras señales como dividendos, resultados, etc.	Controles internos. Contratos implícitos, relaciones basadas en la confianza.

Fuente: elaboración propia.

En resumen, podemos distinguir dos sistemas básicos de control corporativo: el primero orientado al mercado, con estructuras de propiedad más dispersas; el segundo, orientado

---

transacción a los que se vería expuesto el pequeño inversor. La vulnerabilidad de los derechos de los inversores va en detrimento del desarrollo de los mercados (La Porta et al., 1997, 1999a, 1999b).

<sup>18</sup> Kang y Shivdasani (1999) también destacan el control ejercido por parte del banco principal. A su vez discuten una serie de mecanismos alternativos para el gobierno corporativo en las empresas japonesas. La posesión de acciones por parte de los directivos y de grandes accionistas, así como el tamaño y composición del consejo de administración, otros mecanismos de control importantes.

a los bancos, con accionistas importantes, y donde las relaciones de propiedad entre bancos y empresas y entre empresas son comunes. Los dos modelos implican diferentes relaciones banca-industria, diferentes estructuras financieras y de capital.<sup>19</sup> La tabla 1.2 recoge algunas de las características más importantes de ambos sistemas.

*El papel de los bancos en la resolución de asimetrías informativas.*

Una vez extraídas las principales diferencias de sistemas de gobierno en función de las estructuras de propiedad queremos resaltar el papel jugado por los bancos en su doble papel de accionistas y prestamistas.

Los bancos e instituciones financieras pueden ser un buen mecanismo para solucionar problemas relacionados con la existencia de asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios. Los trabajos existentes sobre intermediación financiera hacen énfasis en el papel especial desempeñado por los bancos a la hora de reducir los problemas de asimetría de información, mitigando los problemas de selección adversa (Mayer, 1990; Prowse, 1990) y riesgo moral en los mercados financieros (Diamond, 1984; Fama, 1985; Sharpe, 1990; Hoshi, 1994), así como de resolver situaciones de dificultades financieras (Hoshi et al., 1990, Chemmanur y Fulguieri, 1994; Mishkin, 1996, entre otros).

---

<sup>19</sup> El sistema bancario español tradicionalmente ha estado muy vinculado con la industria (Torrero, 1990; Blanch, et al., 1990). Muchos de los bancos españoles son el centro de grandes grupos industriales, actuando a la vez como prestamistas y como principales accionistas de las empresas miembros de esos grupos. Al igual que en Japón, podemos afirmar que los bancos en España tienen históricamente un papel muy importante tanto a nivel de financiación como en los procesos de decisión (Saá-Requejo, 1996).

Respecto a las situaciones de selección adversa que planteábamos y actuando en calidad de prestamistas, podemos observar que los bancos tienen la capacidad para aminorar ciertos problemas de asimetría de información *ex ante*. Como apunta Fama (1985), la capacidad de los bancos para seleccionar y controlar las actividades del potencial prestatario redundan en una reducción del problema de selección adversa relacionado con la obtención de créditos.<sup>20</sup> Además, la relación con el banco ofrece una señal positiva del valor de la empresa al mercado, ya que la existencia de líneas de deuda con un banco certifica de alguna forma la existencia de un control por parte del banco sobre las actividades de la dirección para asegurarse un cumplimiento de las obligaciones financieras contraídas (Gertner et al., 1994), actuando en este sentido como un mecanismo de señalización (Slovin y Young, 1990).<sup>21</sup> La habilidad que se espera de estos intermediarios en la selección de sus prestatarios, el control y la supervisión, convierten la presencia del banco, como prestamista, en una garantía del mejor comportamiento de la empresa, que se traducirá en un incremento de su valor; por eso se trata de una señal *ex ante* para cualquier prestamista potencial.

Mayer (1990) examina los patrones agregados de comportamiento financiero en distintos países. Sus resultados sugieren que la capacidad de los bancos para recoger y procesar información de sus prestatarios con un coste relativamente bajo (en relación al mercado) explica por qué gran parte de la financiación externa procede de los bancos.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Nos estaríamos refiriendo a un mecanismo de selección que lleva a cabo la parte menos informada, en este caso el banco.

<sup>21</sup> De esta forma, la presencia del banco se convierte en una señal que muestra la empresa, como parte más informada, al mercado.

<sup>22</sup> Explica también por qué el grado de desarrollo de los países comparados es también un factor decisivo en el proceso de adecuar los incentivos entre prestamistas y prestatarios. Si un país está en etapas de

Prowse (1990) admite que incluso los bancos comerciales pueden adquirir información requerida para controlar la política de inversiones de una forma relativamente más barata que otros inversores institucionales, en virtud de sus actividades más próximas al día a día de la actividad de la empresa. En este sentido, podemos decir que los bancos tienen la capacidad de adquirir información y mitigar ciertas asimetrías en determinadas decisiones de inversión, que dificultan o impiden la financiación de determinados proyectos de la empresa, que pueden parecer más arriesgados o con resultados más inciertos.

Además de contribuir a mitigar esos posibles problemas de asimetrías y facilitar las tareas de supervisión y control, los bancos juegan también un papel importante en situaciones de crisis financieras (Mishkin, 1996). En esta misma línea se encuentran los resultados del trabajo de Hoshi et al. (1990) que analiza el papel decisivo de los bancos principales en momentos de crisis en las empresas; éste demuestra que las empresas integradas en grupos japoneses, con estrechas relaciones con sus bancos (capturadas por la participación en el capital y por su actuación como prestamistas), presentan una mayor capacidad de continuidad en sus actividades aún en momentos de dificultades financieras y que son capaces de obtener más facilidades crediticias, que le aportan una credibilidad financiera inalcanzable para empresas que no tienen estos vínculos con un banco. Con ello vemos que pueden paliar estas asimetrías de información en momentos coyunturales y conseguir que, en definitiva, puedan llegar a solventarse.

---

desarrollo iniciales y con ello lo están también sus mercados de capitales, será más necesario un papel central de los intermediarios financieros (que durante estos periodos pueden ser un factor esencial para la expansión). A medida que los mercados de capitales se van desarrollando se van convirtiendo también en sustitutivos más próximos, tanto más cuanto mejor resuelvan los problemas de asimetrías informativas a

Respecto a las situaciones de riesgo moral, según lo que venimos argumentando, el banco tiene ventajas para adquirir y procesar información y como consecuencia para supervisar las acciones de la empresa. Existe una visión bastante aceptada de que los bancos tienen importantes incentivos y habilidad para controlar a sus prestatarios (Fama, 1985; Sharpe, 1990; Gertner et al., 1994). Una función importante de los intermediarios financieros es desempeñar el papel de supervisión de las actividades de la empresa y así, actuando como “vigilantes delegados” del proyecto de inversión obtienen información y reducen los costes de control (Diamond, 1984). El banco estará en disposición de adquirir información y llevar a cabo actividades de control de las actuaciones de la empresa incluso una vez emprendidos los proyectos de inversión; por tanto, podemos pensar que los problemas de encarecimiento de la financiación, sustitución de activos, tendencias de inversión a corto plazo y dificultades de supervisión se eliminarán en gran medida.

En las situaciones de riesgo moral, podemos analizar también la actuación de los bancos en calidad de propietarios; si además de tener una relación como prestamistas, se constituyen como accionistas activos y estables, cabe esperar que tengan horizontes temporales más largos (Gorton y Schmid, 2000), si tienen objetivos fijados en el largo plazo pueden evitar la tendencia a financiar inversiones a corto plazo. Como accionista importante e involucrado en la gestión de la empresa tendrá importantes beneficios en el caso de llevar a cabo tareas de control, vigilando las acciones de los directivos pueden

evitarse comportamientos oportunistas por parte de los mismos. La información a la que tienen acceso les permite realizar de forma más sencilla, y relativamente menos costosa, actividades de supervisión y control (Aoki, 1988; Kang y Shivdasani, 1999), por lo que como accionistas tendrán también mayores incentivos para llevar a cabo dichas tareas. En definitiva, el valor de la empresa no se ve deteriorado en el mercado, anticipando esas ineficiencias.

**Tabla 1.3.**  
**Los bancos como accionistas y prestamistas**

<b>PRESTAMISTAS</b>	
<b>Ventajas</b>	<b>Consecuencias</b>
- Capacidad de seleccionar prestatarios	⇒ Efecto señalizador positivo antes otros prestatarios
- Facilidad para la adquisición de información	⇒ Reducción problemas de financiación de algunas inversiones ⇒ Menor riesgo de encarecimiento financiación proyectos arriesgados
- Incentivos y habilidad para la supervisión	⇒ Apoyo en dificultades financieras coyunturales ⇒ Menor riesgo de encarecimiento financiación
<b>ACCIONISTAS</b>	
<b>Ventajas</b>	<b>Consecuencias</b>
- Accionistas estables	⇒ Mayor orientación al largo plazo ⇒ Menor tendencia a fomentar inversiones a corto plazo.
- Acceso a información e implicación en la gestión	⇒ Evita problemas de sustitución de activos ⇒ Fomenta inversiones rentables a largo plazo
- Facilidades para la supervisión y control	⇒ No se reduce el valor de la empresa en el mercado

Como conclusión, podemos decir que el papel desempeñado por los bancos como prestamista y como accionista redundan en una reducción de los problemas causados por las asimetrías ex ante y ex post en las decisiones de inversión de la empresa (ver tabla



1.3); cumplen un papel señalizador ante otros potenciales prestamistas y evitan problemas relacionados con las inversiones a largo plazo y con elevadas dosis de incertidumbre.

### **1.2.3. Los grupos de empresas como accionistas informados.**

*¿Qué entendemos por grupos de empresas?*

Un grupo puede concebirse como un sistema en el que una empresa matriz posee total o parcialmente un conjunto de empresas entre las cuales también pueden existir relaciones de propiedad. De esta forma, definimos grupo de empresas como una supra-organización con empresas legalmente independientes unidas por algún tipo de mecanismo, como la propiedad de acciones y/o la coordinación del uso de uno o más recursos, integradas bajo un centro decisor en favor del cual pierden parte de su autonomía. Esta definición es similar a otras aportadas por estudios en esta área (Collin, 1998; Brioschi et al., 1989; Buzzacchi and Colombo, 1996; Aoki, 1990; Leff, 1978). Grupo se entiende, de forma genérica, como una red de negocios y relaciones financieras con variedad de grados y tipos (Hoshi, et al.,1991). La imprecisión de la definición se debe precisamente al distinto grado en que los intereses de una empresa particular quedan subordinados al interés del grupo al que pertenece (Khanna, 1999).

Las empresas en grupos tienen personalidad jurídica propia y pueden tener varios accionistas, en este sentido, el grupo representa una estructura de gobierno que podría situarse entre los dos extremos de forma de gobierno, jerarquías y mercados

(Williamson, 1996) ya que se realizan una serie de transacciones a través del mercado y otras se integran bajo una dirección común;<sup>23</sup> se distinguiría así, entre los grupos de las empresas y las organizaciones multidivisionales, integradas como una jerarquía (Williamson, 1975).

Los grupos de empresas existen de alguna forma en muy distintos países, sin importar el tamaño de las economías ni su grado de desarrollo.<sup>24</sup> Sin embargo, a pesar de que se puede hallar este fenómeno en muchas partes del mundo, las peculiaridades históricas, legales, políticas, sociales y culturales propias de cada país pueden dar como resultado formas muy diferentes en unos u otros (Johnston y McAlevey, 1998). Encontramos *keiretsus* en Japón, grupos bancarios en Alemania y en España, grupos industriales en Francia, grupos piramidales en Italia, holdings en Bélgica, *chaebols* en Corea del Sur, (Collin, 1998).

### *¿Porqué existen los grupos de empresas?*

La literatura sobre grupos de empresas sugiere que la racionalidad de los grupos es que ofrecen una solución organizativa a los problemas creados por ineficiencias en el mercado (Leff, 1978), principalmente aquellos relacionados con el capital a corto plazo y la escasa capacidad para diversificar riesgos cuando los mercados de crédito están poco desarrollados (Brioschi et al., 1989; Buzzacchi y Colombo, 1996; Leff, 1978). En otros términos, la justificación de la existencia de grupos provendría de la organización

---

<sup>23</sup> El grupo es una forma interorganizativa, bastante diferente de los tipos de organizaciones de cooperación como joint-ventures, en las que se comparten recursos pero en organizaciones jurídicamente independientes.

<sup>24</sup> El trabajo de Khanna y Rivkin (1999) presenta extensa bibliografía sobre investigaciones sobre grupos



interna del mismo, como situación alternativa, y previsiblemente más eficiente a las empresas actuando de forma independiente en el mercado (Fernández, 2000).

Las posibles razones de la aparición y desarrollo de los grupos se atribuyen a diferentes causas que podemos clasificar en razones económicas, razones financieras y razones directivas. No todas ellas son igualmente aceptables, algunas por ser de difícil justificación y otras por ser explicables sólo en determinadas etapas del desarrollo capitalista (Fernández, 2000).

Las razones económicas provienen de la *explotación de sinergias e interrelaciones* entre los distintos negocios, al compartir recursos y transferir habilidades entre varias unidades de negocio (Goto, 1982; Goold et al. 1994). Las interrelaciones entre las distintas unidades pueden desprenderse de la explotación común de recursos tangibles e intangibles (Porter, 1992b). Otra razón económica es la de *aumentar el poder de mercado*, ya que los distintos negocios comparten canales de distribución, proveedores y clientes, ante los que podrán situarse de forma más ventajosa en la negociación.

Las razones financieras vienen del lado de la *redistribución del riesgo entre empresas*, la pertenencia al grupo proporciona una mayor estabilidad y seguridad financiera a las empresas que lo integran; tiene la capacidad de resolver dificultades financieras coyunturales, reduciendo así las posibilidades de quiebra. Los potenciales prestamistas

valorarán positivamente este hecho.<sup>25</sup> Otra ventaja financiera atribuible al grupo es la *asignación de recursos más eficiente* que el mercado de capitales (Williamson, 1975), afirmación que puede resultar difícil de sostener en los países desarrollados; sin embargo, no es trivial cuando la empresa trata de financiar determinados activos intangibles, que hacen frente a especiales problemas de información asimétrica y con escasas garantías en caso de liquidación,<sup>26</sup> o cuando está en juego un bien como la información, que puede ser compartida y para la que es difícil excluir a algunas partes de su uso o de prevenir su difusión cuando no se desea (Goto, 1982). En definitiva, el mecanismo de mercado puede no resultar una institución efectiva en algunas transacciones, incluso en mercados de capitales desarrollados.

Las razones directivas provienen de las propiedades de eficiencia procedentes de sus características de gobierno (Williamson, 1975), el mercado de capitales sufre desventajas de información derivadas de la separación entre propiedad y control. La principal ventaja del grupo en este sentido, es que puede actuar como *disciplinante de los directivos*, cuando se esperan comportamientos ineficientes por parte de éstos. El grupo constituye un tipo de accionista importante en la empresa con capacidad para adquirir información e incentivos para hacerlo.

---

<sup>25</sup> Para el accionista, la formación de grupos no se justificaría por la diversificación del riesgo, ya que es más eficiente diversificar riesgos mediante la construcción de una cartera propia en la que los beneficios esperados no estén correlacionados.

<sup>26</sup> No cabe duda que las sociedades de capital riesgo, más comunes en los sistemas orientados al mercado (Black y Wilson, 1998), pueden en cierta medida cubrir estas necesidades. Sin embargo, el mercado puede confiar en la reputación y experiencia de la oficina central a la hora de seleccionar inversiones.

Finalmente restaría destacar las razones que esgrimen Bethel y Liebeskind (1998) en su trabajo sobre la formación de grupos. El trabajo enfatiza en las variaciones considerables que existen en la organización legal de las empresas diversificadas, alegando que estas variaciones pueden afectar significativamente el valor de las mismas. El hecho de que distintas líneas de negocio constituyan empresas subsidiarias separadas, con una personalidad jurídica propia como se entiende en los grupos de empresas, puede proporcionar ciertas ventajas relativas a la protección ante eventuales responsabilidades, a los que los accionistas de la empresa diversificada tendrían que hacer frente en nombre de la subsidiaria; existen otras ventajas procedentes de reducciones impositivas; y razones como impedir que los grandes accionistas de la empresa diversificada, constituida como entidad única, incrementen su poder

*El papel del grupo en la resolución de asimetrías informativas.*

Una vez extraídas las principales razones de formación de grupos empresariales cabe pensar en qué medida se pueden ver mitigados los problemas de asimetrías informativas cuando nos encontramos ante este tipo de accionista estable.

La pertenencia al grupo hace que se solucionen ciertos problemas asociados al riesgo moral en la relación entre propiedad y dirección. De la misma forma que la relación con el banco principal ofrece ventajas a la hora de resolver los problemas de asimetría de información al estar más familiarizado con la actividad de la empresa (Sheard, 1994), la relación que existe entre una empresa subsidiaria y la empresa cabecera del grupo, capaz de participar como “auditor interno” en las cuentas de resultados e intervenir en

las decisiones estratégicas (Williamson, 1975), facilitará los flujos de información entre ambas partes, reduciéndose las asimetrías informativas (Amsden y Hikino, 1991; Hoshi, 1994; Cai et al., 1999); este hecho es extensible también entre las empresas filiales entre sí, debido a las participaciones cruzadas de propiedad que a menudo existen entre ellas.

Por otro lado, al tratarse de accionistas importantes se aminoran los problemas de free-rider, comunes en estructuras de propiedad dispersas. En definitiva, la mayor facilidad de acceso a la información y los mayores incentivos para hacerlo, facilitan las actividades de supervisión de la dirección.

La estabilidad es otra peculiaridad de los accionistas en un grupo, que hace que operen con horizontes temporales más largos (Gerlach, 1992; Dewenter y Warther, 1998); lo que aísla a las empresas de las exigencias asociadas con las fluctuaciones del corto plazo (Brioschi et al., 1989; Buzzacchi and Colombo, 1996; Leff, 1978), de forma que la dirección es capaz de tomar decisiones más consistentes con la orientación a mayores horizontes temporales (Hoshi et al., 1990). Contamos con inversores con carácter de estabilidad, que controlan la empresa internamente y tienen acceso a más información. Este hecho les otorga un poder de decisión suficiente para fomentar inversiones arriesgadas, con periodos de maduración más largos, difíciles de realizar en presencia de problemas informativos, evitando así una tendencia excesiva por el corto plazo y otras pérdidas de valor de la empresa, anticipando ciertos comportamientos oportunistas.

En la relación existente entre el prestamista y el prestatario, si se trata de un grupo bancario, el banco hace en este caso el papel de accionista y prestatario, con las consiguientes ventajas a la hora de reducir las asimetrías informativas antes apuntadas, tanto en situaciones de riesgo moral como de selección adversa. Incluso si el grupo no es un grupo bancario también se pueden esperar ciertas ventajas en la relación prestamista prestatario. Las empresas integradas en grupos cuentan con menores niveles de riesgo de liquidación (Hoshi, 1994; Cai, et al., 1999), además de todas las ventajas antes apuntadas en la relación propiedad y dirección. Así, el prestatario puede interpretar la pertenencia al grupo como un elemento señalizador a favor de la empresa, anticipando un comportamiento inversor eficiente y una mayor solvencia en momentos de dificultades coyunturales (Khanna y Rivkin, 2001). Con todo ello, puede esperarse una reducción de la información asimétrica ex ante y ex post en dicha relación.

En resumen, la existencia de grupos entendida como conjunto de empresas con personalidad jurídica propia, puede explicarse como una solución a problemas asociados con ineficiencias de mercado, que presenta muchas similitudes con las ventajas que ofrece un banco en calidad de prestamista y accionista (puede consultarse la tabla 1.4). La pertenencia al grupo facilita el acceso a la información, además el hecho de representar accionistas estables y con facilidades e incentivos para la supervisión y control evita problemas relacionados con las tendencias de inversión a corto plazo, permitiendo una asignación eficiente de recursos y una estabilidad financiera que confiere a las empresas participadas una señal positiva en el mercado. De forma que, aunque el grupo esté o no encabezado por un banco que cumpla a la vez

funciones de prestamista, pueden obtenerse ventajas en la reducción de asimetrías ex ante ante otros prestamistas potenciales, gracias a la señalización que el grupo le otorga.

**Tabla 1.4.**  
**Los grupos como accionistas informados**

<b>Ventajas</b>	<b>Consecuencias</b>
- Acceso a información e implicación en la gestión ✓	⇒ Fomenta inversiones rentables a largo plazo ✓
- Accionistas estables ✓	⇒ Mayor orientación al largo plazo ✓ ⇒ Menor tendencia a fomentar inversiones a corto plazo ✓ ⇒ Explotación de interrelaciones entre empresas del grupo
- Facilidades e incentivos para la supervisión y control ✓	⇒ No se reduce el valor de la empresa en el mercado ✓
- Eficiencia en la asignación de recursos	⇒ Efecto señalizador positivo antes otros prestatarios ✓
- Estabilidad financiera	⇒ Apoyo en dificultades financieras coyunturales ✓ ⇒ Efecto señalizador positivo antes otros prestatarios ✓ ⇒ Menor riesgo de encarecimiento financiación ✓

✓ Denota que la ventaja que ofrece el grupo o la consecuencia de alguna de sus propiedades, presentan una similitud con las que se exponía para los bancos en calidad de prestamistas y accionistas bien informados, de la tabla 1.3.

#### **1.2.4. Las empresas familiares, una propiedad peculiar.**

##### *Características de la empresa familiar.*

Las empresas familiares también pueden incluirse dentro de la categoría de grandes accionistas, calificados de estables y bien informados. En las empresas familiares contamos con accionistas con carácter de permanencia, que entienden el negocio desde

una perspectiva de continuidad en el largo plazo (Kets de Vries, 1993; Donnelley, 1964) y que anticipamos pueden tener un control relevante en la empresa (Fama y Jensen, 1983; McConaughy, 1999).

No existe un consenso generalizado acerca de lo que define a una empresa como familiar. Handler (1989) describe una variedad de definiciones para empresa familiar, relativas a la propiedad de la familia, la implicación de los miembros de la misma en la gestión de la empresa, el control y dirección de propietarios o familiares y la intención de continuidad de la empresa. Litz (1995) también reconoce que, a menudo, existe cierta confusión respecto al término e identifica el concepto de empresa familiar sustentado en tres pilares, la propiedad y la dirección en manos de la familia y la intención de transferencia a sucesivas generaciones. En la misma línea, Cabrera (1998) subraya tres dimensiones fundamentales para definir este tipo de organizaciones: la propiedad/dirección de los miembros de una familia, la implicación familiar y la transferencia generacional. Así, define una empresa familiar como aquella cuya propiedad está en manos de los miembros de una familia que tiene la intención de que las relaciones intraorganizativas de propiedad y control directivo estén basadas en lazos familiares y donde se ha producido, se está produciendo o se prevé que se va a producir en el futuro una transferencia de la empresa a un miembro de la siguiente generación de esa familia.

En estas tres dimensiones genéricas se pueden clasificar las definiciones que han ido apareciendo en los estudios sobre empresas familiares, como puede comprobarse en el

trabajo de Heck y Trent (1999), donde se revisan las definiciones y aproximaciones al concepto de empresa familiar en muchos de los trabajos existentes en la literatura. Por un lado encuentran trabajos que definen empresa familiar aquélla en la que interactúan los dos sistemas, el familiar y el del negocio, como partes interdependientes. Por otro lado están los trabajos que definen empresa familiar en el contexto de la propiedad, la dirección, el control y la toma de decisiones por parte de los miembros de la familia (para distinguir aquellos casos en que propiedad y dirección no están unidas).<sup>27</sup> Finalmente, están aquellos que especifican la intención de transferencia generacional o existencia actual de tal movimiento, como criterio necesario para definirla.

Las empresas familiares, representan una fracción muy importante de las economías actuales (La Porta et al., 1999; Coleman y Carsky, 1999). Las estimaciones más conservadoras señalan que la proporción de empresas de todo el mundo cuya propiedad o dirección se encuentra en manos familiares está entre un 65 y un 80 por ciento.<sup>28</sup> Entre los países europeos, las empresas familiares representan también mayoría respecto a empresas con otro tipo de propiedad, según demuestra un estudio para ocho países.<sup>29</sup> Incluso en EEUU, que generalmente está considerada como una economía que ha

---

<sup>27</sup> Puede verse también el Capítulo 3 (apartado 3.1), de la presente tesis, para profundizar en la lógica de la empresa familiar.

<sup>28</sup> Según las cifras del Instituto de Empresa, el conjunto de empresas familiares en España representa el 60% del PNB y ocupan aproximadamente a un 65% de la población activa (Cabrera, 1998). Cifras similares a las obtenidas por Gallo y García-Pont (1989), que estiman que estas empresas generan en España una proporción del empleo que oscila entre el 59% y el 66% del empleo, al analizar una muestra representativa de empresas españolas.

<sup>29</sup> Los ocho países objeto de análisis son: Austria, Bélgica, Alemania Occidental, Finlandia, Francia, Reino Unido, Países Bajos y Suiza. Destacando con porcentajes más elevados: Austria y Alemania. (Donckels, y Fröhlich, 1991)



pasado la transición de ‘capitalismo personal’ a ‘capitalismo de la dirección’, la propiedad familiar es muy significativa.<sup>30</sup>

*La propiedad familiar como fuente de fortalezas y debilidades.*

Se reconocen diferencias entre las empresas familiares y las no familiares, que tienen impacto en los procesos de toma de decisiones y por tanto, en los resultados de las mismas (Kets de Vries, 1993; Harris et al., 1994; Gudmundson et al., 1999; entre otros). Los trabajos que han comparado el comportamiento de las empresas familiares frente a las no familiares, detectan elementos diferenciadores que pueden repercutir tanto en la definición de sus objetivos y sus logros como en las decisiones estratégicas para conseguirlos (puede consultarse la tabla 1.5).

Las empresas familiares difieren de las no familiares en una serie de valores, actitudes, objetivos y comportamientos estratégicos (Ward, 1988; Donckels y Fröhlich, 1991; Harris et al., 1994); pueden considerarse empresas orientadas al sistema familiar, donde la familia domina el negocio, el control y la propiedad (David, 1983; Lansberg, 1983; Hoy y Verser, 1994).<sup>31</sup> Por lo general son organizaciones más estables, ya que la propiedad está fuertemente vinculada y comprometida con el negocio, manteniendo una orientación a largo plazo (Donnelley, 1964; Kets de Vries, 1993; Harris et al., 1994), además de sentirse identificados con el negocio y sentirlo como algo personal (Calder, 1961; Hoy y Verser, 1994). También suele admitirse que poseen una mayor aversión al riesgo, tratando la creatividad y la innovación como aspectos menos importantes

---

<sup>30</sup> Las empresas controladas por familias en EEUU generan alrededor del 60% del PNB (Kang, 1996).

(Donckels y Fröhlich, 1991; Harris et al., 1994). Como consecuencia de estas diferencias de actitud y de valores, se extraen también conclusiones en lo relativo a su comportamiento estratégico (Ward, 1988; Donckels y Lambrecht, 1999); ya que presentan, en general, una actitud más conservadora e inclinada hacia la independencia (Harris et al., 1994), lo que repercute en que cooperan menos con otras empresas, subcontratan menos y ven menos necesarias las redes socioeconómicas (Donckels y Fröhlich, 1991).

El carácter familiar confiere a estas organizaciones una fuente potencial de fortalezas y debilidades (Donnelley, 1964; Kets de Vries, 1993). Pollak (1985) argumenta que las ventajas de la empresa familiar proceden de cuatro aspectos fundamentales: incentivos, control, altruismo y lealtad. Es precisamente este control sobre las decisiones de la empresa lo que hace que los problemas de agencia en la relación propiedad y dirección generalmente queden resueltos (James, 1999). La familia prefiere mantener el control personal antes que delegar en procedimientos impersonales y formales para controlar el comportamiento de los empleados y las actividades de la empresa (David, 1983; Gallo y Sveen, 1991; Sharma et al., 1997). En este sentido, se resolverían también (o no existirían) los problemas asociados con las asimetrías de información entre accionistas y dirección, solventando problemas de riesgo moral que pudieran favorecer los comportamientos oportunistas del agente y la persecución de objetivos a corto plazo. Cuando la propiedad y el control residen en el mismo individuo, las necesidades de

---

Algunos estudios muestran que en este país el 95% de las empresas son familiares.

<sup>31</sup> Puede verse también el apartado 3.1.1.

control por parte de los accionistas externos se ven reducidas, aumentando con ello el valor de la empresa (Fama y Jensen, 1983).

**Tabla 1.5**  
**Diferencias y peculiaridades de las empresas familiares (EF)**

<b>Autor</b>	<b>Tipo de estudio</b>	<b>Resultados</b>
Calder, G.H. (1961)	Divulgativo, basado en el análisis de 40 EF.	-Dificultades para reclutar directivos y de adaptarlos, dirección restringida a las posibilidades más o menos limitadas de la familia. -Conflictos internos entre miembros de la familia. -Orgullo de la familia por mantener el nombre del negocio, idea de continuidad y compromiso.
Donnelley, R.G. (1964)	Entrevistas personales en 15 EF.	-Debilidades: conflicto de intereses, falta de disciplina en los beneficios, problemas de adaptación a nuevos mercados, nepotismo. -Fuerzas: sacrificios y lealtad personales y familiares, reputación, unidad de propiedad y dirección, propósitos de continuidad y compromiso en el l/p.
Davis, P. (1983)	Teórico.	-Fuente de dificultad de la EF es la interrelación entre el sistema familiar y el del negocio. -Ventaja: fuerte compromiso entre propiedad y control.
Kepner, E. (1983)	Teórico.	-Naturaleza del emprendedor, nepotismo y las relaciones familiares a veces problemáticas.
Donckels, R. y Fröhlich, E. (1991)	Descriptivo. Diferencias de medias. Muestra de 1132 pymes de 8 países europeos.	-Empresas más aversas al riesgo y menos orientadas al crecimiento, a la creatividad y a la innovación. -Menos cooperación y colaboración con otras empresas. -Actitud más conservadora ante internacionalización.

Gallo, M.A. y Sveen, J. (1991)	Teórico.	<p>-Encuentran factores que frenan el proceso de internacionalización de la EF, como la falta de profesionalización y los deseos de no perder el control.</p> <p>-Otros lo pueden favorecer: los deseos de cambio por parte del líder, sobre todo en presencia de nuevas generaciones.</p>
Kets de Vries, M.F.R. (1993)	Teórico. Basado en entrevistas previas.	<p>-Posibles ventajas: orientación a largo plazo, independencia en las acciones, organización más flexible, conocimiento del negocio, compromiso incluso en las épocas peores.</p> <p>-Desventajas: dificultad de acceso a mercados de capitales, nepotismo, estructuras poco claras, desequilibrios financieros y problemas de sucesión, entre otros.</p>
Hoy, F. y Verser, T.G. (1994)	Teórico.	<p>-Los valores organizativos de la EF son el resultado de los valores y la cultura que los miembros de la familia van internalizando.</p> <p>-Posibles ventajas competitivas en las EF procedentes del compromiso e identificación de la familia con el negocio y las relaciones y contactos que tienen.</p>
Harris, D. et al. (1994)	Teórico. Revisión de trabajos teóricos y empíricos.	<p>-Compromiso a largo plazo, menor intensidad en capital, menor crecimiento y participación en mercados internacionales, importancia de la armonía familiar, orientación hacia dentro, lealtad con los empleados.</p>
Sharma, P. et al. (1997)	Teórico. Revisión de la literatura de Dirección Estratégica en el estudio de EF.	<p>-Los objetivos de la familia y del negocio, y por tanto las estrategias para conseguirlos, no son siempre compatibles. Desde el punto de vista estratégico la familia aporta ventajas, como el énfasis en los valores personales, y restricciones, como la necesidad de profesionalización y delegar autoridad.</p>
Ward, J.L. (1998)	Teórico. Explora argumentos relacionados con el crecimiento.	<p>-Señala razones por las que las empresas familiares no crecen: madurez del negocio, capital limitado, inflexibilidad y resistencia al cambio por parte del fundador, conflictos entre los sucesores y falta de interés por la empresa, disparidad de objetivos, valores y necesidades de la familia y el negocio.</p> <p>-Reconoce lealtad y cuidado hacia los empleados.</p>

Donckels, R. y Lambrecht, J. (1999)	Descriptivo y exploratorio. Muestra de 381 empresas y de 105 empresas de Europa Central (1990 y 1991, respectivamente)	-Puntos fuertes de la EF: conocimiento, experiencia y esfuerzos financieros. Se preocupan por el crecimiento y consideran la sucesión una decisión crucial. - Puntos débiles de la EF: conflictos de intereses y falta de conocimiento en ciertas áreas, problemas de profesionalización y a menudo, estructuras inadecuadas e inadaptadas.
James, H.S. (1999)	Teórico.	-Enfatiza en los beneficios del control y de las relaciones en las EF como ventajas para proporcionar grandes éxitos en estas organizaciones.
Habbershon, T.G. y Williams, M.L. (1999)	Teórico.	-Encuentra recursos intangibles en la EF que pueden ser fuente de ventajas e inducir a mejores resultados, como la lealtad y la unidad

Además de los incentivos y el control que la propiedad ostenta sobre la empresa, tenemos otra serie de ventajas propias del carácter familiar como son el conocimiento y la experiencia en el negocio, el aprendizaje y los valores que los miembros van internalizando y el compromiso que se crea con el mismo (Kets de Vries, 1993; Hoy y Verser, 1994; Dockels y Lambrecht, 1999); la unidad, la lealtad con y para los empleados y las relaciones menos burocráticas e impersonales que pueden generar un recurso realmente valioso para la empresa (Harris et al., 1994; Ward, 1998; Habbershon y Williams, 1999); así como la independencia de acción que le proporciona el hecho de no tener una presión del mercado de capitales (James, 1999) y los sacrificios personales que normalmente están dispuestas a hacer, incluso en las peores épocas, para lograr la supervivencia del negocio (Donnelley, 1964; Kets de Vries, 1983).

Las debilidades de este tipo de empresas vienen del lado de la propensión a permitir comportamientos ineficientes; en lo relativo al reclutamiento de personal, el acceso a un conjunto restringido de talentos hace que no se rija por el principio de especialización que permita que los directivos sean los mejores (Calder, 1961; Pollack, 1985; Dockels y Lambrecht, 1999) y que a veces se haga difícil conseguir a profesionales adecuados (Sharma et al., 1997). El fundador de la empresa suele representar una figura autoritaria, incapaz de delegar el control y que a menudo puede guiarse por normas familiares más que empresariales a la hora de seleccionar o situar al personal en la empresa; este problema de nepotismo (Donnelley, 1964; Kepner, 1983; Kets de Vries, 1993) y el establecimiento de normas poco claras en la jerarquía, anteponiendo a los internos frente a los externos sin basarse en fundamentos de racionalidad económica, hace que las empresas familiares sean también menos atractivas para los profesionales externos. Otra fuente de conflictos internos en la empresa familiar son las relaciones entre los sucesores, que muchas veces pueden resultar problemáticas, y la falta de interés de los sucesores por el negocio (Calder, 1961; Ward, 1988), ocasionando todo ello ineficiencias en su gestión y graves dificultades para su continuidad.

Por otra parte, las empresas familiares están expuestas a tensiones financieras, además de una falta de acceso a los mercados de capitales, todo ello puede representar una limitación para su crecimiento (Kets de Vries, 1993; Ward, 1998; Coleman y Carsky, 1999) dando lugar a posibles deseconomías de escala y problemas asociados a su dimensión reducida. Finalmente, esta mayor limitación de recursos y esas desventajas relativas para acceder al mercado de capital pueden ser otro factor que dificulte ciertas

estrategias en las empresas familiares (Friedman y Friedman, 1994), ya que en muchas ocasiones el negocio se ve limitado por los recursos personales o familiares (James, 1999).

En conclusión, la empresa familiar reúne una serie de características peculiares por su estructura de propiedad, que como tal, pueden representar una fuente de ventajas y desventajas en la consecución de sus objetivos y en la toma de sus decisiones.

*El papel de la propiedad familiar en la resolución de asimetrías informativas.*

En el tema que nos ocupa respecto a la resolución de problemas de asimetría informativa, hacemos extensivo a este tipo de propiedad lo que ya se ha dicho para otros grandes accionistas. En el caso de la empresa familiar, las relaciones familiares entre directivos y propietarios puede reducir los costes de agencia gracias a la relación multidimensional y a la naturaleza de largo plazo que permite mejorar las tareas de control sobre las decisiones de los agentes (Fama y Jensen, 1983).

La familia es un inversor bien informado de las decisiones de la empresa y que permite reducir los problemas de agencia como resultado del solapamiento o proximidad de las relaciones entre propietarios/principales y gerentes/agentes (Aronoff y Ward, 1995). Si coinciden plenamente propiedad y dirección estamos ante una situación de costes de agencia cero (Jensen y Meckling, 1976); si no es así, al propietario, que controla la totalidad (o la mayor parte) de la propiedad y delega la dirección, podemos atribuirle muchos más incentivos en el control y en la dirección de su propia empresa, basándonos

en las hipótesis de mayor eficiencia en la supervisión (McConnell y Servaes, 1990; McConaughy, 1999; Ang et al. 2000) y mayor efectividad como mecanismo de coordinar las actividades y como sistema de gobierno (James, 1999).

En lo relativo a su carácter de estabilidad y continuidad, se los propietarios familiares se consideran inversores pacientes con capacidad de invertir en proyectos con rendimientos en el largo plazo (Aronoff y Ward, 1995); los objetivos de la familia y las estrategias del negocio son difícilmente separables, sentando las bases para una estrategia y un compromiso en un horizonte temporal largo (James, 1999).

La simetría de la empresa familiar con otros grandes accionistas reside, por tanto, en la proximidad a la dirección, la estabilidad a largo plazo y el fácil acceso a información, que permite solventar problemas de riesgo moral entre propiedad y dirección y entre prestamistas y prestatarios. Sin embargo, el acceso más difícil a los mercados de capitales y las limitaciones de financiación y de recursos siguen siendo una asignatura pendiente. A menudo una proporción significativa de la riqueza familiar está invertida en la empresa,<sup>32</sup> lo que también puede originar en ciertos momentos tensiones financieras y problemas de obtención de recursos. Estos hechos nos hacen pensar que las limitaciones de financiación y de recursos pueden ser una señal negativa en situaciones de selección adversa entre prestamistas y prestatarios, que a diferencia de otros grandes accionistas, no hacen que los problemas de información se resuelvan favorablemente para el caso de la empresa familiar.

---

<sup>32</sup> Según las estimaciones de Ward (1988), el valor de una empresa familiar representa el 80% de la

La empresa participada por un banco ofrece señales positivas al mercado de capitales y a potenciales prestamistas, ya que cuenta con el banco como un accionista generalmente estable y bien informado que le aporta mayor solvencia y apoyo en momentos de dificultades coyunturales, lo que ya de antemano ofrece ventajas de financiación tanto con su banco como con otros prestamistas. En el caso de la empresa participada por un grupo contemplábamos cómo, mediante esta forma organizativa que permite reducir los problemas de información asimétrica también se ofrecían señales positivas a potenciales prestamistas, ya que se espera que estas empresas presenten menores riesgos de liquidación que empresas independientes. No se espera lo mismo de las empresas familiares que no cuentan con el apoyo de un grupo o de una entidad financiera en determinados momentos, suponiendo el compromiso del patrimonio familiar como única garantía de la empresa en muchas ocasiones, el prestamista puede imputar a estas empresas un mayor riesgo y con ello mayores dificultades de obtención de fondos ajenos.

Partiendo de que los trabajos previos reconocen ciertas diferencias que surgen por este tipo de propiedad familiar, estamos interesados en investigar si realmente las empresas familiares persiguen diferentes objetivos y ponen en práctica diferentes estrategias. En el capítulo 3 de la presente tesis doctoral se tratará el tema de la empresa familiar con mayor detalle.<sup>33</sup>

---

riqueza familiar.

<sup>33</sup> Si bien, tenemos presente que las que consideramos características peculiares de la empresa familiar no han sido rigurosamente demostradas en muchas ocasiones.

### 1.3. Conclusiones.

Hemos analizado posibles problemas procedentes de situaciones de asimetría informativa en dos relaciones concretas dentro de la empresa: propiedad y dirección, prestamistas y prestatarios. Bajo el prisma de distintos tipos de accionariado podemos anticipar, cómo dichos problemas pueden mitigarse en algunas situaciones concretas. En la tabla 1.6 recogemos, basados en los argumentos principales de la exposición, en qué medida se ven aminorados o solventados estos problemas teniendo en cuenta diferentes tipos de estructuras de propiedad.

Distinguimos el tipo de accionista importante que posee la empresa, un banco, la cabecera de un grupo o una familia y enumeramos en la tabla las consecuencias en la resolución de problemas de asimetría ex ante y ex post, que se desprenden de las ventajas o inconvenientes de cada tipo de estructura de propiedad.

**Tabla 1.6**  
**Soluciones a problemas relacionados con las asimetrías de información**

<b>Solución a asimetrías de información</b>	<b>Características a destacar</b>	<b>Referencias</b>
Presencia de grandes accionistas, accionistas activos y estables.	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Inversores más pacientes y estables.</li> <li>-Inversores bien informados.</li> <li>-Capacidad de decisión en la gestión.</li> <li>-Reducción del problema de free-rider.</li> <li>-Facilidades supervisión y control.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hill y Snell (1988)</li> <li>Hansen y Hill (1991)</li> <li>Baysinger et al. (1991)</li> <li>Sheard (1994)</li> <li>Francis y Smith (1995)</li> <li>Kochlar y David (1996)</li> <li>Shleifer y Vishny (1997)</li> </ul>

Tipos de accionistas	Consecuencias...	
Bancos o intermediarios financieros	<u>Asimetría ex ante:</u> -Señal positiva ante otros prestamistas. -Papel decisivo en momentos de crisis. -Reducción de problemas de financiación de algunas inversiones. <u>Asimetría ex post:</u> -No se encarece la financiación externa. -No se reduce el valor de la empresa en el mercado. -Mayor orientación a largo plazo -Evita problemas de sustitución de activos.	Diamond (1984) Fama (1985) Mayer (1990) Sharpe (1990) Prowse (1990) Mishkin (1996)
Perteneencia a un grupo de empresas	<u>Asimetría ex ante:</u> -Grupo como señal positiva ante potenciales prestamistas. <u>Asimetrías ex post:</u> -Mayor orientación a largo plazo. -Menores riesgos de liquidación y apoyo en dificultades financieras. -Menor riesgo de encarecimiento de financiación. -Explotación de interrelaciones.	Williamson (1975) Hoshi et al. (1991) Hoshi (1994) Dewenter y Warther (1998) Hundley y Jacobson (1998) Grinblatt y Titman (1998) Cai, et al. (1999)
Propiedad familiar	<u>Asimetría ex ante:</u> -Dificultades de acceso al mercado de capitales. -Tensiones financieras. -Señal negativa ante prestamistas. <u>Asimetrías ex post:</u> -Reducción de los costes de agencia -Menores necesidades de control -Estabilidad, continuidad y compromiso, aumento del valor de la empresa.	Fama y Jensen (1983) Pollack (1985) DeAngelo y DeAngelo (1985) Kets de Vries (1993) Friedman y Friedman (1994) Sharma et al. (1997)

## Capítulo 2

### Tipos de propiedad e inversión en recursos intangibles

#### 2.1. La inversión en recursos intangibles.

##### 2.1.1. La empresa como conjunto de recursos.

El enfoque de la empresa basada en sus recursos tiene sus orígenes en Penrose (1959) y Wernerfelt (1984). La premisa básica de la visión de la empresa bajo este enfoque es que las empresas difieren porque cada una posee una cesta única de recursos tangibles, intangibles, capacidades organizativas, habilidades, competencias y conocimientos, que algunos autores genéricamente llaman *recursos* (Wernerfelt, 1984; Dierickx y Cool, 1989; Barney, 1991; Peteraf, 1993) y otros *recursos y capacidades* (Teece et al., 1994; Grant, 1991; entre otros), que no pueden transferirse sin coste entre las empresas.

Por recurso se entiende cualquier factor de producción con el que cuente la empresa y esté a su disposición de forma estable (Wernerfelt, 1984).<sup>1</sup> La empresa dispone de

---

<sup>1</sup> Diferenciar entre recurso y capacidad no es una tarea fácil, a menudo no se distinguen con claridad en los trabajos de muchos autores (Fernández y Suárez, 1996). Una capacidad se entendería como el resultado de la interacción de un conjunto de recursos (Grant, 1991), lo que les convierte en complejas

recursos de distintos tipos, una posible clasificación es considerar recursos tangibles e intangibles. Los recursos tangibles son los más fáciles de valorar y a menudo los únicos que aparecen en los balances de la empresa. A pesar de ser esenciales para la estrategia de la empresa, resulta más difícil que representen una fuente de ventaja competitiva sostenible. Los recursos intangibles están basados en la información y suelen presentar dificultades de identificación y cuantificación. Son recursos tales como la reputación de la empresa, el nombre de marca, la cultura, los conocimientos tecnológicos, las patentes y marcas y la experiencia y conocimientos acumulados por los trabajadores. Los recursos intangibles se consideran una fuente real de poder competitivo y factores determinantes del éxito empresarial (Fernández, 1993b).

El enfoque basado en los recursos concibe a éstos como factores determinantes del éxito y el crecimiento empresarial, entendiendo que son la base de la estrategia y la esencia de una ventaja competitiva sostenible (Schoemaker, 1990). La identificación de recursos que puedan ser fuente de esta ventaja exige algo más que reconocer que un recurso o un conjunto de los mismos representa una fuerza o una debilidad para la empresa, por lo que este enfoque añade disciplina a este proceso subjetivo, aportando al análisis la perspectiva externa de la industria y la dinámica competitiva del contexto en que la empresa desarrolla su actividad (Peteraf, 1993; Grant, 1991).

Tras el análisis desde una perspectiva interna y externa, cada empresa cuenta con una cesta de recursos con el potencial de representar una fuente de ventaja competitiva. Este

---

combinaciones de activos, personas y procesos que una organización utiliza para transformar inputs en

potencial de los recursos de la empresa reside en la compleja interrelación que se produce entre las dimensiones de valor, escasez, imitabilidad y sustituibilidad imperfectas y apropiabilidad (Barney, 1991; Grant, 1991; Peteraf, 1993). Para que un recurso sea estratégico, según Barney (1991), debe poseer cuatro atributos:

- (a) debe ser *valioso*, en el sentido de que permita explotar oportunidades y/o neutralizar amenazas en el entorno de la empresa.
- (b) debe ser *escaso* entre los competidores actuales y potenciales. La empresa disfruta de ventaja competitiva cuando es capaz de poner en marcha estrategias que creen valor y que además no puedan llevarse a cabo simultáneamente por un gran número de empresas. Si un recurso valioso es explotado por muchas empresas simultáneamente y de la misma forma, esta estrategia común no conducirá a la empresa a la obtención de la ventaja competitiva. Si el recurso o conjunto de recursos valiosos que posee la empresa es único, generará una ventaja competitiva, que será sostenible, si que la unicidad persiste el largo plazo.
- (c) *no debe poder ser imitado*. Un recurso escaso y valioso no puede ser fuente de ventaja competitiva sostenible si las empresas que no lo poseen pueden obtenerlo. En definitiva, la ventaja competitiva puede ser sostenible porque no está sujeta a imitación. Los recursos pueden ser imperfectamente imitables por alguno de los siguientes factores o una combinación de los mismos. Primero, las condiciones históricas únicas e irrepetibles pueden dar como resultado un

proceso inimitable de decisiones empresariales (Barney, 1991). Segundo, la conexión entre los recursos poseídos por la empresa y la ventaja competitiva sostenible es resultado de una ambigüedad causal (Lippman y Rumelt, 1982), esto es, dicha conexión no se entiende o se entiende de forma imperfecta por parte de la empresa. Tercero, los recursos son el resultado de un fenómeno social complejo. Cuarto, su consecución no es posible en periodos de tiempo cortos, efecto que Dierickx y Cool (1989) denominan *deseconomías de aceleración temporal*. Por último, la intransferibilidad de los recursos garantiza que la heterogeneidad pueda mantenerse y en este sentido, que sea más difícil apropiarse de ciertos recursos y de la renta generada por ellos (Grant, 1991; Coff, 1999).

- (d) *no deben existir sustitutivos* equivalentes para este recurso. Dos recursos de una empresa son *estratégicamente equivalentes* cuando pueden explotarse separadamente para emprender las mismas estrategias. La sustituibilidad permite erosionar las ventajas de recursos que son únicos o que disfrutan de ventajas atribuibles a un monopolio (Peteraf, 1993). Si existen recursos *estratégicamente equivalentes*, otra empresa competidora o potencialmente competidora puede llevar a cabo la misma estrategia, pero utilizando diferentes recursos. En el supuesto de que estos recursos alternativos no sean escasos o imitables, serán muchos los competidores que puedan emprender la estrategia y con ello, no conseguiríamos alcanzar una ventaja competitiva sostenible.

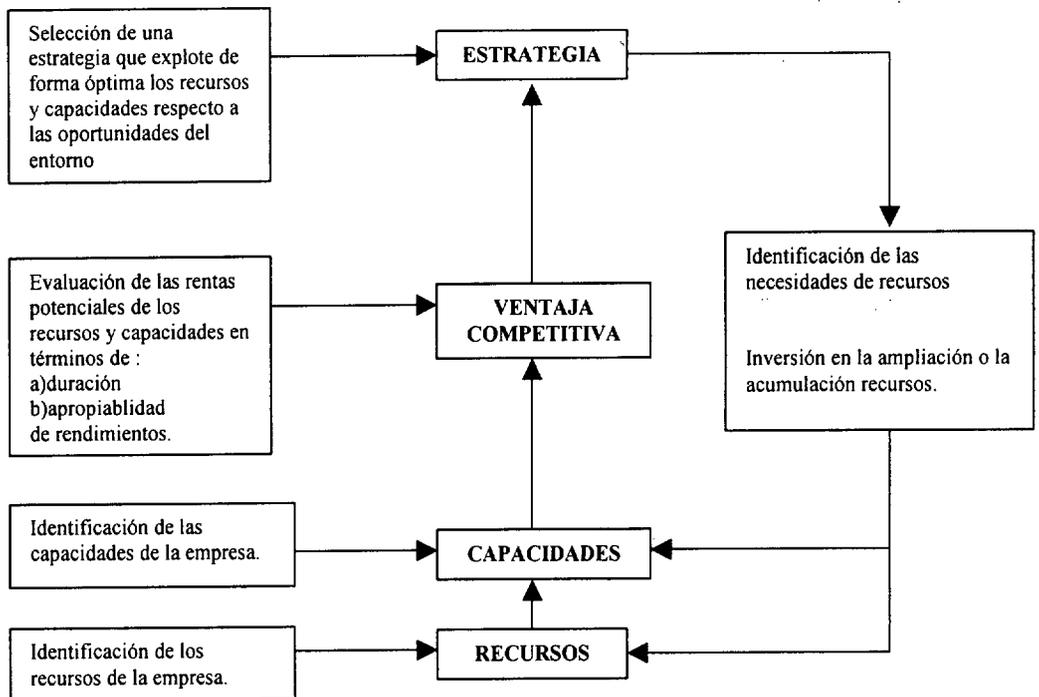
En resumen, las empresas son diferentes porque poseen distintas combinaciones de recursos. El valor de esos recursos y los beneficios que generen y puedan ser capturados por la empresa son fruto del carácter estratégico y crítico que representen en la misma (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984).

*Implicaciones estratégicas del enfoque de recursos.*

El enfoque de la empresa basado en sus recursos nos permite trasladar el ámbito de las decisiones estratégicas a la gestión y explotación de la cartera de recursos. El hecho de que la empresa trate de convertir los recursos y capacidades en los pilares de sus rentas a largo plazo parte de dos premisas básicas y fundamentales. Primero, los recursos y capacidades que posee la empresa constituyen una restricción en el diseño de la estrategia a seguir. Segundo, la cartera de recursos y capacidades es la fuente primaria de beneficios para la empresa; de la eficiente gestión y explotación de esta cartera dependerá la obtención y sostenibilidad de su ventaja competitiva (Wernerfelt, 1984; Dierickx y Cool, 1989; Prahalad y Hamel, 1990; Peteraf, 1993).

Los recursos y capacidades son, por tanto, el punto de partida para el análisis estratégico, ya que la formulación de estrategias y decisiones futuras se encuentran condicionadas por los recursos de que dispone la empresa. En su trabajo Grant (1991) plantea un procedimiento de cinco etapas para la formulación de la estrategia; es un proceso de retroalimentación, que permite que la empresa sea capaz de actualizar su cartera de recursos para conseguir esa ventaja competitiva (véase figura 2.1).

**Figura 2.1**  
**Análisis de la estrategia desde un enfoque basado en los recursos**



Adaptado de Grant (1991).

En primer lugar, la empresa examina los recursos con los que cuenta y son el punto de partida para evaluar las fortalezas y debilidades que tiene en relación a las de sus competidores. Después identifica sus capacidades, lo que puede hacer mejor que sus rivales y cuáles son los recursos que son inputs de cada capacidad, así como su complejidad. Posteriormente, se evalúan las rentas potenciales que esos recursos y capacidades pueden generar, teniendo en cuenta si es posible mantener esas rentas en el tiempo y la posibilidad de apropiarse de las mismas. El análisis de los recursos y capacidades concluye con la determinación de cuál de ellos es el más importante y cuál/es deben ser explotados; de forma que esa estrategia permita el uso más eficiente

de esos recursos y capacidades que se han considerado esenciales y que a su vez suponen las restricciones en el conjunto de estrategias posibles. Finalmente, una vez que se ha diseñado y se ha puesto en práctica la estrategia, el proceso concluye con la actualización de la cartera de recursos empleando para ello las rentas obtenidas.

A través de este proceso, la empresa sigue un ciclo que se retroalimenta, mediante el cual detecta las necesidades y limitaciones en su cartera de recursos, así como la importancia que tiene cada uno de ellos en la definición de la estrategia, con la finalidad de mejorar su dotación con las rentas obtenidas. Veamos a continuación el papel desempeñado por los recursos intangibles como elementos claves a la hora de formular la estrategia de la empresa.

### **2.1.2. Importancia de la acumulación de recursos intangibles en la formulación de estrategias.**

Existen razones para otorgar a los recursos intangibles una importancia estratégica en la empresa. La construcción de una cartera de recursos intangibles es el resultado de un proceso lento (Itami, 1987) derivado tanto de acciones explícitas para su consecución, como de la interacción de los recursos de la empresa, que se traduce en capacidades específicas de la empresa. La acumulación de recursos intangibles se enfrenta a una oferta cuasi fija, ya que resulta difícil de ser modificada en el corto plazo e incluso, en ocasiones puede tratarse de una oferta fija cuando su modificación resulta imposible.

Al tratarse de recursos fundamentados en un bien público, como es la información, son susceptibles de múltiples usos de forma simultánea y sin pérdida de valor. La información en la que se basan, no siempre es codificable, por lo que su identificación y su reproducción resulta difícil; Itami (1987) los denomina activos invisibles. Además de la codificabilidad, hay otras dos dimensiones de la información a tener en cuenta: la complejidad que resulta del entramado de rutinas en que se sustentan los activos intangibles, y la especificidad, referida al carácter idiosincrásico de estos recursos y capacidades, que los hace ser difícilmente transferibles sin incurrir en costes elevados (Fernández, 1993b).

Según hemos visto, una potencial ventaja competitiva requiere estar sustentada sobre inversiones en recursos acumulados durante un periodo de tiempo. La construcción de una cartera de recursos intangibles es el resultado de un proceso costoso en términos de tiempo y dinero y conlleva elevadas dosis de incertidumbre. No resulta fácil a corto plazo consolidar una imagen de marca, generar conocimientos técnicos o construir una red de relaciones estables con clientes (Fernández, 1993b), por poner sólo algunos ejemplos. En este sentido constituyen inversiones con horizontes temporales largos y en general, más arriesgadas dada la incertidumbre que acompaña al proceso. Lo que en definitiva, los convierte también en activos escasos y valiosos para la empresa.

En la medida en que los recursos intangibles se exploten mediante el desarrollo de capacidades complejas y difícilmente codificables, surgidas de la interacción y del conocimiento de los individuos, se reducirán las posibilidades de reproducirlas e

imitarlas. En ocasiones las causas de éxito serían difíciles de reproducir incluso para la misma empresa (Lipman y Rumelt, 1982).

Un recurso intangible será tanto más difícil de sustituir cuanto más especializado sea. Buena parte del conocimiento generado por una organización es específico, en la medida en que resulta más útil para la empresa que los genera que para cualquier otra; el mercado es imperfecto cuando trata de valorar un activo que, por sus rasgos idiosincráticos o su carácter especializado, tendría un mayor valor interno que en caso de comercializarse.

La capacidad potencial de los intangibles para representar una fuente de rentas y de ventajas competitivas sostenibles en la empresa residirá en que sean recursos valiosos, escasos, difíciles de imitar y de sustituir; además es preciso que la empresa pueda apropiarse de las rentas generadas en la explotación de esos recursos. Debemos destacar aquí la dificultad de protección de estos activos mediante el uso de contratos (Williamson, 1985). En muchas ocasiones la apropiación de las rentas que generan es una tarea difícil de realizar para la empresa. La redacción de un contrato y su cumplimiento pueden ser una tarea muy complicada sobre todo cuando los derechos de propiedad no están completamente definidos o los futuros eventos conllevan incertidumbre (Grossman y Hart, 1986), información asimétrica y riesgos de comportamientos oportunistas (Klein et al., 1982); todas ellas situaciones frecuentes en presencia de recursos intangibles.

A la dificultad de protección añadimos también la dificultad de cuantificación correcta. La contabilidad tradicional no puede valorar correctamente los activos intangibles,<sup>2</sup> lo que se traduce en una mayor dificultad para evaluar desde el exterior activos de esta naturaleza. Desde una perspectiva financiera, estos activos tienen más problemas a la hora de ser evaluados por un financiador externo, al hecho de no ofrecer por sí mismos una garantía real y por los problemas de asimetría de información a los que están sometidos (Myers y Majluf, 1984). Cuanto más complejos y específicos sean, más se dificulta su valoración y mayores asimetrías informativas se generan, en tanto que no son fácilmente reconocibles fuera de la empresa y además su valor de liquidación se reduce al tener un potencial dentro de la empresa que no tendría en otro lugar. De ahí que el mercado resulte ser un mecanismo imperfecto sobre todo cuanto mayor sea el grado de especificidad de los activos; Dierickx y Cool (1989) hablan incluso de recursos sin mercado, como la reputación.

Por sus características, los recursos intangibles pueden reunir las condiciones que un recurso debe tener para constituir una fuente de ventaja competitiva sostenible. En este sentido deben jugar un papel muy importante en el proceso de la formulación de la estrategia de la empresa (Hall, 1992). A su vez, se caracterizan por ser inversiones arriesgadas, con horizontes temporales largos, con elevadas dosis de complejidad y especificidad, y difíciles de valorar y de proteger. Como consecuencia de todo lo anterior, cabe esperar que se enfrenten a mayores dificultades a la hora de obtener financiación, ya que para los proveedores de fondos externos estas inversiones adolecen

---

<sup>2</sup> Salvo de forma agregada con el Fondo de comercio en una compra venta.

de mayores asimetrías informativas, mayor incertidumbre de éxito y menores garantías de liquidación.

Reconocida la importancia estratégica que para la empresa puede tener la inversión en recursos intangibles, estamos interesados en el análisis de estas decisiones de inversión, partiendo de la premisa de que son recursos con estas características peculiares que ocasionan problemas de asimetría de información en las relaciones dentro y fuera de la empresa.

### **2.1.3. Tipos de recursos intangibles.**

La importancia de los intangibles, destacada inicialmente por Itami (1987), fue precisada con posterioridad por otros autores como Aaker (1989) y Hall (1993), que distinguen entre los que serían estrictamente activos propiedad de la empresa y competencias y habilidades, cuyo control por parte de la empresa se hace más difícil u imposible al residir en las personas que los poseen.

Entre estos recursos de carácter invisible, podemos distinguir tres grandes tipos: los recursos tecnológicos, los recursos humanos y la reputación (Grant, 1992). El proceso de acumulación de estos recursos se deriva en primer lugar de una serie de acciones explícitas como ocurre, por ejemplo, con la realización de actividades de investigación y desarrollo, destinadas a la mejora de la dotación tecnológica o con las políticas de formación de personal, destinadas a conseguir una mejor dotación de capital humano. También la actividad cotidiana de la empresa proporciona fuentes de posibilidades para

mejorar y explotar las oportunidades que proporcionan estos recursos, separados o de forma combinada (Fernández, 1993b).

*Capacidad innovadora y recursos tecnológicos.*

El stock de tecnología protegida por el derecho de patentes, el saber hacer y las facilidades para la innovación, son algunos de los recursos tecnológicos (Grant, 1992). Se caracterizan, como la mayoría de recursos intangibles, por tener una oferta cuasi-fija, estar basados en la información y no contar con un mercado perfecto. Los efectos en los beneficios de las actividades diseñadas con el fin de mejorar los recursos tecnológicos no suelen ser inmediatos. De hecho, suelen ser actividades arriesgadas cuyos resultados finales esperados pueden no llegar a producirse.

La capacidad innovadora de la empresa puede representar una fuente de ventaja competitiva sostenible muy importante (Chiesa y Barbeschi, 1994; Foss, 1996). Desde el punto de vista estratégico, los conocimientos científicos y tecnológicos pueden ser decisivos ya que cumplen en muchas ocasiones las bases necesarias para convertirse en ventaja competitiva: son valiosos, escasos, difíciles de imitar por la competencia y de ser sustituidos (Barney, 1991).

Los recursos tecnológicos son valiosos porque la capacidad de innovar y desarrollar nuevos productos o nuevas técnicas y aplicaciones para los ya existentes le confiere a la empresa la oportunidad de explotar posiciones ventajosas respecto a los competidores. Son escasos en la medida en que requieren inversiones que no todas las empresas llevan

a cabo. Además, la complejidad de los procesos y la dependencia de los recursos y conocimientos tecnológicos ya existentes hace que puedan convertirse en recursos y capacidades difícilmente imitables por la competencia. Por último, si no existen sustitutivos equivalentes, la explotación de los mismos permitirá a la empresa alcanzar una ventaja competitiva sostenible.

Por sus características propias, complejidad, especificidad y ambigüedad causal, resultan difíciles de cuantificar y no siempre pueden contemplarse por la contabilidad tradicional; por definición existe mucho conocimiento tácito inmerso en la tecnología, de ahí que no sea tan fácil valorarlos; por ejemplo, el *know how*, por su propia naturaleza resulta imposible de contabilizar.

Dadas las dificultades de evaluar correctamente el stock de tecnologías de la empresa en términos contables, los trabajos empíricos emplean habitualmente los fondos dedicados a investigación y desarrollo (I+D), como una forma alternativa de identificar el esfuerzo que realiza la empresa en mejorar su dotación de recursos y capacidades tecnológicas (Grubaugh, 1987; Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Galende y Suárez, 1999). Esta consideración se fundamenta en que los resultados de estas actividades, además de ser en ocasiones susceptibles de patentarse, sirven para la mejora de los procesos productivos y los productos; en definitiva, la finalidad última de las actividades de I+D es la de mejorar la dotación tecnológica de la empresa, con unas implicaciones que van más allá de los resultados patentables exclusivamente. Sus resultados determinan en gran medida las capacidades y recursos tecnológicos de la empresa.

*Capital humano.*

El factor humano también puede representar en la empresa el papel de recurso estratégico y ser fuente de ventaja competitiva, para lo que debe aportar valor a la empresa (Grant, 1992). Este tipo de recurso se manifiesta en forma de capital intelectual, en habilidades y conocimientos, que residen tanto en individuos como en equipos (Winter, 1987), en la calidad y el saber hacer de directivos (Castanias y Helfat, 1991) y empleados (Belderbos y Sleuwaegen, 1996), así como adaptación y lealtad a la empresa (Barney y Hansen, 1994).

Wright et al. (1994) examinan las condiciones necesarias que deben darse para que los recursos humanos de la empresa puedan ser una fuente de ventaja competitiva de acuerdo con los criterios de Barney (1991). Primero, deben aportar valor a la empresa, lo que supone, por ejemplo, contar con individuos con diferentes tipos de habilidades, capaces de desarrollar los distintos trabajos que han de llevarse a cabo en la actividad de la empresa. Segundo, deben ser un recurso escaso, la empresa puede obtener empleados con habilidades superiores a las de empleados de empresas de la competencia, a través de buenos programas de selección y sistemas de retribución más atractivos. Tercero, para conseguir una ventaja competitiva sostenible basada en estos recursos, deben ser inimitables; el hecho de contar con trabajadores que poseen habilidades y conocimientos superiores puede obedecer a condiciones históricas únicas, a procesos de ambigüedad causal y a una complejidad social que los convierte en recursos difícilmente imitables por la competencia. Por último, el recurso no debe tener

sustitutivos si lo consideramos una fuente potencial de ventaja competitiva. Es decir, que esa capacidad con la que cuenta la empresa fundamentada en su capital humano no pueda sustituirse por otras personas o máquinas capaces de desarrollar la misma función.

La empresa estará interesada en la inversión de recursos humanos, en la medida en que constituyen un recurso estratégico y tiene a su disposición distintos medios para acumularlos. Una forma es contratar trabajadores con mayor cualificación; Bates (1990) obtiene una relación positiva entre los resultados empresariales y la educación de los trabajadores de la empresa. También puede emprender políticas de formación del personal (Becker et al., 1997), que, como tal, suponen una inversión más o menos específica, en la medida en que los conocimientos adquiridos por éste sufran una pérdida de valor al ser transferidos a otra empresa. Dados los riesgos de comportamiento oportunista que tendría la empresa ante una formación específica, cabe esperar que los costes de la misma sean sufragados por la empresa o compartidos por empresa e individuo. Por otro lado, la habilidad de la empresa para crear y formar un 'stock de experiencia' depende de la capacidad de retener al personal clave. La construcción de una cartera de recursos humanos basada en la capacidad de retención es un paso previo en la creación de activos estratégicos basados en capital humano (Kamoche, 1996). Una mayor duración de los contratos, frente a la eventualidad y la movilidad, facilita el aprendizaje, la experiencia y el conocimiento de las tareas y se asocia positivamente con la formación específica (Royalty, 1996).

Para alcanzar una ventaja competitiva no basta con acumular un recurso de carácter estratégico, la empresa ha de ser capaz de apropiarse de rentas que genera. Los recursos humanos son ejemplos típicos de recursos intangibles que muchas veces no son propiedad de la empresa y, en numerosas ocasiones, las rentas que generan son de difícil apropiabilidad (Hall, 1993; Coff, 1999); tanto mayor será el problema de apropiabilidad para la empresa cuanto más genérica se la formación de los trabajadores, ya que será susceptible de ser utilizada en otra empresa sin pérdida de productividad.

Resumiendo, el stock de recursos humanos que posee la empresa puede valorarse en términos de la calidad y cantidad de capital humano, lo que a su vez, puede aproximarse con la educación y cualificación de los empleados (Bates, 1990),<sup>3</sup> y también en términos de la capacidad de retención de los empleados por la empresa, entendiendo que la duración de los contratos favorece la formación de carácter específico (Royalty, 1996). Si consideramos la variable de inversión en estos recursos como flujo, más que como stock, podemos valorar el esfuerzo que realiza la empresa en capital humano en términos de formación de sus empleados; además, si las tareas a desempeñar son específicas cabe esperar que la empresa sufrague parte de los costes que serían irrecuperables para el trabajador.

#### *Reputación de la empresa y del producto.*

Entre los recursos intangibles se encuentra también la imagen de la empresa (Grant 1991; Foss, 1996). La imagen y la reputación son activos con los que la empresa cuenta

y que no siempre tienen un reflejo en la contabilidad. Para que este tipo de recursos constituya una fuente potencial de ventaja competitiva sostenible deberían constituirse como un recurso estratégico, de acuerdo a los criterios de Barney (1991).

Primero, la reputación de la empresa ante grupos exteriores (clientes, proveedores, acreedores, etc) o del producto que vende es un activo valioso, en caso de poseerse. Si la empresa cuenta con buena reputación ante los distintos colectivos, tiene mayor prestigio ante ellos y mayor poder de negociación con las distintas partes, lo que le permite explotar ciertas oportunidades y/o neutralizar amenazas en su entorno (Porter, 1980). Segundo, es un bien escaso, cuya acumulación resulta lenta y las inversiones realizadas en conseguirlo no siempre tienen el rendimiento esperado. Tercero, es difícil de imitar, ya que generalmente una reputación es el resultado de un fenómeno social complejo, tanto interna como externamente; incluso puede producirse una ambigüedad causal, cuando ni siquiera la empresa es capaz de identificar la conexión entre sus recursos y ese activo reputacional, para el que raramente encontramos un mercado (Dierickx y Cool, 1989). Por último, la reputación es un activo difícil de ser sustituido por la empresa y por competidores actuales y potenciales.

En los últimos años han surgido una serie de investigaciones destinados a cuantificar el valor de una marca (Elorz, 1997); con todo, es un tema abierto.<sup>4</sup> Al igual que en los

---

<sup>3</sup> Conscientes de que efectivamente la educación (ya sea universitaria o niveles inferiores) es un conocimiento genérico adquirible en el mercado; pero en el entendido de que permite desarrollar habilidades de aprendizaje y proporciona una mayor flexibilidad.

<sup>4</sup> Esta investigación recoge una revisión exhaustiva de los trabajos más representativos que proponen y contrastan aproximaciones para medir el valor de marca; concretamente realiza el estudio desde los

casos anteriores, los gastos de la empresa en publicidad y marketing se emplean frecuentemente para identificar los recursos reputacionales que posee la empresa; estos gastos revelan el compromiso de la empresa con sus clientes y se dedican a la creación y sostenimiento de un nombre y una reputación en los mercados, generando activos en forma de reconocimiento de la marca y diferenciación del producto y de la empresa (Denekamp, 1995; Chatterjee y Wernerfelt, 1991).

## **2.2. Tipos de propiedad y acumulación de recursos intangibles.**

### **2.2.1. Asimetrías de información en las decisiones de inversión en intangibles.**

Las características propias de los recursos intangibles, como elevados grados de incertidumbre, horizontes temporales largos y carencia de garantías reales, hacen que las inversiones en ellos sufran de problemas de asimetría de información. Problemas que pueden aparecer tanto antes, en el momento de obtención de fondos para su financiación, como después, con las acciones emprendidas por la dirección; y que están presentes tanto dentro de la empresa, en la relación entre propiedad y dirección, como fuera, entre prestamistas y prestatarios.

En primer lugar, puede darse un problema de selección adversa, ya que el mercado carece de información suficiente para evaluar el verdadero valor de estos activos. En unos casos los responsables de la empresa son realmente incapaces de proporcionar información creíble a los inversores potenciales, sobre el verdadero valor de las

tecnologías que están desarrollando o de los procesos de formación y socialización de sus empleados. En otros, no se encuentran muy dispuestos a dar una información de carácter confidencial, que supondría erosionar la ventaja competitiva de la empresa, de llegar esa información a sus competidores.

A ello se añade la ausencia de garantías reales que suponen este tipo de inversiones, lo que aumenta el riesgo que sufre el prestamista en caso de que la empresa entrase en crisis. La falta de garantías que proporciona este tipo de recursos es producto de dos factores. Primero, su propio carácter intangible hace difícil constituirse como un aval de la inversión. Segundo, la especificidad que les acompaña en muchos casos, puede hacer que su productividad sea menor de ser utilizados en un contexto diferente del actual; tal es el caso de la reputación o de determinadas habilidades y capacidades del personal, por poner sólo dos ejemplos.

Se trata, además, de inversiones con resultados no sólo inciertos sino tan sólo obtenibles en el largo plazo, lo que nuevamente plantea problemas para obtener financiación en el mercado. Los problemas de financiación son especialmente importantes cuando la empresa quiere invertir en estos activos intangibles y más concretamente cuando éstos tienen unos resultados a largo plazo. En estas condiciones es difícil recurrir a la obtención de fondos externos (Branch, 1974). En consecuencia, puede darse el caso de que ciertos proyectos sólo se realizarán de ser internamente financiados. Así, Himmelberg y Petersen (1994) encuentran una relación positiva y significativa entre las

---

financiera de la empresa.



inversiones de I+D y la financiación interna; resultados consistentes con el argumento de que a mayores asimetrías informativas aumentan las dificultades para recurrir a financiación externa, con lo que la disponibilidad de fondos internos es el determinante principal de las inversiones en I+D.

Las consecuencias directas de los problemas de selección adversa que surgen en la provisión de financiación externa, son las dificultades de financiación de determinados proyectos, especialmente de inversión en intangibles. Por un lado, los proveedores de fondos externos pueden exigir una mayor retribución para compensar el riesgo superior, provocando un aumento del coste de la financiación o que la inversión finalmente no llegue a realizarse. Por otro lado, se puede originar una tendencia a invertir a corto plazo que puede no ser la óptima en la construcción de una cartera de recursos estratégicos para la empresa.

Una vez conseguida la financiación surgen problemas de riesgo moral, que se traducen en un encarecimiento de la financiación, además de originar problemas de supervisión, infrainversión y sustitución de activos, en la relación entre prestamistas y prestatarios.<sup>5</sup>

Por su parte, la incertidumbre que rodea al proceso de construcción de los activos intangibles hace que se agudicen los problemas de información asimétrica entre accionistas y directivos. No siempre es fácil distinguir si el trabajo de los responsables de la dirección de la empresa (sean éstos los mismos propietarios o agentes de ellos) ha sido el correcto o, por el contrario, se han aprovechado de los márgenes de

discrecionalidad de que disponen. Los directivos pueden preferir inversiones con resultados visibles en el corto plazo, descuidando la inversión más rentable en un horizonte temporal mayor, que tal vez les ocasionaría el sacrificio de beneficios inmediatos y reduciría sus posibilidades de promoción. Además, las inversiones con resultados inciertos serían menos preferidas por el directivo, que por definición es averso al riesgo. Si el accionista es incapaz de supervisar y controlar las acciones de la dirección, la divergencia de objetivos y los problemas de información podrían dificultar el proceso de inversión en intangibles.

**Tabla 2.1**  
**Asimetrías de información en la inversión de activos intangibles**

<b><i>Selección adversa</i></b>
Resultados inciertos.
Ausencia de garantías reales para la inversión.
Problemas del mercado para evaluar activos intangibles.
Resultados generalmente a largo plazo.
Menor valor de liquidación por la especificidad de muchos de estos activos.
<b><i>Riesgo moral</i></b>
Mayor incertidumbre y discrecionalidad en el proceso de decisión.
Interés de la dirección por invertir en proyectos con resultados visibles y a corto plazo, en detrimento de los intangibles.
Dificultades de supervisión.

Como resume la tabla 2.1, encontramos problemas de asimetrías informativas a la hora de emprender inversiones en activos intangibles, que resumimos en problemas de selección adversa, ya que por sus características peculiares estos activos presentan mayores dificultades para obtener financiación al contar con unos resultados inciertos y

<sup>5</sup> Para recordar puede verse el capítulo 1.

en el largo plazo, ser más difíciles de valorar y tener menores valores de liquidación. Si la empresa cuenta con financiación, también puede encontrarse con problemas asociados al riesgo moral, ocasionados por la discrecionalidad de la dirección en un proceso que envuelve muchas asimetrías informativas y donde se complica la supervisión y el control de las acciones directivas.

### **2.2.2. La pertenencia a un grupo y el proceso de acumulación de intangibles.**

Muchos de los problemas anteriores, relacionados con la información e incentivos y con dificultades financieras coyunturales, pueden verse aminorados en las empresas que se integran en grupos (Hoshi, 1994). El grupo es un inversor estable, dotado de voluntad de permanencia, con representantes en los órganos de gobierno de las empresas que participa, y con incentivos y posibilidades de obtener información adicional. Esto supone que puede disponer de suficientes elementos de juicio para evaluar el correctamente las inversiones en intangibles que sus empresas están estudiando emprender. Por un lado, puede acceder a información confidencial, que la empresa no pondría a disposición de terceros; por otro, está en mejores condiciones para apreciar las posibilidades de los intangibles de la empresa.

Como consecuencia de todo lo anterior, la pertenencia al grupo también puede tener una función señalizadora frente al mercado, esto es, ofrecer una señal creíble de solvencia a los prestamistas. La cabecera del grupo, al igual que se postula para el banco principal (Sheard, 1994), tiene acceso a la información y puede intervenir activamente en la

gestión, lo que reduciría la discrecionalidad directiva y con ella los problemas de infrainversión y sustitución de activos.

La cabecera del grupo es un accionista activo, dispuesto a ejercer su función de supervisión y control para evitar comportamientos oportunistas por parte de los directivos de la empresa; dispone de más información que el mercado y puede ejercer la labor disciplinadora de los directivos con menos costes que aquél (Williamson, 1975). Los controles internos son más eficientes de lo que serían los controles externos en los sistemas de mercado, caracterizados por un accionariado disperso. De manera similar, está en condiciones de proporcionar financiación a largo plazo, lo que también permite proteger a las empresas del grupo de posibles amenazas provocadas por inversores especulativos (Goold et al., 1994). Todo ello hace que los directivos tampoco tengan incentivos para fomentar las inversiones a corto plazo, comportamiento que en ocasiones produce el mercado de capitales deseoso de obtener resultados inmediatos o en los casos en que predominen los controles financieros que evalúan por los beneficios anuales.

Retomando la tabla 2.1, en la que se exponen los problemas de asimetrías informativas relacionados con la inversión en activos intangibles, incluimos a modo de resumen la influencia que la pertenencia a un grupo puede ejercer en la resolución de los mismos (ver tabla 2.2).

**Tabla 2.2**  
**Efectos de la pertenencia a un grupo en el proceso de acumulación de intangibles**

	<i>Pertenencia a un grupo</i>
<b><i>Selección adversa</i></b>	
Dificultad en la financiación de inversiones con resultados inciertos y a largo plazo.	Capacidad e interés del grupo para obtener información.
Ausencia de garantías reales para la inversión.	El grupo es un buen aval.
Problemas del mercado para evaluar activos intangibles.	Función señalizadora positiva.
Menor valor de liquidación por la especificidad de estos activos.	Apoyo del grupo en momentos de dificultades.
<b><i>Riesgo moral</i></b>	
Mayor incertidumbre en la inversión.	Accionista activo que puede controlar decisiones.
Interés de la dirección por invertir en proyectos con resultados visibles y a corto plazo, en detrimento de los intangibles.	Inversor estable con capacidad de decisión.
Discrecionalidad directiva y dificultad de supervisión.	Facilidad e incentivos para supervisar.

Como consecuencia de las ventajas que aporta la pertenencia a un grupo, esperamos que se facilite el comportamiento inversor más orientado hacia la construcción de activos intangibles de carácter tecnológico, como la capacidad innovadora y los recursos tecnológicos se derivan en buena medida del esfuerzo en I+D que realiza la empresa, por lo que planteamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1 : La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.*

El factor humano puede suponer para la empresa un segundo recurso estratégico, capaz de proporcionarle una ventaja competitiva. La inversión en capital humano puede convertirse en un recurso específico para la empresa en la medida en que suponga la adquisición de habilidades, destrezas y conocimientos cuyo valor sería menor de utilizarse fuera. Así, la contratación de empleados fijos puede entenderse como una señal de que su formación y destrezas se han ido (o se van a ir) adaptando progresivamente a las necesidades de la empresa, lo que hace que en muchos casos la productividad de este factor se reduzca en caso de abandonarla.<sup>6</sup> Una vez que el trabajador posee ciertas habilidades en el desempeño de sus actividades y se ha ido coespecializando con otros trabajadores y recursos, lo que redundará en una mayor productividad, es un activo específico que a la empresa puede interesar retener y, por lo tanto plantea la contratación a mayor plazo de ese personal que aporta un valor superior.

La formación del personal también puede ser un factor determinante de la inversión en capital humano, que contribuye a aumentar el valor de los trabajadores, estén más o menos cualificados. El grupo de empresas como accionista estable y bien informado, puede ofrecer más sustento a este tipo de inversiones, que cuanto más carácter específico tengan, tendrán un mayor coste de liquidación y un menor valor en usos alternativos. Recogemos estas ideas en las siguientes hipótesis:

*Hipótesis 2: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.*

---

<sup>6</sup> Este supuesto no siempre es sostenible. Es bien sabido que una forma de apropiarse de la experiencia

*Hipótesis 3: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la formación del personal realizada por la empresa.*

Por último, la reputación constituye un tercer tipo de recurso estratégico, que puede representar una fuente de ventaja competitiva para la empresa. El activo que representa una marca es un intangible que llega a conseguirse fundamentalmente mediante programas de marketing a medio y largo plazo y como tal son inversiones que pueden competir con otra serie de gastos que sí tienen resultados a más corto plazo. Los argumentos de que el grupo es un accionista estable con objetivos a largo plazo y bien informado de las decisiones que se toman en la empresa seguirían apoyando la hipótesis de que la pertenencia al grupo estará positivamente asociada con la inversión en el recurso intangible como es el nombre de la marca. Enunciamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 4: La pertenencia al grupo está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.*

### **2.2.3. La propiedad familiar y el proceso de acumulación de intangibles.**

La propiedad familiar también posee unas características peculiares que se traducen en ventajas e inconvenientes a la hora de participar en la financiación de intangibles.

Entre las ventajas tenemos, primero que la propiedad está muy involucrada en la gestión, por lo que tiene suficiente información para evaluar la capacidad de generar rentas de dichos intangibles e incentivos para hacerlo, como consecuencia de la concentración de patrimonio que suelen tener. Se solucionan así los problemas de información asimétrica asociados con inversiones cuyos resultados son inciertos y donde no siempre es posible o no interesa desvelar toda la información. Podemos considerar que los propietarios son accionistas bien informados. Segundo, los intereses de los accionistas-familia están vinculados con la obtención de resultados a largo plazo, por lo que estarán dispuestos a realizar inversiones cuyas consecuencias se apreciarán en periodos de tiempo más largos, como ocurre normalmente con los recursos de carácter intangible. En este sentido podemos decir que son accionistas estables. Tercero, la ausencia, por lo general, de las empresas familiares de los mercados de capitales, permite destinar fondos de forma estable a financiar actividades cuyos resultados sólo se apreciarán en el largo plazo sin tener que someterse a la evaluación de unos inversores externos que puedan tener más orientación al corto plazo.

Con estos argumentos a favor cabría esperar una relación positiva entre la propiedad familiar y la realización de actividades en I+D, si tenemos en cuenta las ventajas que proporciona la presencia de los accionistas bien informados con capacidad de decisión (ver tabla 2.3). Además, por su carácter de permanencia y objetivos a largo plazo estarían dispuestos a favorecer la inversión en recursos tecnológicos, que pueden

suponer el sustento de una ventaja competitiva para la empresa en el largo plazo. En este sentido podríamos plantear la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 5a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.*

Sin embargo, a pesar de que existen argumentos que favorecerían, a priori, estas inversiones, también encontramos otros en contra (ver tabla 2.3). Las debilidades de las empresas familiares provienen, en primer lugar, de la limitación de recursos y de sus desventajas relativas para acceder al mercado de capitales, que pueden dificultar ciertas estrategias, como la de innovación (Friedman y Friedman, 1994; Kets de Vries, 1993).

Las empresas integradas en grupo ofrecen al mercado señales positivas de solvencia y apoyo, que proceden de la capacidad de la empresa matriz de reasignar recursos y la figura de garantía y aval otorga la pertenencia al grupo. Sin embargo, las empresas familiares se señalizan de forma negativa ante los potenciales prestamistas, que encuentran menor fiabilidad en empresas para las que es más difícil encontrar avales y garantías que no comprometan el patrimonio familiar (Sonnenfeld y Spence, 1989). Además, si las señales no son positivas en lo que a financiación ajena se refiere, tampoco los incentivos a obtener financiación externa vía emisión de acciones son mayores; la entrada de nuevos accionistas y nuevos socios supone pérdidas de control que las empresas familiares no suelen admitir (Donckels y Fröhlich, 1991).

**Tabla 2.3**  
**Efectos de la propiedad familiar en el proceso de acumulación de intangibles**

	<i>Propiedad familiar</i>
<b><i>Selección adversa</i></b>	
Dificultad en la obtención de financiación por presentar resultados inciertos y generalmente a largo plazo.	Mayor limitación de recursos de la familia.
Ausencia de garantías reales para la inversión.	Más dificultades para encontrar avales y garantías.
Problemas del mercado para evaluar activos intangibles.	Menos credibilidad ante inversores.
Menor valor de liquidación por la especificidad de estos activos.	No cuenta con apoyos externos.
<b><i>Riesgo moral</i></b>	
Mayor incertidumbre y discrecionalidad en el proceso de decisión.	Suficiente información, muy involucrada en la gestión.
Interés de la dirección por invertir en proyectos con resultados visibles y a corto plazo, en detrimento de los intangibles.	Priman los intereses de la familia que son a largo plazo; también más aversa al riesgo.
Mayores asimetrías informativas y más dificultad de supervisión.	Facilidades para la supervisión.

Otro argumento en contra de la realización de estas actividades lo proporciona la mayor aversión al riesgo que se asigna a estos inversores, que cuentan con una proporción significativa de la riqueza concentrada en un único negocio. Cuando un inversor tiene su riqueza personal poco diversificada, en el cálculo de las ganancias o las pérdidas personales se incorporan atributos pecuniarios y no pecuniarios. En la medida en que las empresas familiares el patrimonio personal está muy concentrado (Fama y Jensen, 1983), la riqueza de estos propietarios en puestos de dirección o gerencia variará casi de forma proporcional al valor de las acciones de la empresa, lo que hace suponer que el

propietario se comporte como un decisor bastante averso y se vea inducido a realizar actividades que no conlleven tanto riesgo (Wright et al., 1996). Los directivos y, al mismo tiempo propietarios mayoritarios, pueden ser demasiado cautelosos a la hora de arriesgar su fortuna personal, por lo que no encontrarán deseable incrementar su riesgo realizando actividades de I+D. En general, las empresas familiares suelen reconocerse más aversas al riesgo y conservadoras, donde la creatividad y la innovación son aspectos menos importantes (Donckels y Fröhlich, 1991). La conjunción entre estos argumentos y los problemas de financiación ya comentados, nos llevan a plantear una hipótesis alternativa a la hipótesis 5a:

*Hipótesis 5b : La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.*

Al igual que ocurría al estudiar las inversiones estratégicas en recursos humanos y en reputación de las empresas integradas en grupos, en las empresas familiares volvemos a encontrarnos con argumentos similares. Se trata de accionistas estables y bien informados, con perspectivas de permanencia y objetivos vinculados con la supervivencia de la empresa en el largo plazo; por lo que, lo expuesto anteriormente para el caso de las inversiones en I+D puede hacerse extensivo para la inversión en capital humano y en activos reputacionales. Por ello, planteamos las siguientes hipótesis:

*Hipótesis 6a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.*

*Hipótesis 7a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la formación del personal realizada por la empresa.*

*Hipótesis 8a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de la marca.*

Los argumentos en contra, de nuevo, proceden de la mayor aversión al riesgo y conservadurismo que tiene la familia al plantearse la inversión en activos intangibles; en este caso destinada a mejorar las capacidades y la formación de los empleados o a aumentar el valor de la marca, lo que se traduce en las siguientes hipótesis alternativas:

*Hipótesis 6b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.*

*Hipótesis 7b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.*

*Hipótesis 8b: La propiedad familiar está negativamente asociada con la inversión en activos intangibles como el nombre o la imagen de la marca.*

#### **2.2.4. Inversiones en activos intangibles y financiación interna.**

La conclusión de que la inversión en I+D debe estar financiada principalmente por fondos internos se basa habitualmente en la existencia de asimetrías de la información entre las empresas y las fuentes de financiación externas (Himmelberg y Petersen, 1994). Para el caso en que las empresas no obtienen financiación externa, esta restricción implica que los gastos totales de inversión en la empresa no pueden exceder los recursos generados internamente. Cuanto más difícil sea la obtención de estos fondos externos, más sensibilidad mostrarán las inversiones a la disponibilidad de fondos internos. Si la empresa tiene acceso a otras fuentes de financiación, ciertas inversiones no tendrán por qué mostrar una relación tan directa con los recursos internos que genera la empresa; cuando no se dispone de financiación propia se recurre al mercado y no por ello se deja de realizar la inversión. Por el contrario, si resulta difícil o imposible adquirir fondos externos, determinadas inversiones, como la I+D, serán mucho más dependientes de los recursos internos, mostrando con ello mayor sensibilidad hacia éstos.

El control directo por parte de los inversores estables y activos puede paliar el problema de información asimétrica que se plantea una vez que contamos con la financiación necesaria para emprender ciertas inversiones, desde el momento en que están mejor informados de los proyectos de la empresa. Tanto la pertenencia a un grupo como la propiedad familiar cuentan con esas ventajas atribuibles a los accionistas estables y bien informados, que actuarían como un mecanismo de asignación de recursos para la

financiación de los proyectos en el plazo de tiempo eficiente. Sin embargo, las señales que ofrecen a los prestamistas potenciales no son las mismas, ni tampoco lo son las soluciones de financiación que puede ofrecer el grupo en determinados momentos frente a la propiedad familiar.

Los resultados de Hoshi et al. (1991) muestran que la inversión de las empresas integradas en grupos no es sensible a la disponibilidad de fondos generados internamente. De esta forma pretenden demostrar que la pertenencia a un grupo y la estrecha relación con un banco, en su caso, es una señal positiva para obtener financiación externa para emprender proyectos de inversión facilitando así su obtención, sin depender exclusivamente de la financiación interna. Por otro lado, la cabecera del grupo se constituye como un accionista estable y bien informado, capaz de reducir los problemas de información típicos en situaciones de estructuras de propiedad fragmentadas y prestamistas con menor acceso a información, haciendo posible con ello la financiación de determinados proyectos, para los cuales de otro modo no se conseguirían fondos externos. Sin embargo, las empresas familiares no cuentan con tantas facilidades, tienen acceso a un menor rango de instrumentos en el mercado de capital (Ang, 1992), con lo que es menos probable que sean capaces de obtener financiación para llevar a cabo proyectos de inversión, más aún si son arriesgados; y tampoco cuentan con la señal positiva que emite al mercado la pertenencia a un grupo.

Estas dificultades de financiación, que previsiblemente experimentarán las empresas familiares, se acrecienta en las que además son de pequeño tamaño (Hao y Jaffe, 1993).

Uno de los principales problemas de las pequeñas y medianas empresas es su dificultad para conseguir los recursos que precisa para el desarrollo de sus actividades, que cuentan con numerosos obstáculos para la captación de recursos y con garantías insuficientes<sup>7</sup> ante los intermediarios (Bécker, 1996; Maroto, 1996). Recogemos esta idea en la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 9: Para empresas pequeñas, a priori con mayores problemas de financiación externa, la inversión en I+D es más sensible a resultados anteriores en las empresas familiares que en las empresas pertenecientes a un grupo.*

En la tabla 2.4 se resumen las hipótesis objeto de estudio, que serán contrastadas empíricamente en la sección siguiente.

---

<sup>7</sup> Es previsible que a las pequeñas empresas se les exijan mayores garantías complementarias a la propia viabilidad económica del proyecto que han de financiar, garantías dirigidas a compensar el mayor riesgo ex ante que se les atribuye (Ocaña et al., 1994).

**Tabla 2.4**  
**Resumen de las hipótesis**

<b>Tipos de propiedad e inversión en recursos intangibles.</b>
<i>Hipótesis 1:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 2:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.
<i>Hipótesis 3:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 4:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.
<i>Hipótesis 5a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 5b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 6a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.
<i>Hipótesis 6b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.
<i>Hipótesis 7a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 7b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.
<i>Hipótesis 8a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.
<i>Hipótesis 8b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.
<i>Hipótesis 9:</i> Para empresas pequeñas, a priori con mayores problemas de financiación externa, la inversión en I+D es más sensible a resultados anteriores en las empresas familiares que en las empresas pertenecientes a grupos.

## **2.3. Análisis empírico.**

### **2.3.1. Descripción de la muestra.**

El contraste de las hipótesis anteriores se ha llevado a cabo mediante un análisis empírico en el que se ha utilizado la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE). La ESEE ha sido realizada y facilitada por el Ministerio de Industria y Energía y la Fundación Empresa Pública; constituye una investigación estadística anual, con una muestra representativa de empresas manufactureras españolas seleccionadas mediante muestreo estratificado en la población de empresas manufactureras españolas. En ella están representadas empresas de todos los tamaños y presentes en todos los sectores de actividad.<sup>8</sup>

Para realizar este estudio empleamos los datos que facilita la ESEE para el año 1994, que es donde se encuentra la información relativa a una de nuestras variables clave objeto de estudio, la pertenencia a grupo (que en la encuesta tiene carácter cuatrianual); inicialmente contamos para ello con 1682 observaciones.<sup>9</sup> En la tabla 2.5 se muestra el número de empresas clasificado en diferentes tramos de tamaños por número de empleados. Merece la pena destacar el elevado porcentaje de empresas familiares en la muestra, lo que hace esta encuesta especialmente adecuada para el estudio, habida cuenta de lo difícil que resulta encontrar datos para estas organizaciones.

---

<sup>8</sup> Véase Fariñas y Jamandreu (1995) para más información sobre la realización de la encuesta.

<sup>9</sup> Para contar con una muestra más actualizada hubiésemos precisado la información correspondiente a 1998, por el carácter cuatrianual de las variables relativas a la pertenencia a un grupo. Ante la

En la tabla 2.6 se distribuyen las empresas por sectores de actividad según los 18 sectores que identifica la Fundación Empresa Pública.<sup>10</sup>

**Tabla 2.5**  
**Distribución de las empresas por número de empleados**

	<i>Menos de 200</i>	<i>Entre 200 y 500</i>	<i>Entre 500-1000</i>	<i>Superior a 1000</i>
<b>Empresas de grupo</b>	152	214	92	53
<b>Empresas familiares</b>	647	68	11	1
<b>Resto de empresas</b>	363	97	19	10
<b>Total de empresas (1682)</b>	1142	361	115	64

**Tabla 2.6**  
**Distribución de las empresas por sectores de actividad**

SECTOR (n° total de empresas)	<i>Empresas de Grupos</i>	<i>Empresas Familiares</i>
1. Metales férreos y no férreos (42)	26	8
2. Productos minerales no metálicos (108)	37	48
3. Productos químicos (126)	71	29
4. Productos metálicos (176)	40	92
5. Máquinas agrícolas e industriales (100)	33	32
6. Máquinas de oficina, proceso de datos, inst. de precisión, óptica y similares (14)	6	3
7. Material y accesorios eléctricos (168)	85	60
8. Vehículos automóbiles y motores (69)	43	9
9. Otro material de transporte (39)	11	12
10. Carnes, preparados y conservas de carne (48)	10	27
11. Productos alimenticios y tabaco (175)	52	73
12. Bebidas (37)	7	8
13. Textiles y vestido (172)	20	105
14. Cuero, piel y calzado (53)	2	38
15. Madera y muebles de madera (102)	5	72
16. Papel, artículos de papel, impresión (123)	28	56
17. Productos de caucho y plástico (92)	29	31
18. Otros productos manufacturados (38)	6	24
<b>TOTAL (1682)</b>	<b>511</b>	<b>727</b>

imposibilidad de disponer de ella en el momento en que se llevó a cabo la investigación no podemos emplear la muestra con carácter de panel, limitación que será subsanada en futuros estudios.

<sup>10</sup> Todas las tablas se encuentran en el anexo A.



### 2.3.2. Definición de las variables.

A continuación vamos a describir las variables que utilizaremos en los distintos análisis econométricos posteriores, con el fin de ofrecer un soporte empírico a nuestras hipótesis de estudio. Primero se describen las variables dependientes que empleamos, para pasar después a las variables explicativas y de control. Un resumen puede verse en la tabla 2.5.

#### *Variables dependientes.*

*Gastos en I+D*, se emplea como un indicador de la inversión en recursos intangibles de carácter tecnológico. Como describiremos en la sección de metodología (y posteriormente en el anexo de métodos de estimación), especificamos dos modelos. Con el primero explicamos la decisión de realizar o no inversiones en I+D y con el segundo la intensidad de dichas inversiones. Para el primero la variable dependiente es una variable dicotómica que dice si la empresa emprendió o no estas actividades (*did*). En el segundo utilizamos el logaritmo de los gastos totales en I+D (*lid*).<sup>11</sup>

*Contratación a largo plazo*. Cociente de trabajadores fijos sobre el total de empleados de la empresa a 31 de diciembre, para dar idea de la continuidad del empleo en la empresa (*conlp*).

*Formación de personal*. Se emplea una variable dicotómica que nos indica si la empresa realiza actividades encaminadas a la formación del personal, concretamente si empresa declara gastos de servicios de formación de personal contratados total o parcialmente

(*formp*). Junto con la variable anterior, el objetivo de emplear esta medida es el de aproximar la inversión en intangibles relacionados con los recursos humanos.

*Gastos en publicidad.* La encuesta ofrece los gastos anuales destinados a publicidad y propaganda. Empleamos el cociente de estos gastos sobre las ventas de la empresa ese año para aproximar el esfuerzo que se realiza en estas actividades (*pub*). Es la variable que utilizamos como proxy de la inversión en recursos reputacionales.

#### *Variables independientes.*

*Grupo.* Variable dicotómica que indica si la empresa está integrada en un grupo de sociedades (*grupo*).

*Familia.* Variable dicotómica que nos da información sobre los propietarios o familiares en puestos de dirección y gerencia; consideramos esta variable como una proxy de empresas controladas por familias, esto es, de empresas familiares (*familia*).<sup>12</sup>

*Participación nacional.* Utilizamos esta variable dummy para matizar la posible presencia de capital de una empresa nacional en el capital de la empresa (*parnac*).

*Participación extranjera.* Similar a la anterior pero en este caso señala la presencia de capital extranjero en la empresa (*parext*).

*Beneficio de la empresa.* Construimos una medida del beneficio de explotación,<sup>13</sup> que empleamos como indicador de los recursos generados internamente por la empresa en el

---

<sup>11</sup> Se sigue con ello otros trabajos que estudian las actividades relacionadas con investigación y desarrollo (Pakes, 1985; Hao y Jaffe, 1993; Merino de Lucas y Salas, 1995; Veugelers, 1997, entre otros)

<sup>12</sup> Es importante aclarar que en la muestra hay empresas que ni son empresas incluidas en grupo ni son familiares y por tanto; en el análisis necesitamos una variable dummy para cada una de las categorías, de forma que al introducir ambas queda implícita la existencia del conjunto de empresas que no son ni familiares ni están integradas en grupos.

<sup>13</sup> Utilizamos la definición de beneficio bruto de explotación (BBE) recogida por el Plan General de Contabilidad (ICAD):

año anterior. Se emplea esta variable cuando queremos explicar la dependencia y la sensibilidad de determinadas decisiones de la financiación interna (*ben*).

*Variables de control.*

*Cotización.* También es una variable dummy que nos dice si las acciones de la empresa cotizan en el mercado de valores. El número de empresas en esta situación en nuestra muestra es reducido, sólo tenemos 61 empresas que cotizan en bolsa (*bolsa*).

*Deudas a largo plazo con entidades de crédito.* Es una variable dummy, toma el valor uno cuando la empresa declara tener deudas a largo plazo con entidades de crédito y cero en caso contrario. Puede dar idea del grado de compromiso a largo plazo de la empresa con entidades de crédito (*entlp*).

*Estandarización.* La empresa responde sí o no a la pregunta de si considera que el producto que comercializa está estandarizado. Nos sugiere el grado de estandarización de producto en el mercado (*estan*) y con ello las posibilidades de diferenciación del mismo.

*Exportaciones.* Variable dummy, toma el valor uno si la empresa vende en mercados extranjeros parte de sus ventas totales, nos da idea del vínculo que tiene la empresa con mercados exteriores (*expor*).

*Ventas.* Se toma el logaritmo de la cifra de ventas totales, es una variable para controlar por tamaño de la empresa (*ventas*).

**Tabla 2.7**  
**Descripción de las variables**

<i>Variable</i>	<i>Descripción</i>
<b><i>Dependientes</i></b>	
<i>Id</i>	Gastos totales en I+D en el año. <i>Lid</i> , logaritmo gastos de I+D.
<i>Did</i>	Variable dicotómica, modelo probit. Realizar o no I+D.
<i>Conlp</i>	Trabajadores fijos/trabajadores totales.
<i>Formp</i>	Variable dicotómica. Realizar o no formación de personal.
<i>Pub</i>	Gastos en publicidad/ventas totales.
<b><i>Independientes</i></b>	
<i>Grupo</i>	Variable dicotómica. Empresa integrada en un grupo de sociedades.
<i>Familia</i>	Variable dicotómica. Empresa de propiedad familiar.
<i>Parnac</i>	Variable dicotómica. Participación de otra empresa nacional en el capital.
<i>Parext</i>	Variable dicotómica. Participación de otra empresa extranjera.
<i>Ben</i>	Proxy de beneficios de explotación. <i>Lben</i> logaritmo de los beneficios de explotación.
<b><i>Controles</i></b>	
<i>Bolsa</i>	Variable dicotómica. Cotización en bolsa.
<i>Entl</i>	Variable dicotómica. Deudas a largo plazo con entidades de crédito.
<i>Estand</i>	Variable dicotómica. El producto principal que comercializa la empresa se considera estandarizado.
<i>Export</i>	Variable dicotómica. La empresa exporta o no exporta.
<i>Ventas</i>	Valor de las ventas. <i>Lvent</i> , logaritmo del valor total de las ventas.
<i>Empl</i>	Número de empleados de la empresa.
<i>Decil</i>	Variable que divide a las empresas en diez intervalos de igual longitud respecto al valor de las ventas totales.
<i>Inten</i>	Variable dicotómica. Pertenencia de la empresa a un sector intensivo en I+D.
<i>S<sub>i</sub></i>	Variable dicotómica. La empresa pertenece al sector de actividad <i>i</i> .

*Empleados.* Es el número total de empleados que declara la empresa a 31 de diciembre, incluye trabajadores fijos y eventuales. Se tomará como control de tamaño cuando la variable dependiente incluye en su construcción las ventas (es el caso de *pub*), para evitar problemas de estimación (*empl*).

*Intensivos.* Con esta variable dummy clasificamos las empresas según pertenezcan a un sector intensivo en I+D o no pertenezcan (*inten*). Se consideran sectores intensivos aquellos cuyo ratio de I+D medio (medido como la media del cociente Gastos de I+D/ventas) es superior a la media de gastos en I+D para el conjunto de las empresas de la muestra. En nuestro estudio, de acuerdo con nuestra clasificación sectorial, son intensivos los sectores 3, 5, 7, 8 y 9 (puede consultarse la tabla 2.2).

*Dummies sectoriales.* Se crean 17 dummies sectoriales para controlar los distintos sectores de actividad ( $s_i$ ).

### **2.3.3. Análisis descriptivo y metodología.**

En la tabla 2.8 se muestra un primer análisis descriptivo en el que se ofrecen algunos test para contrastar las diferencias de medias y proporciones de las variables dependientes, que posteriormente serán objeto de análisis econométricos con el fin de contrastar nuestras hipótesis de estudio.

Como puede anticiparse en la tabla 2.8a, los test de diferencia de medias para las empresas de grupo versus resto de empresas resultan significativos para todas las

variables dependientes de nuestros análisis. Las medias son significativamente superiores para los gastos realizados en actividades de I+D, así como su proporción respecto a las ventas. En lo relativo a las variables que utilizaremos como proxies de los recursos humanos de la empresa, contratación a largo plazo y políticas de formación de personal, las diferencias con el resto de empresas resultan también superiores y significativas. Finalmente, la media de gastos declarados en actividades de publicidad y propaganda en empresas de grupo es también significativamente superior.

**Tabla 2.8**  
**Test de diferencias de medias**

**2.8a. Empresas de grupo frente al resto**

	<i>Empresas de grupo</i>	<i>Resto empresas</i>	<i>Dif. de medias</i>
<i>Id</i>	284910	11583	273326***
<i>Id/ventas</i>	0.012	0.005	0.007***
<i>Conlp</i>	0.858	0.666	0.192***
<i>Formp</i>	0.559	0.179	0.379***
<i>Pub</i>	0.019	0.012	0.006***

**2.8b. Empresas familiares frente al resto**

	<i>Empresas familiares</i>	<i>Resto empresas</i>	<i>Dif. de medias</i>
<i>Id</i>	17216	153546	-136330***
<i>Id/ventas</i>	0.0055	0.008	-0.003***
<i>Conlp</i>	0.603	0.817	-0.214***
<i>Formp</i>	0.125	0.424	-0.299***
<i>Pub</i>	0.011	0.016	-0.005***

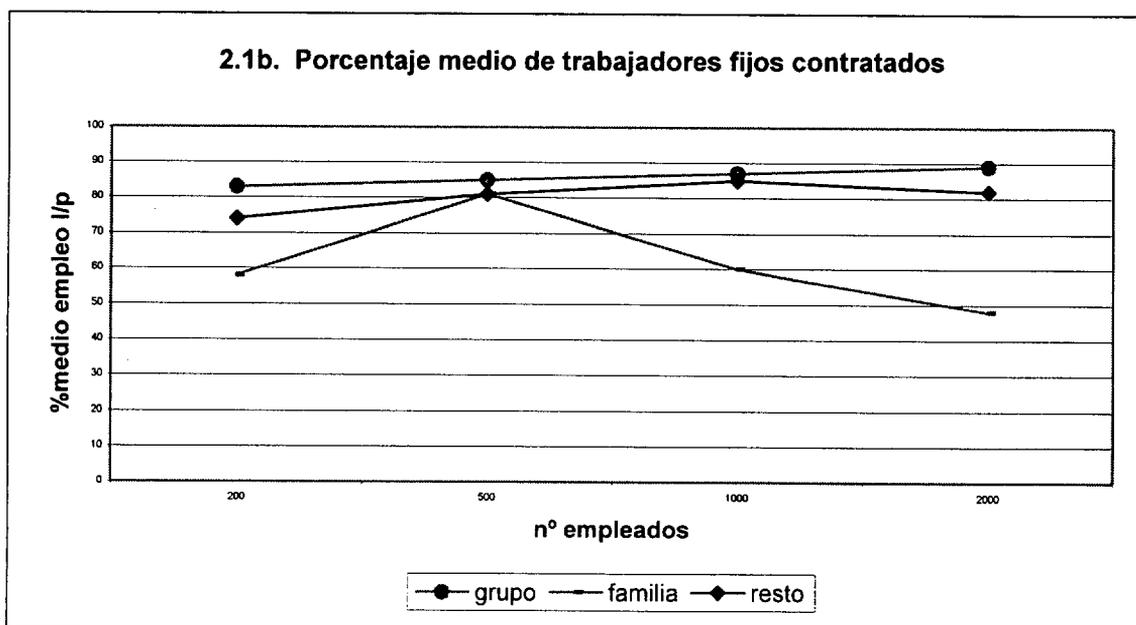
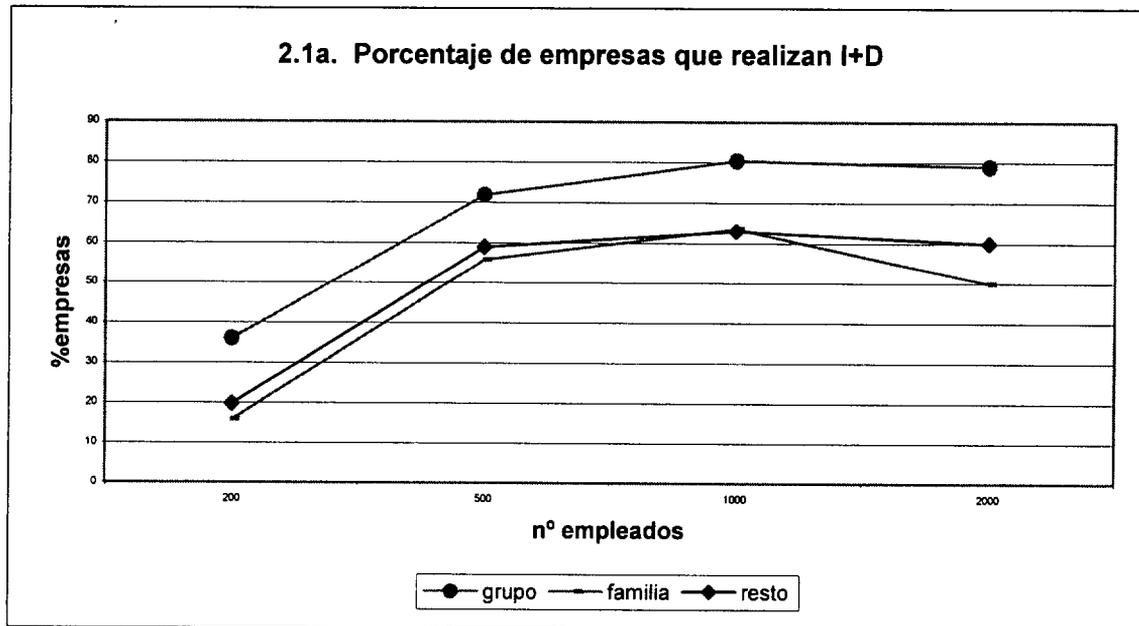
\*\*\*Significatividad del 99%

De forma análoga, la tabla 2.8b muestra los test de diferencias de medias para las empresas familiares de la muestra frente al resto de empresas. En este caso, todas las

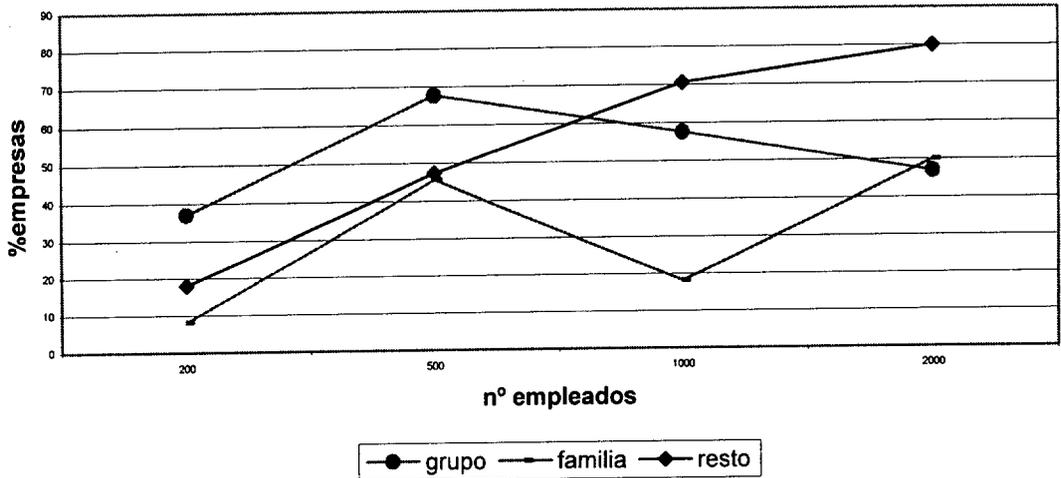
variables citadas anteriormente exhiben una media inferior para el conjunto de empresas con propiedad familiar y todas las diferencias resultan significativas.

En las figuras 2.2a, 2.2b, 2.2c y 2.2d representamos de forma gráfica el comportamiento de cuatro indicadores para empresas de grupo, empresas familiares y resto de empresas. En la figura 2.2a, recogemos los porcentajes de empresas de cada una de las categorías de tamaño citadas que declaran emprender actividades de I+D, sobre el total de empresas de su misma categoría en estructura de propiedad y rango en el número de empleados. A tal efecto dividimos la muestra tal como se observa en la tabla 2.5, en cuatro categorías de tamaño en función de los empleados totales declarados por la empresa al final del ejercicio. La primera categoría de empresas son las que cuentan con menos de 200 empleados, constituyendo éste el grupo más numeroso, con 1142 empresas del total. El segundo está compuesto por las empresas que cuentan entre 200 y 500 empleados, para el que tenemos 361 observaciones. En el segmento comprendido entre 1000 y 2000 trabajadores hay 115 empresas. Para empresas con un número superior a 2000 contamos con 62 observaciones. En la figura 2.2a comprobamos cómo la categoría de empresas integradas en grupos presenta siempre proporciones superiores de empresas que realizan I+D, sea cual sea el rango de tamaño que comparemos. Las empresas familiares muestran proporciones inferiores en todos los casos; las empresas que no se clasifican en ninguna de estas dos categorías, *resto*, se encuentran en porcentajes medios.

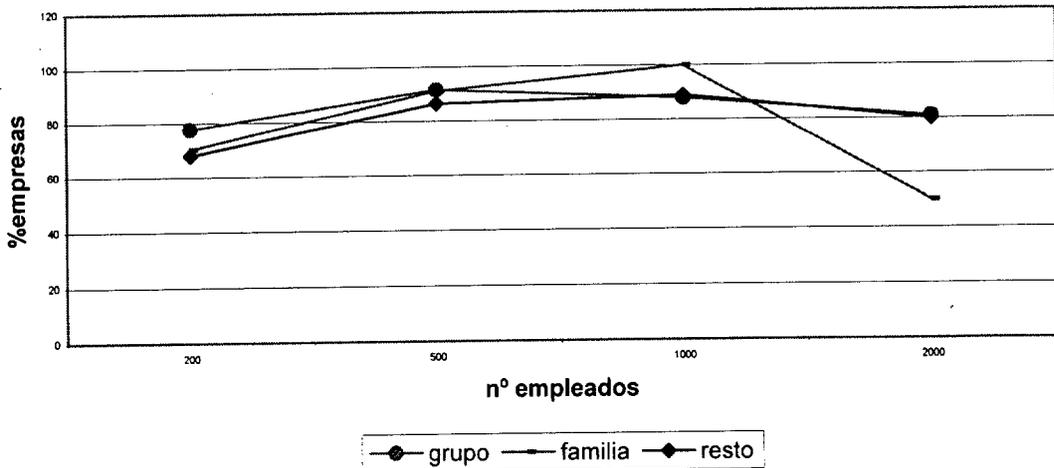
**Figuras 2.2**  
**Proporciones que realizan inversiones en activos intangibles**



**2.1c. Porcentaje de empresas que realizan políticas de formación de personal**



**2.1d. Porcentaje de empresas que realizan inversiones en publicidad y propaganda**



En la misma forma se describen, en la figura 2.2d, las proporciones de contratación a largo plazo sobre total de empleados. Las empresas de grupo presentan en media proporciones superiores de trabajadores contratados de forma fija sobre total de contratados, que las empresas familiares y que el resto de empresas. La figura 2.2c describe la evolución por tamaños y categorías de propiedad de la proporción de empresas que llevan a cabo políticas de formación de personal; y muestra una situación similar, salvo para el tramo de empresas con más de 1000 empleados. En este caso las empresas no familiares ni incluidas en grupo presentan porcentajes superiores.

Finalmente, la figura 2.2d representa el comportamiento respecto a la inversión en publicidad; se muestran los porcentajes de empresas en cada categoría y tipo de propiedad que declaran realizar estas inversiones. Como puede apreciarse, para este indicador la evolución no es tan clara como en las anteriores. Para las empresas con más de 500 empleados las proporciones de empresas familiares que realizan inversiones en publicidad y propaganda son superiores a las de la categoría que hemos clasificado como resto de empresas. Nótese que en cualquier caso los porcentajes son bastante elevados y similares en todas las categorías.

La realización de este breve análisis descriptivo preliminar permite anticipar ya algunas relaciones claras. Así, las inversiones en activos intangibles de tipo tecnológico y humano están relacionadas de forma positiva con la pertenencia a un grupo de empresas; como se constata con los test de diferencias de medias y con los gráficos de proporciones. La inversión publicitaria presenta un comportamiento bastante

equilibrado entre las distintas categorías, por ello es más difícil anticipar una relación clara.

### *Metodología.*

Para contrastar las hipótesis planteadas en el estudio se plantean distintos modelos para cada una de las distintas decisiones de inversión en intangibles objeto de análisis. En primer lugar se presentan los relativos a la inversión en activos de carácter tecnológico, que veremos en primer lugar, después los relativos a la inversión en recursos humanos, para finalizar con los que hacen referencia a la inversión en activos reputacionales.

Para el estudio de las decisiones de inversión en I+D, tal y como avanzamos anteriormente, construimos dos modelos diferentes. Uno para especificar una primera decisión, realizar o no actividades de I+D, y otro para modelizar la segunda, la intensidad con que se realizan esas actividades. La empresa debe plantearse ambas decisiones referentes a la inversión de I+D; en el primer momento decidirá si emprender o no emprender estas actividades y en una segunda etapa el presupuesto que destinará a ello. Para estudiar ambas decisiones utilizamos modelos de selección de muestra de Heckman en dos etapas. En la primera etapa estimamos un modelo probit para explicar la decisión de la empresa de emprender o no actividades de I+D. Para ello utilizamos la muestra completa. Este modelo nos da información del efecto que tiene cada variable explicativa individualmente en la probabilidad de la empresa realice estas actividades. En la segunda etapa estimamos un modelo de regresión por mínimos cuadrados ordinarios, que nos informa acerca de la explicatividad de las diferentes variables en la

intensidad de los gastos en I+D. Además de las variables explicativas incluidas en el modelo probit, el análisis de regresión incluye la inversa de la ratio de Mills para corregir la ausencia de aleatoriedad de la muestra, ya que en la segunda etapa se consideran únicamente aquellas empresas que han declarado realizar actividades de I+D.

El objetivo de la especificación de estos modelos en dos etapas es el contraste de las hipótesis que relacionan estructura de propiedad e inversión en este tipo de intangibles: hipótesis 1 (H1) e hipótesis 5a y 5b (H5a, H5b). En ellas planteábamos la asociación de la pertenencia al grupo y de la propiedad familiar con la inversión en I+D. En este sentido, estudiamos la decisión en dos partes, por un lado la decisión de las empresas de realizar o no realizar dichas actividades y después qué cantidad se destina a tales fines. Para contrastar la primera de ellas empleamos la muestra completa, una vez aplicados los filtros, de forma que las empresas que estudiamos respondan a todas las cuestiones formuladas con respecto a las variables de I+D que son objeto de estudio. En el análisis de la decisión de qué esfuerzo realizar se utiliza el conjunto de empresas que realizan I+D, tal como se establece en estos modelos de selección de muestra en dos etapas, que permiten controlar por ausencia de aleatoriedad en la muestra.<sup>14</sup> Los resultados se muestran en la tabla 2.9.

En el estudio de las decisiones de inversión en recursos humanos especificamos modelos de regresión cuando se trata de la decisión de contratar a largo plazo a los

trabajadores. Estos modelos nos sirven para contrastar empíricamente las hipótesis que relacionan la estructura de propiedad con esta decisión (H2, H6a y H6b). Sin embargo, para plantear el modelo de decisión de formación del personal necesitamos un modelo probit ya que, de nuevo, contamos con una variable dicotómica, la decisión de ofrecer políticas de formación al trabajador o no hacerlo. Este modelo nos da información del efecto que tiene cada variable explicativa individualmente en la probabilidad de la empresa realice estas actividades de formación, con él contrastamos las hipótesis paralelas a las anteriores H3, H7a y H7b, relativas también a la inversión en recursos humanos. Las tablas 2.10 y 2.11 corresponden a ambas decisiones, respectivamente.

Para la decisión relacionada con activos reputacionales (H4, H8a y H8b) planteamos un modelo tobit.<sup>15</sup> Son modelos híbridos de modelos probit y modelos de regresión múltiple, útiles cuando la variable dependiente está truncada o presenta algún punto de acumulación en algún valor. Es el caso de la variable que empleamos como proxy de estos recursos, el gasto en publicidad y propaganda sobre ventas, que presenta una proporción relativamente elevada de observaciones con valor cero. La estimación mediante modelos de regresión convencionales, que no tienen en cuenta la selección de muestra, ofrecerían resultados sesgados. Como híbrido entre modelos probit y modelos de regresión, un coeficiente de un modelo tobit es una media ponderada de los dos efectos, de forma que pueden emplearse estos modelos cuando queremos explicar cierta variable en la que hay un gran número de observaciones con valor cero, como es el caso que nos ocupa. Los resultados aparecen en la tabla 2.12.

---

<sup>14</sup> En el Anexo A de este capítulo se describen con más detalle los procedimientos de estimación

Para probar empíricamente la hipótesis relativa a la sensibilidad de las inversiones arriesgadas, en concreto las de I+D respecto a la disponibilidad de recursos internos (H9) planteamos el modelo tobit que aparece en la tabla 2.13. Se realiza este análisis para la submuestra que consideramos que tienen mayores dificultades a la financiación externa, tal como plantea la hipótesis. Por eso se realiza el estudio en la submuestra de empresas pequeñas (con menos de 200 trabajadores) y se incluye la variable que sirve de proxy a la disponibilidad de recursos internos, que es el beneficio obtenido por la empresa en el periodo anterior.

#### **2.3.4. Resultados.**

Los resultados obtenidos para la decisión de I+D se muestran en la tabla 2.9. Analizamos primero los referentes al modelo probit (tabla 2.9a), esto es, de la decisión de emprender o no actividades de I+D.

El coeficiente de la variable grupo es positivo y significativo, en consonancia con lo planteado en H1, sugiriendo una mayor probabilidad de realizar inversiones en I+D cuando la empresa pertenece a un grupo. El coeficiente negativo y también significativo para la variable familia sugiere, por el contrario, que en empresas controladas por familias es menos probable emprender actividades de I+D, aportando evidencia empírica para H5b. Podríamos decir que la concentración de riesgos en el negocio familiar induce a los decisores a comportarse de forma más conservadora.

Tabla 2.9. Inversión en intangibles de carácter tecnológico

2.9a. Modelo probit ( <i>did</i> )		
	<i>Coef.</i>	<i>t-estat.</i>
<i>Grupo</i>	0.2948**	2.459
<i>Familia</i>	-0.1784**	-1.736
<i>Parnac</i>	0.4274***	3.586
<i>Parext</i>	-0.3234***	-2.704
<i>Bolsa</i>	0.3647*	1.780
<i>Entlp</i>	0.0280	0.341
<i>Estan</i>	0.1651*	1.728
<i>Expor</i>	1.050***	10.760
<i>Lventas</i>	0.0483**	2.370
<i>s1</i>	0.9424***	2.803
<i>s2</i>	0.2525	0.868
<i>s3</i>	1.1502***	3.972
<i>s4</i>	0.3822	1.380
<i>s5</i>	0.6474**	2.243
<i>s6</i>	0.6119	1.503
<i>s7</i>	0.9389***	3.414
<i>s8</i>	1.0459***	3.550
<i>s9</i>	0.9718***	3.035
<i>s10</i>	-0.0207	-0.061
<i>s11</i>	0.1521	0.547
<i>s12</i>	-0.0038	-0.011
<i>s13</i>	0.3466	1.266
<i>s14</i>	0.5365**	1.650
<i>s15</i>	-0.2247	-0.716
<i>s16</i>	-0.1332	-0.440
<i>s17</i>	0.3087	1.554
<i>Constante</i>	-2.4396***	-6.237
2.9b. Modelo MCO ( <i>lid</i> )		
	<i>Coef.</i>	<i>t-estat.</i>
<i>Grupo</i>	0.4350*	1.865
<i>Familia</i>	-0.2987	-1.330
<i>Parnac</i>	-0.2875	-1.191
<i>Parext</i>	0.4056*	1.859
<i>Bolsa.</i>	0.8064**	2.425
<i>Entlp</i>	-0.0404	-0.245
<i>Estand</i>	0.1701	0.964
<i>Export</i>	-0.5827**	-2.249
<i>Lventas</i>	0.0955**	2.242
<i>Inten</i>	0.4223**	2.321
<i>Constante</i>	10.339***	13.778
<i>Test bondad de ajuste</i>	519.34*** (0.000)	
<i>Log. Likelihood</i>	-1475.811	
<i>Rho</i>	-3.8142***	-3.492

Total empresas: probit 1298 (431 de grupos, 515 familiares). 484 en MCO (273, 108 resp.)  
 $\lambda = -1.6802$ ,  $z = -3.498$ , \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.10$ .  
 Valor de Belsley: 6.636

<sup>15</sup> Puede consultarse también el Anexo A.

La participación de otra compañía nacional en el capital de la empresa está relacionada positivamente con la decisión de emprender estas actividades. Este resultado es consistente con la idea de que la concentración de la propiedad incentiva la política de innovación porque actúan como inversores y estables y bien informados. A su vez, el hecho de introducir esta variable y observar que la variable grupo tiene un coeficiente positivo y significativo, da idea de que la influencia del grupo va más allá de la simple tenencia de acciones, es decir, que la pertenencia a un grupo por sí misma tiene una relación positiva con la decisión de realizar actividades de I+D. La presencia de una empresa nacional como accionista estable en el capital favorece estas inversiones; aún descontando este efecto, la pertenencia al grupo que, además de tener participación de una empresa, implica la integración en un sistema más amplio, tiene un efecto adicional positivo.<sup>16</sup> Lo observamos al comprobar que efectivamente ambos coeficientes son positivos y significativos. Sin embargo, ocurre lo contrario con la participación de empresas extranjeras en el capital. Este hecho podría explicarse por la transferencia de tecnologías en el caso de que la empresa esté total o parcialmente participada por una compañía extranjera. La propiedad de otra empresa de distinta nacionalidad estaría motivando cierta cesión de actividades de investigación y desarrollo que la empresa participada dejaría de realizar.

Si analizamos otras variables de control, la variable cotización tiene un coeficiente significativo y positivo. Esto contradice en un primer momento el argumento de mayor

eficiencia de los mecanismos de control internos (en sistemas orientados a los bancos y a los grupos) versus los mecanismos de control externos (en sistemas orientados al mercado). Sin embargo, no podemos olvidar que la concentración de los accionistas en España es suficientemente elevada, incluso en las empresas que cotizan en Bolsa y que, a menudo, la naturaleza del grupo de control tiene más influencia en el proceso de decisión. Además, se debe matizar que en la muestra existe un número muy reducido de empresas que cotizan en el mercado y puede que no sean representativas dentro de la muestra total. Estas empresas son en media superiores en tamaño, ya sea medido por el número de empleados o por el volumen de ventas. Nótese cómo, efectivamente, el tamaño (con la variable ventas como proxy), está positivamente relacionado con la decisión de emprender estas inversiones, consistente con el conocido argumento de la influencia del tamaño de la empresa en estas políticas (Kumar y Saqib, 1996).

Las exportaciones también están positivamente relacionadas con la realización de actividades de I+D. Finalmente, los coeficientes de las dummies sectoriales son positivos y estadísticamente significativos en los todos los sectores más intensivos en I+D.

Los resultados del modelo de estimación por MCO para la intensidad de los gastos en I+D (segunda etapa) se presentan también en la tabla 9 (9b). La pertenencia al grupo tiene un coeficiente positivo y significativo en el modelo, ofreciendo de nuevo soporte empírico para H1. En este caso se constata una relación positiva entre la pertenencia al

---

<sup>16</sup> Collin (1998), destaca la importancia de entender el grupo como una noción que no incluye únicamente

grupo con la intensidad de los gastos en I+D, mientras en el modelo probit está relacionado únicamente con la decisión de emprender o no dichas actividades. En este caso, el coeficiente de la propiedad familiar, aunque negativo, no es significativo. Con ello podemos decir que el carácter familiar influye en la decisión de emprender estas actividades, pero la relación con la intensidad de estos gastos no es negativa en la empresa familiar que decide emprenderlas.

La participación extranjera tiene un coeficiente significativo y positivo (recordemos que era negativo en el modelo probit). Esta aparente contradicción puede interpretarse. Cuando la empresa está participada por una sociedad extranjera puede que la empresa se vea forzada a realizar menos actividades de I+D debido a la transferencia de tecnología que se puede producir desde la matriz extranjera. Sin embargo, si la empresa finalmente decide emprender actividades de I+D (en línea con el modelo de especialización transnacional o simplemente porque se consideren necesarias por peculiaridades propias de cada país o del producto ofrecido), entonces esta intensidad será superior que en el caso de empresas no participadas por compañías extranjeras. Este resultado podría interpretarse como un indicio de la creciente tendencia de las empresas que trabajan en varios países a especializar sus filiales y transferir entre ellas productos y tecnología.

El coeficiente del logaritmo de las ventas es positivo y menor que la unidad. Esto puede interpretarse como que las variaciones porcentuales positivas (negativas) en las ventas, producen variaciones porcentuales positivas (negativas) menos que proporcionales en

---

la propiedad, sino que involucra además todo un entramado de redes industriales y personales.

los gastos de I+D. Interpretada como variable de control de tamaño nos dice que efectivamente existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y los gastos de I+D que realiza. El coeficiente de cotización también es positivo y significativamente distinto de cero. El coeficiente de exportaciones es negativo y significativo. Finalmente, la variable dummy intensidad, que toma el valor uno cuando la empresa pertenece a un sector considerado intensivo en I+D, tiene coeficiente significativo y positivo.

Pasamos ahora a analizar los resultados obtenidos para las políticas referentes a recursos humanos (ver tablas 2.10 y 2.11). De los modelos relativos a la contratación a largo plazo de personal obtenemos los contrastes para las hipótesis H2, H6a, H6b.

**Tabla 2.10**  
**Inversión en intangibles basados en recursos humanos. Contratación a largo plazo**

	<i>Conlp</i> (1)	<i>Conlp</i> (2)	<i>Conlp</i> (3)
<i>Grupo</i>	0.0065 (0.434)	0.0402*** (2.683)	-
<i>Familia</i>	-0.1248*** (-8.457)	-	-0.1260*** (-8.718)
<i>Bolsa</i>	0.0062 (0.328)	0.0156 (0.821)	0.0061 (0.321)
<i>Entlp</i>	-0.0272** (-2.370)	-0.0295** (-2.513)	-0.0275** (-2.422)
<i>Estan</i>	0.0180 (1.462)	0.0127 (1.009)	0.0178 (1.444)
<i>Lventas</i>	0.0376*** (9.197)	0.0469*** (11.96)	0.0384*** (10.95)
<i>Inten</i>	0.0598*** (5.043)	0.0676*** (5.490)	0.0604*** (5.118)
<i>Constante</i>	0.2513*** (4.476)	0.0625 (1.217)	0.2436*** (4.716)
<i>Estadístico F</i>	94.38*** (0.000)	94.15*** (0.000)	106.87*** (0.000)
<i>R</i> <sup>2</sup>	22.9	23.49	22.9

1641 observaciones (494 pertenecientes a grupo, 710 familiares). t-estadísticos entre paréntesis. , \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05  
Valor de Belsley: 4.94.

Respecto a la primera de ellas, H2, que relaciona la pertenencia a un grupo con la contratación fija de los trabajadores, tenemos evidencia significativa en el modelo en que planteamos esta estructura de propiedad frente al resto de empresas que no pertenecen a grupos (m2). Cuando incluimos la variable familia (m1), el coeficiente de grupo aunque positivo deja de ser significativo. Con esta salvedad, podemos decir que la relación de la pertenencia al grupo (frente al resto de empresas) y la contratación a largo plazo presentan una relación positiva, obteniendo evidencia empírica favorable para la hipótesis H2. Para el caso de la propiedad familiar, tal como apuntaban los test de diferencias de medias y las representaciones gráficas, todos los modelos aportan evidencia de la relación negativa y significativa entre esta estructura de propiedad y la contratación a largo plazo del personal, por tanto el contraste soporta la hipótesis H6b. Nótese que en todos los modelos existe relación positiva y significativa entre la pertenencia a un sector intensivo en I+D y la contratación a largo plazo de los trabajadores, que da una idea de la importancia que le da la empresa a retener al personal en aquellos sectores en que las inversiones están más basadas en el conocimiento y en los recursos de carácter intangible. También resulta significativo y positivo el coeficiente del control de tamaño y negativo y significativo el de la proxy que indica que la empresa tiene deudas a largo plazo contraídas con una entidad bancaria.



Los modelos planteados en la tabla 2.11 muestran los resultados del análisis de las políticas de formación llevada a cabo por la empresa contratada, en parte o en su totalidad, mediante servicios exteriores.

**Tabla 2.11**  
**Inversión en intangibles basados en recursos humanos. Formación del personal**

	<i>Formp</i> (1)	<i>Formp</i> (2)	<i>Formp</i> (3)
<i>Grupo</i>	0.1384 (1.461)	0.2147** (2.337)	-
<i>Familia</i>	-0.3099*** (-3.405)	-	-0.3409*** (-3.858)
<i>Bolsa</i>	-0.2278 (-1.317)	-0.2064 (-1.195)	-0.2339 (-1.352)
<i>Entlp</i>	0.0057 (0.077)	-0.0006 (-0.008)	-0.0020 (-0.028)
<i>Estan</i>	-0.2459*** (-3.067)	-0.2668*** (-3.352)	-0.2521*** (-3.150)
<i>Lventas</i>	0.3242*** (12.435)	0.3474*** (13.74)	0.3416*** (14.70)
<i>Inten</i>	0.0864 (1.047)	0.1003 (1.219)	0.0994 (1.212)
<i>Constante</i>	-4.9125*** (-13.735)	-5.3665*** (-16.039)	5.0915*** (-15.14)
<i>Test bondad de ajuste</i>	461.36*** (0.000)	449.79*** (0.000)	459.23*** (0.000)
<i>Log.likelihood</i>	-488.64	-491.67	-490.82

1641 observaciones (494 pertenecientes a grupo, 710 familiares). Modelo probit. z-estadísticos entre paréntesis.  
\*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05. Valor de Belsley: 4.94.

Por tratarse de modelos de estimación probit explicamos el efecto de cada una de las variables en la probabilidad de que se lleven a cabo políticas de formación. El efecto de la pertenencia al grupo es positivo en la probabilidad de que se emprenda estas políticas, apoyando H3, con el matiz que existía también para las políticas de contratación a largo

plazo (m2). El efecto de la propiedad familiar en dicha probabilidad es negativo, sustento para H7b en todos los modelos planteados.

La variable de control que mide el grado de estandarización del producto tiene signo negativo en los modelos especificados, significativos en todos ellos. La interpretación es el efecto negativo que tiene el hecho de ofrecer un producto considerado estándar en la decisión de emprender políticas de formación. La pertenencia a un sector intensivo en I+D en la realización de programas de formación tiene un efecto positivo pero no resulta significativo.

Para finalizar con las decisiones de inversión en intangibles, ofrecemos los resultados de las inversiones en publicidad (ver tabla 2.12). Se observa una asociación positiva entre la pertenencia al grupo y la inversión en activos reputacionales, apoyando H4. Respecto a la propiedad familiar, la relación es siempre negativa, pero sólo significativa en el caso de comparar empresas familiares frente a todas las demás (incluyendo en ese resto las empresas de grupo, m3). Ya comprobábamos gráficamente en la figura 2.2d, que los porcentajes de empresas que realizan inversiones en publicidad eran muy elevados también entre empresas de propiedad familiar. La evidencia empírica está, por tanto, a favor de H8b.

Se puede destacar también que la estandarización de los productos en este caso está asociada positivamente con la realización actividades de publicidad y propaganda. Puede entenderse como una medida de búsqueda de diferenciación en un mercado

donde los productos son relativamente estándar; al considerar que las características intrínsecas del producto no son suficientes para diferenciarlo, la empresa realiza un esfuerzo adicional para hacerlo por la vía de la imagen y el prestigio de la marca. La variable de control de tamaño también presenta un coeficiente positivo y significativo, evolución que ya anticipábamos gráficamente.

**Tabla 2.12**  
**Inversión en intangibles basados en recursos reputacionales**  
**Gastos en publicidad y propaganda**

	<i>Pub</i> (1)	<i>Pub</i> (2)	<i>Pub</i> (3)
<i>Grupo</i>	0.0077*** (3.335)	0.0087*** (4.083)	-
<i>Familia</i>	-0.0022 (-1.076)	-	-0.0050*** (-2.585)
<i>Bolsa</i>	-0.0002 (-0.058)	0.0001 (0.032)	0.0007 (0.158)
<i>Entlp</i>	0.0012 (0.665)	0.0012 (0.658)	0.0008 (0.481)
<i>Estan</i>	0.0157*** (8.100)	0.0157*** (8.084)	0.0159*** (8.168)
<i>Empl</i>	0.0003** (2.342)	0.0003*** (2.431)	0.0004*** (3.193)
<i>Inten</i>	0.0068*** (3.216)	0.0071*** (3.337)	0.0081*** (3.867)
<i>Constante</i>	-0.0062*** (-2.572)	-0.0076*** (-3.667)	-0.0032 (-1.435)
<i>Test bondad de ajuste</i>	119.25*** (0.000)	118.09*** (0.000)	108.12*** (0.000)
<i>Log.likelihood</i>	2161.94	2161.36	2156.37

1610 observaciones (481 pertenecientes a grupo, 692 familiares). Modelo tobit. t-estadísticos entre paréntesis.

\*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05

Valor de Belsley: 2.68

Para contrastar H9 utilizamos la submuestra de pequeñas empresas con menos de 200 empleados. Tratamos de verificar empíricamente si la inversión en I+D en empresas de grupos es menos sensible a los resultados que en empresas familiares. Una vez

aplicados los filtros de tamaño (empresas con menos de doscientos trabajadores) y empresas con beneficios brutos de explotación positivos, contamos con un total de 751 empresas para contrastar la hipótesis.

**Tabla 2.13**  
**Sensibilidad de la inversión en I+D a los recursos internos**

	<i>Lid</i> (1)	<i>Lid</i> (2)	<i>Lid</i> (3)	<i>Lid</i> (4)	<i>Lid</i> (5)	<i>Lid</i> (6)
<i>Grupo</i>	0.0630 (0.416)	0.1033 (0.696)	0.1507 (1.005)	-0.0204 (-0.117)	-0.0067 (-0.039)	0.0183 (0.104)
<i>Familia</i>	0.2619** (2.101)	0.2403** (1.960)	0.2233* (1.802)	0.2690** (2.157)	0.2614** (2.120)	0.2499** (2.008)
<i>Lben93</i>	0.0189 (0.033)	0.5944 (1.004)	0.7122 (1.281)	0.0499 (0.088)	0.3505 (0.697)	0.6155 (1.131)
<i>Parnac</i>	-	-	-	0.4982 (1.197)	2.5349 (1.225)	2.9317 (1.397)
<i>Parext</i>	-	-	-	-0.6530 (-0.302)	-0.1109 (-0.051)	-0.0620 (-0.029)
<i>Entlp</i>	1.6831 (1.396)	1.3142 (1.099)	1.4952 (1.234)	1.6871 (1.413)	1.3629 (1.150)	1.5737 (1.310)
<i>Estan</i>	-	-	-	-2.0126 (-1.629)	-1.2622 (-1.047)	-1.6603 (-1.351)
<i>Expor</i>	-	-	-	4.7545*** (3.609)	4.8898*** (3.773)	5.1859*** (3.924)
<i>Lventas</i>	4.3568*** (5.376)	-	-	3.4624*** (4.076)	-	-
<i>Lempl</i>	-	5.4299*** (5.628)	-	-	4.3077*** (4.427)	-
<i>Decil</i>	-	-	2.7694*** (4.555)	-	-	2.0081*** (3.221)
<i>Inten</i>	5.5475*** (4.096)	5.4672*** (4.072)	5.4123*** (3.979)	5.2629*** (3.952)	5.2041*** (3.936)	5.1597*** (3.863)
<i>Constante</i>	-68.67*** (-8.52)	-36.24*** (-7.63)	-32.95*** (-6.67)	-58.71*** (-7.08)	-32.55*** (-7.00)	-30.15*** (-6.27)
<i>Test bondad de ajuste</i>	125.45*** (0.000)	128.78*** (0.000)	115.64*** (0.000)	143.93***	147.10*** (0.000)	137.00*** (0.000)
<i>Loglikelihood</i>	-704.03	-702.37	-708.94	-694.79	-693.20	-698.25

751 observaciones. 92 pertenecientes a grupos y 440 familiares. Modelos tobit. T-estadísticos entre paréntesis.

Las variables grupo y familia son variables cruzadas con lben. \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.10

Valores del test de Belsley: 24,05 (modelos m1 y m4); 14,05 (m2 y m5); 12,77 (m3 y m6)

Utilizamos modelos tobit para contrastar la sensibilidad de la inversión en I+D a los beneficios del periodo anterior. La variable dependiente es el valor del logaritmo de los gastos totales en I+D en 1994 (lid). Como variables independientes incluimos el logaritmo de los beneficios del periodo anterior y las variables de grupo y la de familia. En este análisis cruzamos dichas variables con la variable de beneficios descrita anteriormente, para comprobar la sensibilidad a los fondos internos en cada una de las estructuras de propiedad.

Los tres primeros modelos obtienen resultados similares, la única diferencia entre ellos es la variable de control de tamaño.<sup>17</sup> En cualquier caso, para los tres modelos se observa cómo la sensibilidad de la inversión en I+D a los beneficios anteriores es mayor para el caso de empresas de propiedad familiar que para las empresas integradas en grupos; además, resulta únicamente significativo el coeficiente de empresas familiares (H9).

También son positivos y significativos los coeficientes de las variables que controlan por tamaño y la variable dummy de sector intensivo en tecnología. No es

---

<sup>17</sup> En el modelo podría darse un problema de multicolinealidad provocado por la elevada correlación entre variables de beneficio y ventas (coeficiente de correlación de 0.8). Este problema se soluciona al introducir las variables de empleados o la variable decil. La variable decil se construye formando una variable que sitúa la empresa en 10 categorías distintas, que se corresponden con diez segmentos de igual longitud para las ventas de la empresa. Con la introducción de esta variable en el modelo pretendemos eliminar el problema de multicolinealidad causado por la correlación entre las variables beneficio y ventas. De forma que tenemos tres modelos paralelos, (1) para el modelo que incluye el valor del logaritmo de las ventas, (2) que incluye la variable de número de empleados y (3) que incluye la variable decil. Nótese que los resultados no difieren sustancialmente empleando unos y otros.

Los valores del test de multicolinealidad son de 24.05, 14.05 y 12.77 para los modelos tres modelos respectivamente. El test de multicolinealidad de Belsley et al. (ver Greene, 1993) sugiere que valores del *número de condición* superiores a 20 pueden estar asociados a problemas de multicolinealidad entre los regresores.

significativamente distinto de cero el coeficiente obtenido para la variable que informa sobre la deuda a largo con entidades de crédito, que en principio puede representar una alternativa para la obtención de fondos frente a la autofinanciación.

Los tres modelos siguientes incluyen todas las variables que introducíamos en los contrastes de las hipótesis de inversión en activos intangibles de carácter tecnológico. Únicamente la variable exportaciones resulta significativa, indicando la relación positiva entre la tendencia exportadora y las inversiones de I+D para esta submuestra de empresas con menos de 200 empleados.

## **2.4. Discusión y conclusiones.**

El trabajo que se presenta en este capítulo quiere examinar los efectos de distintas formas de estructura de la propiedad sobre la decisión de emprender ciertas inversiones en recursos intangibles. En concreto, estudiamos los efectos de la pertenencia a un grupo de empresas y de la propiedad familiar sobre estas decisiones. Se trata de tipos de propiedad que tienen en común una vocación de estabilidad, acceso a la información, capacidad de decisión y mayor compromiso con las empresas que participan. Se plantea un marco conceptual basado en las distintas teorías que analizan la estructura de propiedad y la economía de la información, para enunciar un conjunto de hipótesis de estudio que tienen en cuenta la relación entre estos tipos de propietarios en los procesos de decisión de inversión en recursos intangibles, por ser activos acompañados de mayores problemas de asimetrías de información. Posteriormente, tratamos de

contrastar empíricamente las hipótesis de estudio, utilizando una muestra amplia y representativa de empresas manufactureras españolas.<sup>18</sup>

Hemos encontrado soporte empírico para todas las hipótesis que establecen una asociación positiva entre la pertenencia a un grupo de empresas y la inversión en recursos intangibles de unas u otras características. Podemos pensar que el grupo es un mecanismo eficiente en la resolución de problemas informativos, bien ofreciendo señales positivas al mercado de capitales, en la relación *ex ante*, bien ofreciendo apoyo financiero, mitigando asimetrías de información y facilitando tareas de supervisión y control, en la relación *ex post*.

La relación contraria es la que se ha detectado al analizar el comportamiento de la empresa familiar. El carácter familiar está asociado a menores inversiones en recursos intangibles; lo que nos hace pensar que la aversión al riesgo por parte de los propietarios y gestores, las dificultades de financiación y de acceso a los mercados y otras añadidas, como la dimensión y escala reducidas, dan como resultado final una menor inversión en este tipo de activos en las empresas de carácter familiar.

Al estudiar la sensibilidad que tienen las inversiones en recursos intangibles de tipo tecnológico a la disponibilidad de fondos internos de la empresa, comprobamos que esta inversión muestra una sensibilidad mayor a los beneficios anteriores en las empresas de propiedad familiar que en las empresas que están integradas en un grupo de sociedades.

---

<sup>18</sup> Ver tabla 2.14 como resumen de hipótesis y contraste empírico.

La dificultad de obtener financiación externa para realizar inversiones arriesgadas y con largos periodos de maduración impone a la empresa importantes restricciones a la hora de emprenderlas. Debido a esta restricción, a menudo los gastos totales de la empresa no podrán exceder sus recursos internos. Si la pertenencia al grupo permite mitigar esos problemas financieros, la inversión en intangibles será menos sensible a la disponibilidad de fondos generados internamente.

El hecho de que exista una relación positiva entre la financiación interna y la cuantía de estas inversiones únicamente en el conjunto de pequeñas y medianas empresas familiares, nos hace pensar en la mayor sensibilidad de estos proyectos a los recursos generados internamente; y, por tanto, que algunos de los problemas financiación, causados por la asimetría de información entre la empresa y los prestamistas potenciales no estarían resueltos.

Por último y en general para todas las empresas, se observa una mayor proporción de empleo estable en aquellos sectores clasificados como intensivos en I+D. La especificidad que el trabajador puede tener en este tipo de sectores hace que resulte más valioso para la empresa y le interese más retenerlo en un horizonte temporal superior.

**Tabla 2.14**  
**Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos**

<b>Tipos de propiedad e inversión en recursos intangibles en la empresa.</b>	
<i>Hipótesis 1:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Aceptada.
<i>Hipótesis 2:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Aceptada.
<i>Hipótesis 3:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Aceptada.
<i>Hipótesis 4:</i> La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.	Aceptada.
<i>Hipótesis 5a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Rechazada.
<i>Hipótesis 5b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Aceptada.
<i>Hipótesis 6a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Rechazada.
<i>Hipótesis 6b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Aceptada.
<i>Hipótesis 7a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Rechazada.
<i>Hipótesis 7b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Aceptada.
<i>Hipótesis 8a:</i> La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.	Rechazada.
<i>Hipótesis 8b:</i> La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca.	Aceptada.
<i>Hipótesis 9:</i> Para empresas pequeñas, a priori con mayores problemas de financiación externa, la inversión en I+D es más sensible a resultados anteriores en las empresas familiares que en las empresas pertenecientes a grupos.	Aceptada.

## Anexos

### Anexo A: Métodos de estimación.

#### Modelos de estimación de Heckman en dos etapas.

Para llevar a cabo algunos de los contrastes de hipótesis empleamos procedimientos de estimación por máxima verosimilitud de modelos Heckman en dos etapas, con el fin de permitir diferencias entre las variables dependientes y medir el impacto de las independientes a la hora de explicar ambas decisiones. En este procedimiento se especifican dos ecuaciones: la ecuación de regresión (cuya variable dependiente es el esfuerzo que realiza la empresa en actividades de I+D) y la ecuación del modelo probit (mediante la cual se determina si la variable dependiente en la ecuación de regresión toma valor uno o cero, en nuestro caso, la probabilidad de emprender o no actividades de I+D).

En un modelo de selección de Heckman se asume que una observación potencial  $j$  se observa si

$$z_j\gamma + u_{1j} > 0$$

donde  $u_{1j}$  tiene una distribución normal. Simultáneamente, tenemos otra ecuación que estimamos por mínimos cuadrados ordinarios

$$y_j = x_j\beta + \sigma u_{2j}$$

donde  $u_{2j}$  también tiene una distribución normal, pero donde potencialmente existirá una correlación,  $\rho$ , con  $u_{1j}$ . Cuando  $\rho \neq 0$ , las técnicas de regresión estándar aplicadas a la segunda ecuación ofrecen resultados sesgados. Con los modelos de selección de muestra de Heckman obtenemos estimaciones asintóticamente eficientes para dichos modelos.

Si utilizásemos la muestra completa para realizar la regresión mínimos cuadrados utilizando sólo las observaciones con gastos de I+D positivos, los resultados de las estimaciones serían sesgados. Consideremos la regresión utilizando las observaciones positivas de  $y_i$ . Obtenemos:

$$E(y_i|y_i > 0) = x'_i \beta + E(u_i|u_i > -x'_i \beta) \quad (1)$$

El último término de la derecha es generalmente distinto de cero (incluso sin asumir normalidad para  $u_i$ ). Esto implica el sesgo de la estimación de mínimos cuadrados utilizando sólo observaciones positivas de  $y_i$  en modelos generales. Cuando asumimos normalidad de  $u_i$  se puede comprobar (Amemiya, 1985) que:

$$E(y_i|y_i > 0) = x'_i \beta + \sigma \lambda(x'_i \beta / \sigma), \quad (2)$$

donde  $\lambda(z) = \phi(z)/\Phi(z)^2$ . Como veremos más adelante, esta ecuación juega un papel esencial en la estimación de modelos Heckman en dos etapas. Podemos reescribir esta ecuación de la siguiente forma:

$$y_i = x'_i \beta + \sigma \lambda(x'_i \alpha) + \varepsilon_i, \text{ para } i \text{ tal que } y_i > 0, \quad (3)$$

donde hemos sustituido  $\alpha \equiv \beta/\sigma$  y donde  $\varepsilon_i = y_i - E(y_i | y_i > 0)$ , dado que  $E\varepsilon_i = 0$ . La varianza de  $\varepsilon_i$  viene dada por la siguiente expresión:

$$V\varepsilon_i = \sigma^2 - \sigma^2 x'_i \alpha \lambda(x'_i \alpha) - \sigma^2 \lambda(x'_i \alpha)^2, \quad (4)$$

El modelo (3) es un modelo de regresión no lineal heteroscedástico con  $n_i$  observaciones. El modelo propuesto Heckman consiste en la estimación de dos pasos:

*Paso 1:* Estimar  $\alpha$  mediante el modelo probit por estimación de mínimos cuadrados. Lo denotamos por  $\alpha$ .

*Paso 2:* Regresar  $y_i$  sobre  $x'_i$  y  $\lambda(x'_i \alpha)$  por mínimos cuadrados, utilizando sólo las observaciones positivas de  $y_i$ .

De nuevo podemos reescribir la ecuación (3) como:

$$y_i = x'_i \beta + \sigma \lambda(x'_i \alpha) + \varepsilon_i + \eta_i, \text{ para } i \text{ tal que } y_i > 0, \quad (5)$$

donde  $\eta_i = \sigma [\lambda(x'_i \alpha) - \lambda(x'_i \alpha)]$ . Podemos escribir (5) en notación vectorial como:

$$y = X\beta + \sigma\lambda + \varepsilon + \eta, \quad (6)$$

donde los vectores  $y$ ,  $\lambda$ ,  $\varepsilon$  y  $\eta$ , tienen  $n_1$  elementos y la matriz  $X$  tiene  $n_1$  filas correspondientes a las observaciones positivas de  $y_i$ . De nuevo, escribimos (6) como:

$$y = Z\gamma + \varepsilon + \eta, \quad (7)$$

donde hemos definido  $Z = (X, \lambda)$  y  $\gamma = (\beta', \sigma)'$ . El estimador del modelo Heckman en dos etapas,  $\gamma$ , se define como:

$$\gamma = (Z'Z)^{-1}Z'y, \quad (8)$$

De esta forma, especificamos un modelo probit y un modelo de regresión. El modelo de regresión es el siguiente (resultados en la tabla 2.9):

$$\begin{aligned} \ln(\text{gastos } I+D) = & \beta_0 + \beta_1\text{grupo} + \beta_2\text{familia} + \beta_3\text{parnacc} + \beta_4\text{parext} + \\ & + \beta_5\text{bolsa} + \beta_6\text{entlp} + \beta_7\text{expor} + \beta_8\text{estan} + \\ & + \beta_9\text{lventas} + \beta_{10}\text{inten} + \sigma u_2, \end{aligned}$$

En la especificación del modelo probit incluimos la lista de variables que determinan si la variable dependiente en la ecuación de regresión (logaritmo de los gastos totales en

I+D) toma valor uno o cero (es decir, si la empresa decide o no realizar inversión en I+D). Se asume que la empresa decidió realizar actividades de I+D si:

$$\gamma_0 + \gamma_1\text{grupo} + \gamma_2\text{familia} + \gamma_3\text{parnac} + \gamma_4\text{parext} + \gamma_5\text{bolsa} + \gamma_6\text{entlp} + \gamma_7\text{expor} + \gamma_8\text{estan} + \gamma_9\text{lventas} + \Sigma\gamma_i\text{sector}(i) + u_1 > 0$$

donde  $u_1$  y  $u_2$  tienen una correlación  $\rho$  (los resultados se corresponden con la tabla 2.9).

Los modelos de selección de Heckman utilizan el *ratio de Mills* para corregir la ausencia de aleatoriedad en la muestra, ya que el modelo de regresión sólo se estima para empresas que hacen I+D. En nuestro caso el valor de  $\lambda$  es -1.6802. Para nuestro estudio el test para  $\rho \neq 0$  es significativamente distinto de cero, y esto justifica el empleo de un modelo de selección de muestra en el análisis ( $z = -3.492$ ).

### **Modelos tobit de selección de muestra.**

Los modelos tobit son modelos de regresión en los que el rango de la variable dependiente está restringido en alguna medida. Tobin (1958) fue el primero que los planteó. Analizó los gastos en bienes duraderos de los hogares utilizando un modelo de regresión que tuviera en cuenta que la variable dependiente (los gastos) no podían tomar valores negativos. Tobin denominó a su modelo *modelo de variables dependientes limitadas*.

Cuando Tobin estudió la relación entre los gastos por hogar y sus respectivos ingresos, observó una importante característica en los datos. Muchas observaciones tenían unos gastos de cero. Así, la hipótesis de linealidad del método de cuadrados ordinarios era claramente inapropiada.

El modelo tobit se define como sigue:

$$y_i^* = x_i' \beta + u_i, \quad i=1,2,\dots,n.$$

$$y_i = y_i^* \text{ si } y_i^* > 0,$$

$$= 0 \text{ si } y_i^* \leq 0,$$

donde  $\{u_i\}$  se asume i.i.d y con una distribución  $N(0, \sigma^2)$ . Se asume que  $\{y_i\}$  y  $\{x_i\}$  se observan para  $i=1,2,\dots,n$ , pero que  $\{y_i^*\}$  no se observa si  $y_i^* \leq 0$ . Definimos  $\underline{\mathbf{X}}$  como la matriz  $n \times K$ , donde la  $i$ -ésima fila es  $\mathbf{x}'_i$ , tal que  $\{x_i\}$  son finitos y  $\lim_{n \rightarrow \infty} n^{-1} \underline{\mathbf{X}}' \underline{\mathbf{X}}$  es definido positivo. Asumimos también el espacio de parámetros para  $\beta$  y para  $\sigma^2$  es compacto. En el modelo tobit necesitamos distinguir los vectores y matrices de observaciones positivas de los vectores y matrices de todas las observaciones; éste último denotado con un subrayado.<sup>1</sup>

La función de verosimilitud en el modelo tobit estándar viene dada por:

$$L = \Pi [1 - \Phi(x'_i \beta / \sigma)] \Pi \sigma^{-1} (y - x'_i \beta / \sigma),$$

donde  $\Phi$  y  $\phi$  son la función de distribución y la de densidad de una variable normal estándar, respectivamente.

El modelo tobit se conoce habitualmente como modelo de regresión *censurado*.<sup>2</sup> Desde la década de los 70 han sido numerosas las aplicaciones de los modelos tobit que han aparecido en trabajos publicados en revistas económicas. Una lista de los más representativos puede encontrarse en Amemiya (1985).

En nuestro trabajo empleamos modelos tobit para estudiar la sensibilidad de determinadas inversiones como las de I+D a la disponibilidad de recursos internos generados por la empresa; también se plantean en la estimación de la ecuación para los gastos de publicidad y propaganda. Detallamos a continuación la especificación del modelo tobit correspondiente a la hipótesis 9 (incluyendo o excluyendo las variables en caso de ser  $M_i$ ,  $i=1...6$ ), cuyos resultados se recogen en la tabla 2.13, es:

$$\begin{aligned} \ln(\text{gastosI+D}_{94}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln ben_{93} + \beta_2 (\text{grupo}_{94} \times \ln ben_{93}) + \beta_3 (\text{familia}_{94} \times \ln ben_{93}) \\ & + \beta_4 \text{parnac}_{94} + \beta_5 \text{parext}_{94} + \beta_6 \text{entlp}_{94} + \beta_7 \text{estand}_{94} + \\ & + \beta_8 \text{expor}_{94} + \beta_9 \text{lventas}_{94} + \beta_{10} \text{inten} + u_i, \quad \text{si } \ln(\text{I+D}) \neq 0 \end{aligned}$$

<sup>1</sup> Nótese que hemos considerado  $y_i^* > 0$  y  $y_i^* \leq 0$ , el modelo no sufriría cambios esenciales si se cambiara por  $y_i^* > y_0$  y  $y_i^* \leq y_0$ , donde  $y_0$  es una constante conocida o desconocida, cuyo efecto quedaría recogido en el término constante de la regresión.

<sup>2</sup> Por el contrario, cuando no se conoce ni  $y_i^*$  ni  $x_i$  cuando  $y_i^* \leq 0$ , el modelo se conoce como modelo de regresión *truncado*.

$\ln(\text{gastos } I+D_{94}) = 0$ , en los demás casos.

El modelo tobit especificado para contrastar los gastos en publicidad es similar al anterior; nótese que en ambos casos el valor de censura es el cero.

## Anexo B: Tablas de descriptivos y matriz de correlaciones.

**Tabla 2.15**  
**Descriptivos de la muestra**

### 2.15a. Variables continuas

	Media	Desviación	Valor mínimo	Valor máximo
<i>Id (miles)</i>	94621	1096584	0	$3.35 \times 10^7$
<i>ln (i+d)</i>	3.69	5.11	0	17.32
<i>Id/ventas</i>	0.007	0.021	0	0.26
<i>Id/ventas si id&gt;0</i>	0.02	0.031	$6.1 \times 10^{-7}$	0.26
<i>Contlp</i>	0.72	0.26	0	1
<i>Pub</i>	0.014	0.031	0	0.36
<i>Emps</i>	243	664.9	1	9731
<i>Ventas</i>	6071468	$2.67 \times 10^7$	942	$7.31 \times 10^8$
<i>ln (ventas)</i>	13.61	2.05	6.84	20.41
<i>Ben (miles)</i>	786970	9888066	$-1.23 \times 10^7$	$3.91 \times 10^8$

### 2.15b. Variables dicotómicas

	Pertenecen a la categoría	%sobre el total
<i>Grupo</i>	511	30
<i>Familia</i>	727	43
<i>Parnac</i>	595	35
<i>Parext</i>	373	22
<i>Did</i>	597	35
<i>Pub&gt;0</i>	1283	76
<i>Formp</i>	480	28
<i>Entlp</i>	872	52
<i>Expor</i>	944	56
<i>Bolsa</i>	61	3.6
<i>Estan</i>	1061	63
<i>Inten</i>	502	29

**Tabla 2.16**  
**Matriz de correlaciones**

	<i>grupo</i>	<i>familia</i>	<i>parnac</i>	<i>parext</i>	<i>bolsa</i>	<i>entl</i>	<i>estand</i>	<i>export</i>	<i>lvent</i>	<i>inten</i>
<i>grupo</i>	1.000									
<i>familia</i>	-0.4581	1.000								
<i>parnac</i>	0.7142	-0.4768	1.000							
<i>parext</i>	0.6120	-0.4069	0.6128	1.000						
<i>bolsa</i>	0.1693	-0.1441	0.1361	0.1281	1.000					
<i>entl</i>	0.0382	-0.0312	0.0499	0.0458	0.0240	1.000				
<i>estand</i>	0.0107	-0.0035	0.0192	-0.0050	0.0837	0.0189	1.000			
<i>export</i>	0.3498	-0.2716	0.3782	0.3591	0.01500	0.0294	0.0247	1.000		
<i>lvent</i>	0.2928	-0.2115	0.2767	0.2577	0.1301	0.1803	0.0604	0.2120	1.000	
<i>inten</i>	0.2904	-0.2051	0.2502	0.3008	0.0092	0.0322	-0.1397	0.2290	0.1546	1.000



## **Capítulo 3**

### **Propiedad familiar y objetivos de la empresa**

#### **3.1. La propiedad familiar.**

##### **3.1.1. La lógica de la empresa familiar.**

A pesar del predominio de las empresas con carácter familiar en la mayoría de los países desarrollados, el examen de muchas cuestiones fundamentales relacionadas con el control, los procesos de decisión y la influencia de la familia sobre las políticas de la empresa, representa aún una asignatura pendiente (Sharma et al., 1997).

Dyer (1994) reconoce la complejidad de este tipo de organizaciones y llega a la conclusión de que el estudio y comprensión del fenómeno sólo puede llevarse a cabo desde un enfoque multidisciplinar. Como admite el autor, las ideas clásicas que acompañan al concepto de empresa familiar están generalmente asociadas con prejuicios y connotaciones negativas: organizaciones desprovistas de toda racionalidad, donde predomina el nepotismo y cuyos fundamentos son básicamente afectivos y emocionales.

Sin embargo, cuando se estudia este tipo de compañías hay que tener en cuenta su complejidad. Muchas de ellas tienen el carácter de pequeña y mediana empresa y por tanto, poseen muchas de las características intrínsecas y restricciones de estas últimas, al tiempo que cuentan adicionalmente con fortalezas y debilidades derivadas de su carácter familiar. Dado que los vínculos familiares refuerzan el compromiso y la confianza, bajo ciertas condiciones el nepotismo puede ser de hecho la garantía para la supervivencia de la empresa (Dyer, 1994). Como ya vimos al describir la propiedad familiar en el capítulo 1, la participación familiar no es, por sí misma, la clave del éxito o fracaso de la empresa, por lo que es importante reconocer el potencial de las fortalezas que conlleva y las debilidades que implica (Donnelley, 1964; Sharma et al., 1997). La comprensión de la contribución que la familia puede tener en la empresa aportando sus ventajas, sin olvidar el análisis de sus desventajas y puntos débiles, con las restricciones que suponen para la organización, constituyen el punto de partida en el estudio de esta forma de propiedad.

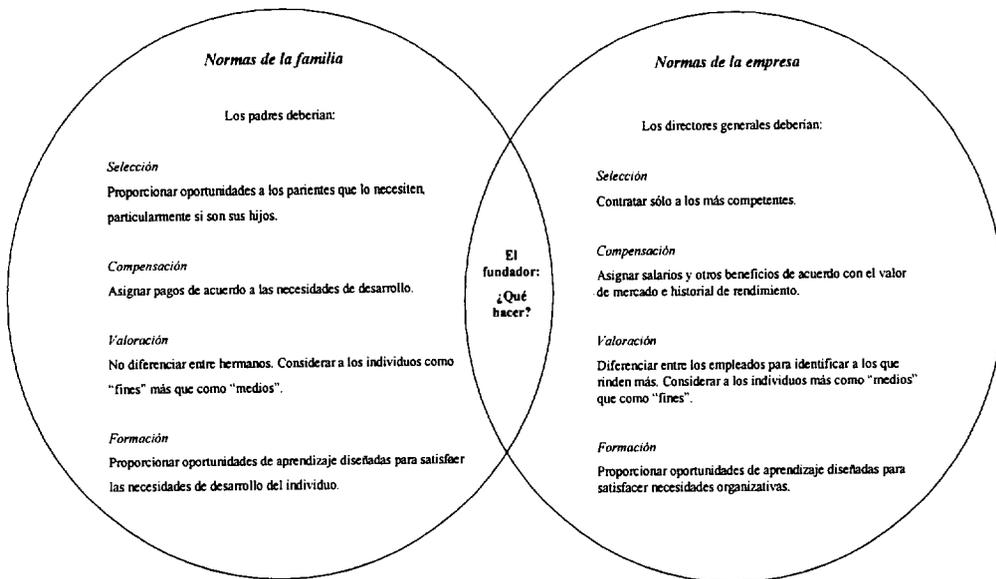
Las empresas familiares son únicas en estructura y propósitos debido a la implicación de sus miembros en la misma y la imposición de determinados objetivos, quedando las exigencias de la empresa influidas por las obligaciones de la familia (Donnelley, 1964). La política y la dirección de estas organizaciones están sometidas a una influencia significativa de uno o más miembros de la familia mediante la propiedad y en ocasiones mediante su participación en la gestión. Tanto la familia como el negocio tienen sus propios sistemas de organización (Davis, 1983), cada uno de ellos con sus propias normas, reglas, valores y estructuras organizativas; el sistema familiar puede mantener

la cohesión de sus miembros y al mismo tiempo impedir la dirección eficiente. Para lograr entender la lógica de la empresa familiar es preciso entender la lógica de los dos subsistemas que se entrelazan en ellas (Kepner, 1983; Lansberg, 1983).

La intersección de las dos instituciones en que descansa, familia y negocio, da lugar a un conflicto de intereses cuando los mismos individuos tienen obligaciones en sendos ámbitos (Lansberg, 1993). Como ejemplo valga el conflicto que aborda el padre y gerente de una empresa en las decisiones que conciernen a la gestión de los recursos humanos. Como puede comprobarse en la figura 3.1, el fundador se enfrenta con un solapamiento de normas que provienen de los dos sistemas, lo que en muchos casos puede ocasionar un serio dilema a la hora de seleccionar, compensar, valorar o formar a los empleados de la empresa, que a la vez son miembros de la familia.

El subsistema de la empresa se guiaría por una *lógica económica*, que da prioridad a los intereses de la empresa y donde los intereses individuales y familiares quedarían subordinados. Los objetivos estarían orientados al beneficio, la eficiencia y el crecimiento; las relaciones personales cobrarían una importancia secundaria; las normas se establecerían formalmente, así como las recompensas o penalizaciones; la evaluación del rendimiento se haría conforme fuesen los resultados y los empleados podrían promocionarse o ser despedidos; la sucesión del negocio se produciría por retiro, promoción o abandono (Dyer y Handler, 1994).

**Figura 3.1. El solapamiento institucional**



Fuente: Lansberg (1983, p.44)

La familia tendría, por su parte, su propia *lógica familiar*, según la cual priman sus intereses y su conformidad.<sup>1</sup> La familia, como sistema tiene una estructura, unas interacciones y unos patrones de comportamiento, cuyo conocimiento puede facilitar la interpretación de la complejidad asociada a la dirección de la empresa familiar (Handler, 1989). Según esta lógica, los objetivos se encaminan hacia el desarrollo y soporte de sus miembros; las relaciones personales cobran una atención prioritaria; las normas son informales ("*así es como se ha hecho siempre*"); los miembros son evaluados de

<sup>1</sup> Donckels y Lambrecht, (1999) añaden a la lógica económica y a la familiar una tercera: la *lógica emotiva*. Aunque resulta difícil encontrar la frontera entre la lógica familiar y la emotiva, merece la pena tener en cuenta esta dimensión para enfatizar aún más esa lógica familiar. Según los autores, la lógica emotiva expondría el lado más vulnerable de estas organizaciones, sujetas a conflictos entre los intereses familiares y del negocio y entre los propios miembros de la familia. A medida que las estas organizaciones van madurando, los objetivos y valores de los distintos miembros se van haciendo inevitablemente más diversos; reconciliar las necesidades y propósitos de hermanos y primos se hace cada vez más difícil.

acuerdo a quién son, de forma que cuenta el esfuerzo, pero el afecto y el apoyo son incondicionales; la sucesión suele producirse por la muerte o la separación (Dyer y Handler, 1994).

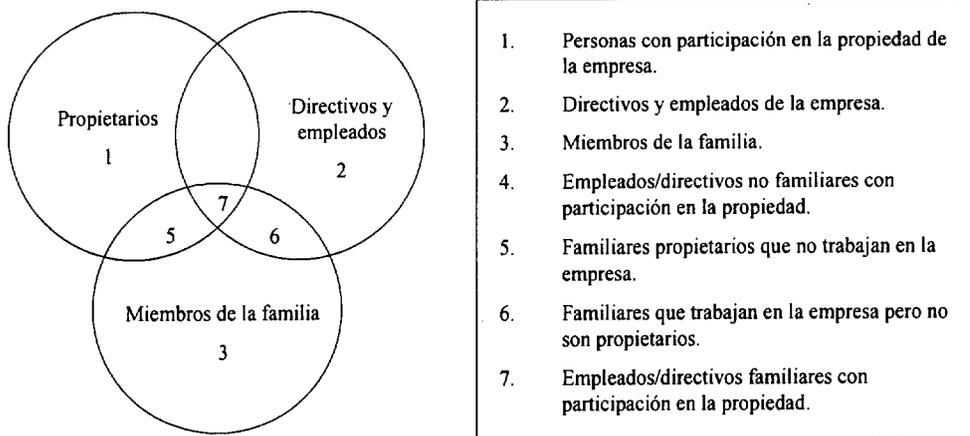
El modelo de los dos sistemas interpuestos tiene plena vigencia actualmente y se emplea como el punto de partida para el análisis del comportamiento organizativo, la competitividad, la estrategia y la dinámica de las empresas familiares (Gersick et al. 1997). Sin embargo, merece la pena destacar que modelos posteriores, en un intento de clarificar aún más el concepto y la tipología de la empresa familiar, han diferenciado entre la propiedad y gestión de la empresa. Así, Davis y Tagiuri (1991), distinguen dentro del sistema del negocio la existencia, a su vez, de dos subsistemas, laboral y de la propiedad, dando lugar a un solapamiento entre tres ámbitos: la familia, la propiedad y el negocio.

En estos modelos (ver figura 3.2) es posible diferenciar entre los individuos que son propietarios pero no se involucran en las operaciones del negocio y aquéllos que son directivos pero no tienen participación en el capital, entre otros; mientras que en los modelos expuestos anteriormente se asume que propiedad y gestión están siempre unidas. Este último matiz confiere la ventaja de que permite entender los orígenes de otros conflictos interpersonales, especificando diferentes roles y subsistemas que ayudan



a entender las complejas interrelaciones que se pueden llegar a dar cuando la propiedad y la dirección están separadas.<sup>2</sup>

**Figura 3.2. Solapamiento de los sistemas familiar, laboral y de propiedad**



Fuente: Cabrera y García (1999), adaptado de Davis y Tagiuri (1991)

Tanto si admitimos que la propiedad y la gestión están separadas como si están unidas, la lógica de la empresa familiar se basa en la influencia que la familia impone en la empresa, para así comprender los dilemas a los que muchas veces las empresas familiares están expuestas, al solaparse en ellas distintas normas. Como resultado, la empresa familiar puede diferir de la no familiar porque los valores e intereses del sistema familiar afectan a los valores y objetivos del sistema de la empresa (Davis, 1983; Sharma et al. 1997).

<sup>2</sup> En la misma línea, Donckels y Fröhlich (1991) plantean un modelo holístico en el que diferencian y enfrentan los objetivos de la familia y el negocio y de la dirección y la propiedad; donde además representan el entorno macroeconómico y la cultura, conscientes de las complejas interrelaciones en que el negocio se ve envuelto.

### **3.1.2. La importancia del efecto generacional.**

El tema del ciclo vital en las empresas familiares ha sido ampliamente tratado en la literatura, con enfoques que relacionan distintos estadios de desarrollo de las empresas familiares respecto a la progresión de las generaciones en la familia (Hoy y Verser, 1994). En esencia, se centran en la interacción de las fases por las que atraviesa la familia, basándose en sus características propias y su influencia en el negocio, para predecir posibles patrones de comportamiento y objetivos, así como obstáculos a la viabilidad y supervivencia.<sup>3</sup> Una de las fases más importantes, en tanto que determina la continuidad de la empresa, es el cambio generacional; el problema sucesorio es una de las cuestiones más estudiadas, ya que además de ser una preocupación para la empresa tiene una enorme importancia en el subsistema familiar.<sup>4</sup> El relevo generacional añade aún más complejidad al entramado familiar, ya que intervienen y confluyen los intereses de distintas familias, las de los hijos si se trata de segunda generación o las de los primos si se trata de tercera o siguientes.

El modelo desarrollado por Ward (1987) describe las distintas fases de la familia, sus necesidades y sus cambios, para analizar cómo las interacciones entre los ciclos de vida del sistema familiar y del negocio pueden ayudar a entender la evolución de la empresa familiar. La motivación y las expectativas del propietario, así como los objetivos de la familia tienen su influencia y van cambiando en las distintas etapas, dando lugar a un

---

<sup>3</sup> Véase Hollander y Elman (1988), para una revisión de los distintos trabajos.

<sup>4</sup> Puede consultares el trabajo de Handler (1994) para revisar la literatura sobre sucesión en la empresa familiar.

entramado de fuerzas que no siempre van en la misma dirección. Desde esta perspectiva de las fases de desarrollo de la organización, Gersick et al. (1997) plantean también un modelo con tres etapas, que consideran suficiente para establecer las características generales de las empresas familiares a medida que van creciendo y se van consolidando como estructuras más complejas; en su modelo no se establece un paralelismo claro con la evolución de la familia, por ello la combinación de ambos modelos nos aporta una visión integrada y complementaria.

Cómo ilustra la figura 3.3, el modelo de Ward incorpora edades y características de dos generaciones de miembros de la familia, fases de la organización y principales cambios en cada estadio; con el fin de ayudar a comprender la interrelación de los ciclos de vida del individuo, la familia y el negocio. La primera etapa de la empresa, que coincide con la familia joven, se caracteriza por ser una época de actividad intensa, en que la empresa es pequeña y dinámica y el compromiso con el negocio, tanto del fundador como de la familia, es la tónica dominante; podemos decir que las necesidades del negocio y la familia son coherentes. En el modelo de Gersick et al. (1997) en la primera fase, al comienzo de la andadura, la formación y supervivencia son los objetivos primordiales, la estructura organizativa es informal y está centrada básicamente en el propietario.

En una segunda etapa la generación más joven puede tener sus primeros contactos con la empresa; las relaciones familiares y empresariales van haciéndose más complejas y las necesidades económicas de la familia también van creciendo, primando como objetivos familiares el desarrollo y progreso de los hijos. La segunda fase del modelo de

Gersick et al. se caracteriza por la formalización y expansión, puede ser un periodo corto y de gran crecimiento o una fase más larga de evolución gradual. La estructura se va desarrollando desde más centralizada a más jerarquizada con funciones más diferenciadas, las responsabilidades del propietario evolucionan y el negocio se va profesionalizando; podemos asimilarla con la segunda etapa del modelo de Ward en que se considera que la organización se va haciendo mayor y más compleja.

**Figura 3.3. Evolución de la empresa familiar**

	<i>Etapa</i>		
	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>
<i>(Edad en años)</i>			
<i>Edad de la empresa</i>	0 a 5	10 a 20	20 a 30
<i>Edad de los padres</i>	25 a 35	40 a 50	55 a 70
<i>Edad de los hijos</i>	0 a 10	15 a 25	30 a 45
<i>Naturaleza de la empresa</i>	Crecimiento rápido, demanda de tiempo y dinero	Madurando	Necesidad de estrategias, "regeneración" e inversión
<i>Carácter de la organización</i>	Pequeña y dinámica	Mayor y más compleja	Estancada
<i>Motivación del propietario y gestor</i>	Compromiso con el éxito del negocio	Deseo de control y estabilidad	Búsqueda de nuevos intereses o "semiretiro". La siguiente generación busca crecimiento y cambios
<i>Expectativas financieras de la familia</i>	Limitada a necesidades básicas	Más necesidades, incluyendo bienestar y educación	Necesidades mayores, incluyendo seguridad y generosidad
<i>Objetivos de la familia</i>	Éxito de la empresa	Crecimiento y progreso de los hijos	Unidad y armonía familiar

Fuente: Ward, 1987.

En la tercera etapa, en la medida en que los padres se van acercando a la década de los sesenta, los hijos se encuentran entre los 20 y los 30 años, momento clave en que decidirán si se incorporarán o no a la empresa y con qué expectativas. En esta etapa las necesidades financieras suelen ser mayores y crecientes, así como las aspiraciones profesionales de los miembros cualificados que se incorporan. El fundador puede jugar, todavía, un papel fundamental, en tanto que es capaz de mantener la paz y la armonía estableciendo actitudes, normas, principios y valores (Kets de Vries, 1993); mientras él está presente cada uno sabe cual es su lugar y lo que le puede gustar o no (Beckhard y Dyer, 1983).

Por lo general, se hará manifiesta la búsqueda de nuevos intereses y cambios, pero si aún conviven las dos generaciones es más difícil que el fundador delegue el control; por tanto, esta dirección de cambio se hará patente cuando se produzca la sucesión y los hijos tomen realmente las riendas del negocio. Muchas veces los hijos pueden tener ideas nuevas o proponer cambios estratégicos; pero, al igual que el fundador por su carácter autoritario es capaz de mantener un cierto orden, también y, como contrapartida, impone sus decisiones, por eso los hijos no tendrán plena capacidad de decisión hasta que se produzca realmente la sucesión.

La tercera etapa del modelo de Gersick et al. es la de madurez; se alcanza cuando la evolución de la estructura de la organización y sus productos clave se ha ido

moderando<sup>5</sup> y la empresa se enfrenta a un dilema inevitable, renovarse o disolverse; puede ser el momento de replantearse la estrategia o reinvertir. La estructura de la organización pretende garantizar la estabilidad, puede organizarse en estructuras divisionales dirigidas por un equipo de dirección; en general, será más compleja.

Si efectivamente la empresa sobrevive a la primera generación y los hijos deciden continuar con el negocio nos encontramos con la empresa familiar de segunda generación, donde pueden reunirse varios sucesores.<sup>6</sup> En este caso la complejidad se multiplica al mezclarse los ciclos evolutivos de varias familias, lo que suele ocurrir cuando se alcanzan las etapas en que, primero los hermanos y después los primos, conviven en el negocio.

La rivalidad entre los hermanos y los conflictos entre sucesores son fenómenos habituales que pueden darse desde los primeros años en la familia (Kepner, 1983; Davis, 1983). Las operaciones y las decisiones se complican, aún más, si cabe, con la presencia de los miembros "políticos", ya que supone la intervención directa o indirecta de nuevos miembros que pueden tener visiones del negocio e intereses radicalmente opuestos (Calder, 1961). En estas situaciones, en que las relaciones entre los hermanos se hacen más complicadas, se ocasionan conflictos en los procesos de dirección que repercuten

---

<sup>5</sup> En la tercera etapa, Ward califica la organización de estancada.

<sup>6</sup> Las estadísticas muestran que sólo el 30% de los negocios familiares sobreviven a la primera generación y únicamente entre el 10-15% sobrevive a la tercera (Davis y Harveston, 1999).

negativamente en el clima de la empresa, consumiendo enormes cantidades de recursos y entorpeciendo el desarrollo potencial.<sup>7</sup>

A medida que la empresa se expande, y con ella las familias que la integran, los objetivos y valores adquieren, inevitablemente, mayor diversidad. Los conflictos, ya de por sí inherentes a la contraposición entre las normas del sistema familiar y las del sistema de la empresa, se pueden acentuar en presencia de distintas generaciones con ideas y propósitos muy distintos. En los niveles de dirección es muy factible que las decisiones, antes centradas en el fundador, sean compartidas por los sucesores presentes en la empresa, originándose disputas por el poder entre los distintos miembros de la familia. Los conflictos internos pueden repercutir directa y negativamente en la continuidad de la empresa.

El efecto que la presencia de una determinada generación tiene en la política de la empresa, en sus intereses y sus objetivos, se ha reconocido en muchos trabajos (Kang, 1996; Okorafo, 1999; McConaughy y Phillips, 1999, entre otros).<sup>8</sup> El ciclo de vida va imponiendo una diversidad adicional de objetivos, que surgen como reflejo de estos cambios en las necesidades y en los valores de los distintos miembros de la familia, y a los que la organización debe adaptarse para sobrevivir; conforme la familia va madurando y se va expandiendo, los propósitos también van evolucionando (Kepner,

---

<sup>7</sup> Según Ward (1998), la discordia entre distintos miembros tiene, a menudo, consecuencias nefastas para la estructura de propiedad, que termina en un reparto de la sociedad en aproximadamente la mitad de las compañías gestionadas por generaciones de sucesores.

1983). De ahí, que resulte un aspecto importante a tener en cuenta la influencia que las distintas generaciones pueden ejercer en la gestión y la dirección de la empresa familiar. La evolución del negocio, intrínsecamente relacionada con la de la familia, va a determinar numerosas cuestiones tales como el crecimiento, la madurez de los productos, la capitalización y el endeudamiento, el desarrollo de directivos no familiares y la internacionalización de la empresa (Cabrera y García, 1999).

### **3.1.3. ¿Son diferentes las empresas familiares?**

Tal como se reconoció en el capítulo 1 y como venimos exponiendo, las empresas familiares difieren de las no familiares; detectamos características propias de estas organizaciones que pueden repercutir tanto en la definición de sus objetivos y sus logros como en las decisiones estratégicas para conseguirlos.

A pesar de la carencia de estudios empíricos rigurosos sobre la empresa familiar, los existentes, tanto teóricos como empíricos, siempre han argumentado diferencias en objetivos y valores (Donckels y Fröhlich, 1991; Welsch, 1991), en los procesos de planificación estratégica y, como resultado, en las estrategias seguidas por las empresas familiares frente a las no familiares (Ward, 1988; Harris et al., 1994). Esas diferencias resultan, según lo expuesto anteriormente, de la intersección entre la lógica del sistema familiar y del sistema de la empresa (Davis, 1983; Lansberg, 1983; Kepner, 1983; Hollander y Elman, 1988; Hoy y Verser, 1994), donde la familia añade complejidad al

---

<sup>8</sup> No en vano, muchas de las definiciones subrayan la importancia de la transferencia generacional como una dimensión básica a tener en cuenta a la hora de identificar estas organizaciones (véase Cabrera, 1998, para una revisión de la literatura).

comportamiento organizativo al solapar sus normas, principios y obligaciones sobre el negocio (Sonnenfeld y Spence, 1989; Sharma et al., 1997; Soreson, 1999).<sup>9</sup>

Las diferencias entre empresas familiares y no familiares no son necesariamente positivas o negativas para las primeras, pero pueden tener un impacto significativo en el proceso de toma de decisiones de estas organizaciones y los resultados de las mismas (Gudmundson et al., 1999); ya que los intereses y valores de la familia son incorporados en los objetivos de la empresa (Sharma et al. 1997) y las características duales de la familia y el negocio son origen tanto de ventajas como de desventajas (Donnelley, 1964; Kets de Vries, 1993; James, 1999).

Retomando las características de la empresa familiar, que pueden ejercer cierta influencia en su comportamiento estratégico,<sup>10</sup> podemos enumerar las siguientes: el compromiso de la empresa en el largo plazo y la relación de continuidad de los propietarios familiares con el negocio, el deseo y la capacidad de mantener el control sobre las decisiones, el conocimiento y la experiencia en el negocio, la lealtad e interés por los empleados, el liderazgo de sus fundadores, la importancia de las relaciones y de la armonía familiar, la mayor limitación de recursos y dificultades de acceso al mercado de capitales y laboral, la menor intensidad de capital, el nepotismo y el solapamiento de algunas normas y valores familiares y de la empresa.

---

<sup>9</sup> Para analizar las peculiaridades que confiere la propiedad familiar a la organización, resaltamos únicamente los dos sistemas, empresa y familia. No hacemos alusión a la separación entre propiedad y control, que daría lugar a la tercera dimensión expuesta en el modelo de David y Tagiuri (1991). Por sí mismo, este fenómeno se podría encontrar en cualquier empresa, independientemente de su estructura de propiedad, sin que suponga un elemento diferenciador para la empresa familiar.

Por lo tanto, la motivación principal del trabajo será examinar si hay diferencias significativas entre la definición y persecución de objetivos de las empresas familiares y no familiares; sin olvidar el efecto que puede tener la presencia de distintas generaciones. Así, dentro del análisis nos vamos a interesar también por las diferencias que pueden existir entre empresas familiares que se encuentren en primera o siguientes generaciones, en lo que objetivos perseguidos respecta.

Las hipótesis de estudio se apoyan en argumentos procedentes de un marco conceptual amplio, pretendiendo aportar un enfoque multidisciplinar al análisis, que no sólo se limite a la interpretación de la teoría y la evidencia de trabajos procedentes de la empresa familiar. Tras el análisis empírico de los comportamientos observados, podremos concluir si coinciden o no con los argumentos tradicionales referentes a las diferencias entre empresas familiares y no familiares y validar el marco conceptual propuesto. La escasez de estudios empíricos en esta área indica que la contribución potencial de la investigación en la dirección y los objetivos de estas empresas puede ser sustancial.

### **3.2. Objetivos de las empresas familiares.**

Como reconocen explícitamente Sharma et al. (1997), tras revisar la literatura sobre la empresa familiar, es necesario estudiar estas organizaciones bajo un enfoque de

---

<sup>10</sup> Puede revisarse la tabla 1.5 y el apartado 1.2.4.

dirección estratégica. Estos autores llegan a la conclusión de que, si bien se ha logrado identificar y diagnosticar muchos de los problemas de la dimensión familiar y el modo en el que se originan y afectan a la dimensión empresarial, no se ha tratado la forma en que estos problemas y soluciones afectan a los procesos de dirección estratégica de la empresa familiar, a sus resultados económicos o al logro de sus metas y objetivos.

Así lo reconocían otros autores anteriormente (Ward, 1988; Wortman, 1994; Hoy y Verser, 1994, Harris et al., 1994), que detectaban un déficit importante en estudios relacionados con la dirección estratégica y la empresa familiar, así como estudios con rigor estadístico debido, muchas veces, a la carencia de datos. Aún se sigue reconociendo en estudios recientes, como el de Gudmundson et al. (1999), que identifica ciertas diferencias entre los comportamientos de los directivos de empresas familiares de las que no lo son, pero detectan la necesidad de estudios adicionales que aclaren las diferencias en los procesos de decisión y los resultados en estas empresas.

Con el apoyo de los trabajos previos existentes en el estudio de la empresa familiar y de otros paradigmas que se relacionen con el tema objeto de estudio, trataremos de captar las características que pueden tener cierta influencia en la definición de objetivos y en el proceso de toma de decisiones estratégicas en la empresa, enfatizando las características de las empresas familiares que pueden favorecer o dificultar su consecución.

A priori, se presume que las empresas familiares se encuentran en el conjunto de empresas en que la propiedad se haya concentrada y que la riqueza de la familia está

íntimamente vinculada a la evolución del negocio y su compromiso con la empresa en el largo plazo. No podemos olvidar que nos enfrentamos a un inversor que será mucho más averso al riesgo que cualquier otro que comprometa en el negocio una parte pequeña de su patrimonio, porque tiene instrumentos para diversificar su riesgo entre distintas actividades.

La estructura de propiedad, en concreto la concentración de la propiedad en manos de los decisores, juega un papel importante en el proceso de decisión y los resultados de la empresa; en muchas circunstancias cuando es el propietario de parte o de la totalidad de las acciones el que tiene la capacidad de decidir, puede desear reducir el riesgo de las actividades que emprende la empresa; objetivo éste, enfrentado al del pequeño accionista neutral o propenso al riesgo, que no compromete más que una pequeña proporción de su renta en el negocio y puede preferir actividades más arriesgadas, ya que tiene capacidad para diversificar su riesgo (Wright et al, 1996). El hecho de que el propietario tenga una cartera poco diversificada, como generalmente ocurre con la familia, previsiblemente inducirá a la persecución de estrategias menos arriesgadas.

El objetivo clásico de los accionistas es la maximización del beneficio, pero puede ser sustituido por objetivos más próximos a la dirección como la maximización del tamaño o el crecimiento, si propiedad y gestión no coinciden (Jensen y Meckling, 1976; Grossman y Hart, 1986). En caso de desequilibrio o no integración de los objetivos de los distintos agentes que intervienen en la empresa, el enfrentamiento y el regateo entre

ellos tendría en la supervivencia un objetivo que debería ser admitido por encima de los intereses individuales (Cuervo, 1979).

Precisamente es en la empresa familiar, donde propiedad y dirección coinciden o están lo suficientemente próximas como para evitar comportamientos discrecionales en la gestión, donde podemos presumir que no se cumple uno de los supuestos elementales de la teoría neoclásica de maximización del beneficio. La empresa familiar puede anteponer objetivos de supervivencia a objetivos clásicos, como la rentabilidad y valor para el accionista, o como el crecimiento o el tamaño para la dirección. La voluntad de mantener los vínculos entre familia y negocio y de ofrecer oportunidades de empleo para más de una generación pueden ser razones suficientes por las que renunciar a mejores resultados económicos o alcanzar una mayor cuota de mercado.

Junto a estas razones está el interés por mantener compromisos establecidos con otros grupos como empleados, proveedores y clientes, que motive una orientación en la que prime una menor preocupación por la rentabilidad, otorgando más importancia al compromiso con dichos grupos y a la reputación. De igual forma, puede estar menos preocupada por la rentabilidad inmediata y más por aprovechar los recursos de la compañía en beneficio de la familia (Tagiuri y Davis, 1992).

En resumen, a partir del reconocimiento de ciertas diferencias que surgen por el tipo de propiedad y los valores que confluyen en las empresas familiares, queremos investigar si persiguen diferentes objetivos relativos al crecimiento, la expansión del negocio y la

búsqueda de rentabilidad, que se traducirán después en un comportamiento estratégico coherente a sus fines. Por otro lado, además, trataremos de observar si esas diferencias persisten, se acentúan o se matizan en caso de tratarse de empresas familiares en una u otra generación.

### **3.2.1. El crecimiento de la empresa familiar.**

#### **3.2.1.1. Crecimiento en el mercado local.**

De acuerdo con la percepción popular, las empresas familiares no crecen; tradicionalmente, suele admitirse que el objetivo de crecimiento es menos importante para las empresas de propiedad familiar (Donckels y Fröhlich, 1991; Daily y Dollinger, 1993) que, en general, muestran tasas de crecimiento menores (Harris et al., 1994; Donckels y Lambrecht, 1999). Sin embargo, en contra de esta imagen, estos negocios pueden crecer (Ward, 1998).

El proceso de crecimiento puede provocar la incorporación de nuevos directivos y la introducción de cambios organizativos, que la empresa familiar no esté dispuesta a asumir. En primer lugar, la dificultad para encontrar suficientes directivos dentro del ámbito familiar conllevaría la contratación de directivos ajenos; con ella vendría un proceso de delegación de determinadas decisiones, ante el cual el propietario podría mostrarse reacio, ya que va en contra de sus preferencias por mantener el control personal y formal del negocio (Davis, 1983; Ward, 1988; Pollack, 1985; McConaughy, 1999).

En segundo lugar, aún en caso de estar dispuesta a ceder parte de su capacidad decisoria en pro de un directivo asalariado, la empresa familiar puede enfrentarse con serios problemas de reclutamiento de profesionales, ante la falta de incentivos de éstos a incorporarse a una empresa con pocas o nulas posibilidades de promoción (Calder, 1961; Gallo y Sveen, 1991; James, 1999). Esta percepción se justifica, tanto por las menores perspectivas de crecimiento y proyección de la propia empresa, como por las peculiaridades de la lógica familiar; dados el solapamiento de los intereses de familia y negocio y las relaciones autocráticas, cabe esperar que los miembros de la familia tengan ventajas frente a los directivos externos al acceder a las posiciones de mayor responsabilidad. Todo ello provoca serias limitaciones en la selección de directivos con las habilidades profesionales necesarias.

El proceso de crecimiento puede llevar consigo cambios organizativos, que originan también cierta pérdida de control cuando se precisan estructuras más amplias capaces de gestionar nuevas plantas o nuevas actividades. La empresa familiar puede considerar no deseable el crecimiento si éste supone una pérdida de autonomía y cesión de cierta capacidad de decisión, que prefiere tener centralizada y concentrada. Existen trabajos empíricos donde se aprecia que las empresas familiares se muestran más reacias a modificar su estructura funcional, pese a ser inadecuada para implantar determinadas estrategias (Dyas, 1972; Thanheiser, 1972; Channon, 1979); en efecto, en una estructura funcional prácticamente todas las decisiones son tomadas por la dirección general, mientras que una divisional, que sería más útil para gestionar estrategias de

diversificación, es imprescindible ceder cierta autonomía a los distintos responsables de las divisiones.

En otro orden de obstáculos al crecimiento de las empresas familiares, se encontrarían las dificultades relacionadas con la obtención de recursos financieros para sustentar el proceso, dadas las restricciones a las que se enfrentan estas organizaciones (Friedman y Friedman, 1994) y las mayores dificultades de acceso a los mercados de capitales que se presuponen en estas empresas (Kets de Vries, 1993; James, 1999).

Por los problemas de gestión que conlleva el proceso de crecimiento asociado a la limitación de recursos humanos y financieros y a la pérdida de control y descentralización de las decisiones, cabe esperar, *ceteris paribus*, la relación que planteamos en la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1: Las empresas familiares presentan menores niveles de crecimiento que las empresas no familiares.*

Ahora bien, el efecto generacional podrá ayudar a matizar esa afirmación. En general, se ha detectado que las empresas familiares en primera generación crecen más rápido e invierten más en capital (Kang, 1996; McConaughy y Phillips, 1999). En los primeros años son organizaciones más pequeñas y dinámicas, que después se harán mayores y

más complejas (incluso llegarán a estancarse, Ward, 1987), por lo que se esperaría que crecieran más en los años iniciales de vida (Hollander y Elman, 1988).<sup>11</sup>

Desde la perspectiva de fases de desarrollo, veíamos en el modelo de Gersick et al. (1997) las etapas secuenciales que atravesaría el negocio familiar. Sin duda, existen numerosos factores que pueden ejercer influencia en estas fases de desarrollo, tanto externos como internos, facilitando o impidiendo el cambio de estadio; pero, según las características de las etapas expuestas por dicho modelo, y por el de Ward (1987) al relacionarlas con las etapas de la familia, podemos asimilar los dos primeros estadios con la primera generación de la empresa y la etapa de madurez cuando la siguiente generación participa de su gestión. De admitirse así se esperaría un mayor crecimiento en presencia de la primera generación que en generaciones posteriores, ya que es en la tercera etapa en la que se esperan crecimientos más modestos y estancamiento (o decrecimiento) de la cartera de clientes. Planteamos la hipótesis que recoge esta idea:

*Hipótesis 2: Las empresas familiares en primera generación crecen más que en segunda generación y siguientes.*

#### 3.2.1.2. La búsqueda de nuevos mercados: la salida al exterior.

La empresa familiar, que atiende un mercado local que conoce bien, tratará de crecer primero dentro de él, pero, una vez agotadas sus posibilidades, puede plantearse

---

<sup>11</sup> Argumento que sería válido empleando únicamente razones de dimensión, ya que al ser más pequeña en los primeros años, es más fácil conseguir crecimientos porcentuales mayores que cuando adquiere dimensiones superiores.

extender su actividad al mercado extranjero, mediante la búsqueda de nuevas oportunidades de negocio fuera de sus fronteras nacionales; de ahí que planteemos la expansión a mercados internacionales en términos de objetivo de crecimiento.

El proceso de internacionalización comienza en el momento en que el mercado exterior se constituye en referente para las decisiones estratégicas que toma la empresa; entendido en sentido amplio, como aquel conjunto de compromisos que permiten el establecimiento de vínculos más o menos estables entre la empresa y los mercados internacionales. La decisión de salir fuera de las fronteras nacionales y la modalidad de entrada en nuevos mercados es, normalmente, un compromiso entre cuatro atributos: disponibilidad de recursos, necesidad de control, riesgo y rentabilidad (Agarwal y Ramaswami, 1992).

El crecimiento en el mercado local origina, como hemos visto, necesidades materiales y humanas y puede suponer la descentralización de las decisiones y con ello provocar el temor a la pérdida de control. Como hemos planteado con anterioridad, los procesos de crecimiento se ven condicionados por la existencia de problemas de control, el riesgo y las limitaciones de recursos financieros; problemas que serán previsiblemente aún más graves al tratarse de una expansión fuera de las fronteras nacionales.

La disponibilidad de recursos se refiere, como ya se expuso para el objetivo de crecimiento, a la capacidad financiera y de dirección que tiene la empresa, en este caso para atender un determinado mercado extranjero. La empresa familiar se enfrenta,

generalmente, a unas mayores restricciones en su cartera de recursos humanos y mayores dificultades en la selección y contratación de profesionales externos. El resultado de estas limitaciones se traduce en una menor preparación para exportar y llevar a cabo otras estrategias de expansión en mercados extranjeros (Donckels y Fröhlich, 1991), actividades para las que se pueden precisar conocimientos y habilidades con las que no cuenten los miembros de la empresa familiar.

La falta de recursos financieros puede constituir otro factor que dificulte la estrategia de internacionalización en la empresa familiar. La financiación de determinadas inversiones resulta a veces una decisión contrapuesta con los objetivos y las demandas de la familia, que presenta crecientes expectativas de bienestar y educación para garantizar el nivel de vida presente y futuro de sus miembros; máxime cuando la decisión se considera arriesgada al tener en cuenta la concentración de la riqueza de la familia en el negocio, que les convierte en inversores más aversos al riesgo y más cautos a la hora de tomar ciertas decisiones (Wright et al., 1996). Además de las dificultades de financiación interna tiene problemas de financiación externa y una menor preferencia por la emisión de acciones que significa reducir sus derechos de propiedad.

En lo relativo a la necesidad y el deseo de control, reiteramos las preferencias de la familia por no ceder el control de la compañía. Como todo proceso de crecimiento, la expansión internacional del negocio exige una descentralización de la toma de decisiones y la puesta en práctica de cambios organizativos, cuando se precisan estructuras capaces de atender un mercado extranjero, a priori más distante tanto

geográfica como culturalmente. Estas exigencias pueden generar un temor a la pérdida de control ocasionado por la delegación de responsabilidades, que contrasta frontalmente con las preferencias de la familia por mantenerlo.

Finalmente, hay que añadir la orientación más hacia dentro que hacia fuera que suele caracterizar a estas empresas (Davis, 1983) y que puede afectar a las percepciones que tienen los miembros de la familia del entorno del negocio;<sup>12</sup> la orientación preferentemente interna explicaría la mayor preocupación por la mejora de la eficiencia antes que la búsqueda de nuevos mercados. Las estrategias actuales están bastante centradas en las necesidades de los mercados locales, donde la compañía percibe estar integrada en la cultura y las tradiciones; éstos pueden ser factores que compliquen o impidan el proceso de internacionalización (Davis, 1983). El cambio puede verse dificultado por la influencia de la familia en el negocio, que percibirá mucho más arriesgada la participación en mercados exteriores.

Los estudios específicos sobre internacionalización de empresas familiares son escasos; aunque los que tratan el tema reconocen que, en general, estas empresas cuentan con ciertas desventajas a la hora de participar en mercados globales, que se traduce en menores incentivos y mayores dificultades de participación (Gallo y Sveen, 1991; Okorafo, 1999), mostrando una actitud más conservadora ante los procesos de expansión internacional (Donckels y Fröhlich, 1991).

---

<sup>12</sup> Para Davis (1983), el sistema familiar trata de crear y mantener una cohesión soportada por el "paradigma familiar", que se describe por creencias y convicciones que la familia sostiene en relación al

Por todas estas razones, cabe esperar que la empresa familiar tenga, *ceteris paribus*, menos incentivos y más problemas a la hora de realizar una expansión internacional, teniendo en cuenta que es un proceso complejo y arriesgado y que supone, a priori, cierta pérdida de control; también es costoso y en ocasiones no se cuenta con la disponibilidad de medios adecuada. Planteamos una hipótesis en este sentido:

*Hipótesis 3: Las empresas familiares tienen menor probabilidad de estar presentes en los mercados internacionales que las empresas no familiares.*

No todo juega contra la expansión exterior de la empresa familiar. Existen algunos factores estratégicos que podrían facilitar su proceso de internacionalización, como son la perspectiva a largo plazo que tiene la familia, la vocación de continuidad y la idea de compromiso con la empresa (Donnelley, 1964; Kets de Vries, 1993). La expansión geográfica proporciona una nueva oportunidad de negocio, que permite aprovechar los recursos y capacidades que se han ido desarrollando en el mercado local para extenderlos a otros mercados.

La búsqueda de nuevas oportunidades y la necesidad de cambios que pueden generar los trasposos generacionales son también factores favorables para la expansión internacional. Los fundadores suelen estar motivados por el compromiso con el éxito del

---

entorno. La información o las influencias que no son consistentes con dicho paradigma son rechazadas o ignoradas.

negocio; se argumenta, además, que son más inflexibles, autoritarios, incapaces de compartir el poder (Kets de Vries, 1996) y más conservadores estratégicamente hablando (Ward, 1988); mientras que los hijos buscan nuevos intereses, suelen mostrarse impacientes por los cambios estratégicos, la independencia personal y la oportunidad de demostrar sus habilidades (Ward, 1987; Sharma et al., 1997). Por eso, parece más probable que la expansión internacional se produzca con el relevo generacional. Cuando un nuevo miembro de la familia entra en la organización y no encuentra un lugar en la estructura diseñada por las generaciones anteriores puede incentivar el proceso de salida exterior para crearse su propio lugar en la organización (Gallo y Sveen, 1991).

Teniendo en cuenta que en presencia de la segunda generación el crecimiento de la empresa en el mercado local puede ralentizarse, parece razonable pensar que se piense en emprender cambios estratégicos que permitan la expansión. En muchas ocasiones, las oportunidades de creación de valor y transformación surgen en el cambio de una generación a otra (Hoy y Verser, 1994), por la necesidad de regenerar la empresa (Ward, 1987). Post (1993) argumenta que para que una empresa familiar tenga éxito debe desarrollar nuevas estrategias en cada generación, creando una nueva empresa o división, internacionalizándose y ayudando a los sucesores a adquirir habilidades que otros miembros de la familia no poseen.

Si, de antemano, la empresa familiar tiene más dificultades de expansión a los mercados internacionales, sería interesante analizar si estos factores que acompañan los cambios

generacionales pueden ayudar a que efectivamente se lleve a cabo. Los argumentos anteriores no contradicen la relación planteada entre la presencia de la segunda generación y el menor crecimiento. La expansión internacional se asocia con la madurez del mercado local y, con ello, una reducción de las tasas de crecimiento, que previsiblemente coinciden con la segunda y siguientes generaciones. Por su naturaleza, la empresa familiar crecería más en los primeros años y presentaría una necesidad de regeneración con el impulso de la nueva generación, que puede venir por la búsqueda de nuevos mercados fuera de las fronteras nacionales (Ward, 1987), donde puede aplicar los recursos y capacidades desarrollados internamente.

Paradójicamente, la expansión del negocio mediante el crecimiento en el mercado local estaría relacionada positivamente con la presencia de la primera generación, en línea con el compromiso de éxito del negocio, que no supondría un cambio sustancial en lo que a política estratégica se refiere; sin embargo, la decisión de extenderse a mercados internacionales requiere una disposición por parte de la empresa, que esperamos será más probable en presencia de segundas y siguientes generaciones. En consecuencia, planteamos la hipótesis 4:

*Hipótesis 4: Las empresas familiares en segunda o sucesivas generaciones tienen mayor probabilidad de estar presentes en mercados internacionales que las familiares en primera generación*

### 3.2.1.3. La financiación del crecimiento.

Uno de los argumentos comunes en el estudio de cualquier proceso de crecimiento en la empresa familiar, se trate de una expansión nacional o internacional, es la falta de financiación. Por ello, nos interesa estudiar las políticas de financiación y las fuentes disponibles para las empresas familiares, por la importancia que pueden tener a la hora de facilitar o dificultar estas actividades encaminadas al crecimiento de la empresa. Por un lado, la obtención de fondos y el acceso a fuentes de capital puede ser crítico en el estímulo de formación y crecimiento de estas empresas (Coleman y Carsky, 1999). Por otro, resulta ser un tema polémico e interesante desde el momento en que el difícil acceso a la financiación es un argumento que se emplea a menudo cuando hablamos de empresas familiares.

La estructura de capital afecta a los intereses tanto de gestores como de acreedores; y, a diferencia de las proposiciones de Modigliani y Miller, hoy podemos afirmar que las decisiones financieras sí son decisiones relevantes (Grossman y Hart, 1982). Lejos de aceptar las hipótesis de irrelevancia, han sido numerosos los trabajos, teóricos y empíricos, que han considerado importantes los efectos de la estructura de propiedad sobre la estructura financiera.<sup>13</sup> Las características de la financiación pueden afectar al valor de la empresa, modificando los incentivos y el comportamiento de las diferentes partes involucradas y también las probabilidades de incurrir en costes de suspensión de pagos (Milgrom y Roberts, 1993).<sup>14</sup> Una estructura financiera diferente puede,

---

<sup>13</sup> Véase Short (1994) para una revisión de la literatura teórica y empírica.

<sup>14</sup> La teoría clásica de la financiación considera los activos financieros simplemente como derechos sobre los flujos de fondos de la entidad emisora; a pesar de que admite que puede existir incertidumbre sobre la

directamente, conducir a distintos niveles de resultados, tener implicaciones en el control de la empresa y afectar a las políticas de inversión; indirectamente, la estructura de propiedad, como una dimensión de la estructura de capital, estaría detrás de estas consecuencias.

El estudio de las fuentes de financiación en la empresa familiar resulta controvertido por los resultados empíricos obtenidos por trabajos previos. En una comparación de las fuentes de financiación de empresas familiares y no familiares, Coleman y Carsky (1999) no detectan diferencias significativas entre el nivel de endeudamiento de ambos tipos de empresas (deuda/total activos), en contradicción con estudios anteriores. Así, Dreux (1990) y Gallo y Vilaseca (1996), encuentran menores niveles de deuda/acciones en las empresas familiares. Casado (1996), para una muestra de empresas españolas, detecta que las empresas familiares se encuentran, en media, más endeudadas que las no familiares de sus correspondientes clases de tamaño (deuda/total activos).

A priori, podemos encontrar razones que diferencien las estructuras financiera y de capital en empresas familiares y no familiares. Como es sabido, los activos financieros no son sólo derechos sobre rendimientos, también dan a sus poseedores ciertos derechos en lo que a adopción de decisiones y control se refiere. La relación entre propiedad y control y resultados de la empresa no pueden aislarse de las decisiones que afectan a la estructura financiera; ya que ésta puede ejercer un gran impacto en los resultados debido

---

cuantía de esos fondos, da por supuesto que las magnitudes más probables y las expectativas de los inversores sobre ellas no están afectadas por la estructura financiera de la empresa.

a la habilidad potencial de los tenedores de deuda para ejercer un control sobre las operaciones de la empresa (Short, 1994). Como veíamos en el capítulo 1, al analizar la relación entre la estructura de propiedad y la estructura de capital, hay trabajos que han analizado cómo la concentración de la propiedad en manos de directivos u otros accionistas de distinta naturaleza puede tener influencia en las decisiones financieras de la empresa. Algunos de esos resultados pueden aplicarse en nuestro estudio de la empresa familiar.

Kim y Soreson (1986) encuentran que en aquellas empresas con altos niveles de propiedad en manos de los directivos, el endeudamiento está positivamente relacionado con esa propiedad. La razón estriba en que la diferencia de costes de agencia provocados por las emisiones de deuda y de acciones, respectivamente, presenta un balance positivo para aquélla, ya que los costes de agencia originados por el endeudamiento se reducen cuando aumenta la concentración del accionariado. Además, añaden que, independientemente del balance de los costes de agencia, una concentración elevada en el capital de la empresa conducirá al empleo de deuda por encima de los niveles óptimos con el fin de mantener el control sobre la compañía.

Estos argumentos están ratificados por la teoría de “*pecking order*” (Myers, 1984) sobre las decisiones de la estructura de capital. Según esta teoría, la financiación de una empresa que desea emprender nuevas inversiones se llevaría a cabo primero internamente, después mediante deuda y en último recurso mediante la emisión de acciones, refiriéndonos siempre a un contexto en que se admiten asimetrías de

información entre las partes. Si la empresa no cuenta con autofinanciación suficiente, según esta teoría, se esperaría una mayor proporción de deuda sobre fondos propios en las empresas familiares, con más aversión al riesgo y menos interés en ceder ciertos derechos de control. Además, los trabajos sobre empresa familiar suelen reconocer las dificultades de acceso al mercado de capitales con que éstas cuentan (Kets de Vries, 1993; James, 1999).

La obtención de fondos vía emisión de acciones supone para la empresa familiar compartir el reparto de los beneficios con los inversores externos (y también en los costes) en proporción al porcentaje de acciones retenido, además de la consiguiente pérdida de control. De esta forma, la financiación ajena podría ser preferida antes que la entrada de nuevos accionistas o nuevos socios no familiares en el capital de la empresa (Donckels y Lambrecht, 1999), con el fin de conservar el control de la empresa (Donckels y Fröhlich, 1991).

La financiación ajena también sería preferida en el caso en que la empresa no estuviera dispuesta a ofrecer o difundir información interna a inversores externos en el mercado. La emisión de acciones exige dar información de los recursos y de las expectativas de la empresa y una empresa familiar, que no acostumbra a explicar las decisiones tomadas, puede mostrarse muy reacia a hacerlo.

El trabajo de Chaganti y Damanpour (1991) encuentra que la propiedad familiar sirve de efecto moderador en las políticas de endeudamiento en las empresas que poseen

propietarios institucionales, de forma que la relación negativa entre la participación de una institución en el capital y el nivel de endeudamiento se matiza ante la presencia de propietarios familiares en el capital; niveles de propiedad institucional relativamente bajos y altos niveles de propiedad familiar están relacionados con mayores niveles de endeudamiento.

Por su parte, Berger et al. (1997) constatan que los directivos sin participación en el capital prefieren evitar el endeudamiento cuando no hacen frente a presiones de la propiedad, por temer el papel disciplinante de la deuda. Este amenaza no estaría tan latente en las empresas de propiedad familiar si tenemos en cuenta que la propiedad y el control tienen, por lo general, un vínculo más estrecho; y no existe tanto temor al papel disciplinante que puede ejercer la deuda sobre los directivos, como existiría en empresas en que cuentan con más posibilidades de ejercer un comportamiento discrecional; ya que, a priori, en la empresa familiar dispone de los controles serán más directos y creíbles sin tener que recurrir a la deuda como instrumento disciplinador.

Con todo, cabe esperar que la empresa familiar que necesite financiación para su actividad y su crecimiento preferirá acudir al mercado de crédito antes que emitir acciones que supondrían una pérdida de control sobre el negocio familiar; siendo más proclive a acceder a fuentes de financiación ajena antes que a ampliar capital si ello puede suponer pérdida o dilución de derechos.

Si en la empresa familiar la gestión está en manos de directivos profesionales, anticipamos que existen controles directos sobre la dirección; por tratarse de un accionista importante e informado, los directivos no se mostrarían reacios al endeudamiento por temor al papel disciplinante de la deuda si ya de antemano están sometidos a otros controles directos. Estos argumentos nos sirven para plantear una hipótesis relativa a la estructura financiera en las empresas familiares:

*Hipótesis 5: Las empresas familiares presentan mayores proporciones de recursos ajenos sobre fondos propios que las empresas no familiares.*

Según los argumentos anteriores la empresa familiar preferiría acceder a la financiación ajena en relación a la financiación propia, si no cuenta con recursos suficientes para autofinanciarse. En la medida en que la propiedad en las empresas familiares impone responsabilidades financieras adicionales, la obtención de recursos ajenos también puede verse dificultada. Los distintos tipos de recursos ajenos no son todos igualmente accesibles, ni requieren para su obtención las mismas garantías. Los acreedores bancarios, los proveedores, otros créditos concedidos por otras empresas o la emisión de deuda, representan algunas de las formas más comunes de financiación mediante recursos ajenos.

A menudo, las instituciones financieras son un factor determinante de los bajos niveles del peso de la deuda bancaria sobre el pasivo de las empresas. Una práctica habitual es la de hacer depender sus políticas de crédito de la riqueza del propietario, olvidando que

las garantías deberían centrarse más en un análisis de viabilidad de los proyectos. La empresa podría encontrar dificultades para ofrecer avales familiares para el proyecto y la exigencia de los mismos podría desincentivar o evitar el compromiso mediante deuda. Los prestamistas pueden demandar garantías de activos personales, que pueden ser insuficientes para la cuantía de los recursos requeridos (Bécker, 1996) o solicitar una revisión de información financiera personal antes de ofrecer un crédito (Haynes et al., 1999) que el empresario no está dispuesto a facilitar.

Además, al estar el negocio íntimamente identificado con la familia se puede percibir la quiebra de la empresa como personal (Sonnenfeld y Spence, 1989); lo que, de hecho, puede ocurrir realmente cuando es una proporción muy importante del patrimonio familiar la que está comprometida o depende del negocio y el propietario asume una responsabilidad ilimitada (Coleman y Carsky, 1999). De ser así, esperaríamos una menor proporción de financiación externa procedente de deuda contraída con entidades financieras a favor de la deuda contraída con proveedores y créditos concedidos por otras empresas entre los que pueden primar las relaciones de confianza y reputación de la empresa;<sup>15</sup> con ello se cumpliría la siguiente hipótesis:

---

<sup>15</sup> La emisión de obligaciones, por citar otra fuente de financiación externa, resultaría una alternativa más improbable aún. Ya que si las asimetrías informativas entre la empresa y el banco son importantes, lo serían aún más en el mercado, donde el inversor está desinformado sobre una empresa que no cuenta con una reputación y una solvencia reconocidas. En el capítulo 4 se profundiza en el estudio de deuda negociable.



*Hipótesis 6: Las empresas familiares presentan menores proporciones de deuda con entidades de crédito sobre pasivo que en las empresas no familiares.*

En lo referente al efecto generacional, Coleman y Carsky (1999) encuentran empíricamente que las empresas más jóvenes recurren con más probabilidad a fuentes externas de financiación, para una muestra de pequeñas empresas americanas. Esto puede explicarse, al menos en parte, dado que las empresas más jóvenes crecen más deprisa que las empresas maduras, lo que ocasiona mayores necesidades de capital y financiación para su crecimiento (Hollander y Elman, 1988).

Según lo expuesto, cabría esperar que las empresas familiares en primera generación, si tienen más necesidades de obtención de recursos tuvieran unos mayores niveles de endeudamiento (proporciones de recursos ajenos sobre recursos propios o total pasivo) que las familiares en segunda generación y siguientes. Planteamos la hipótesis que hace referencia al efecto generacional:

*Hipótesis 7: Las empresas familiares en primera generación presentan porcentajes mayores de recursos ajenos sobre fondos propios que en segunda o siguientes generaciones.*

### **3.2.2. Rentabilidad y valor.**

La idea que tradicionalmente tenemos en mente al hablar de empresa familiar es que ésta es una organización más orientada a la supervivencia que a la maximización del beneficio. Las ideas que subyacen en este pensamiento son, por un lado, que la empresa familiar está peor gestionada como consecuencia principal de las limitaciones financieras y humanas; por otro, que se buscan a través de ella objetivos familiares de carácter privado, anteponiéndose los beneficios y fines familiares y pasando los objetivos de rentabilidad y creación de valor a un segundo plano

Los resultados de la investigación empírica, que durante varias décadas ha analizado el impacto de la estructura de propiedad sobre distintas medidas de rentabilidad y resultados de la empresa, han permitido alcanzar algunas conclusiones que deben hacernos reflexionar sobre las conclusiones anteriores. En general, han analizado los efectos de la concentración de la propiedad en manos de los directivos y de otros grandes accionistas, pero de ellos pueden extraerse apuntes para una recapitulación sobre los objetivos de rentabilidad en la empresa familiar.

En muchos trabajos se detecta que la coincidencia entre control y propiedad tiene un efecto positivo sobre las distintas medidas de resultados, aunque en muchas ocasiones los hallazgos no llegan a ser significativos (Short, 1994).<sup>16</sup> Bien es cierto que gran parte de los estudios asumen linealidad, lo que es lo mismo que decir que si existe diferencia de resultados en las empresas debido a la existencia de diferentes estructuras de

propiedad, ese efecto es uniforme; ya que emplean una variable dummy que informa sobre si el directivo es o no propietario, pero consideran irrelevante la dimensión de esa participación. Sin embargo, los estudios que cuestionan dicha hipótesis de linealidad, empleando variables continuas para medir la estructura de propiedad, muestran cómo la relación propiedad-resultados puede no ser lineal y por ello, haciendo esta asunción quedaría enmascarado el efecto real, al no emplear distintos rangos de propiedad (Morck et al, 1988; McConnell y Servaes, 1990).

El trabajo de Morck et al. (1988) es digno de especial atención, ya que analiza tanto la concentración de la propiedad como la presencia de miembros de la familia fundadora de la empresa. En él se refleja una relación positiva entre la tenencia de acciones en manos de los directivos y la valoración de la empresa en el mercado para niveles de propiedad inferiores al 5%, resultado consistente con la posibilidad de que exista una convergencia de intereses entre directivos y accionistas. La relación positiva se va debilitando en el entorno del 5%, se convierte en negativa en el intervalo de 5 a 25% y vuelve a ser positiva cuando el porcentaje de acciones en manos de los directivos excede el 25%. Los autores explican el cambio de sentido en el tramo intermedio por la contraposición de dos fuerzas que finalmente tiene un efecto negativo. Una primera procede de la tendencia natural del directivo a asignar los recursos de la empresa en su propio interés; los directivos “atrincherados” cuentan con más derechos de voto y están más resguardados de la disciplina del mercado, lo que afecta negativamente a la valoración en el mismo. En este tramo el efecto atrincheramiento sería superior a la

---

<sup>16</sup> Este estudio hace una revisión exhaustiva de los trabajos empíricos.

segunda fuerza, debida a la convergencia de intereses, y de la que cabría esperar mayores valores de mercado a mayor participación de la dirección en la propiedad. Finalmente, en el tramo en el que se posee un porcentaje muy elevado de la propiedad se espera que el efecto “trinchera” sea mínimo y predomine más la alineación de objetivos.

Además de tener en cuenta la concentración de la propiedad en manos de la dirección, Morck et al. (1988) controlan si existen miembros de la familia fundadora entre los dos primeros directivos. Los autores encuentran un efecto positivo en la valoración de la empresa, al controlar por la presencia de algún miembro de la familia fundadora en puestos de alta dirección cuando se trata de empresas jóvenes, resultado que explican por el importante papel emprendedor que juegan los fundadores.<sup>17</sup> Según lo anteriormente expuesto, podemos anticipar una relación positiva entre la propiedad familiar y el valor de la empresa en el mercado, por un lado por la previsible elevada concentración de la propiedad en la empresa familiar y por otro, por el valor que aporta y se confiere a la presencia del fundador en la empresa.

El estudio de McConaughy et al. (1998) apoya también la relación positiva entre la propiedad familiar y rentabilidad y valor de mercado, en consonancia con los argumentos procedentes de la teoría de la agencia, que defienden que el carácter familiar sirve para alinear objetivos entre dirección y propiedad (Fama y Jensen, 1983; De Angelo y De Angelo, 1985).

---

<sup>17</sup> Esta conclusión se matiza cuando se trata de empresas creadas hace más de 30 años; puede verse después el efecto generacional.

El valor añadido del trabajo de McConaughy et al. (1998) es que permite aislar el efecto de la concentración, al comparar un conjunto de grandes empresas familiares que cotizan en la bolsa americana, con otras similares en tamaño y sector y con el mismo nivel de directivos propietarios, pero sin propiedad familiar. Las diferencias entre empresas controladas por su fundador y empresas en manos de otros directivos (incluso propietarios de la empresa), son favorables a las empresas familiares, tanto en términos de rentabilidad económica como en términos de valor de mercado. De estos resultados resaltan la importancia del impacto que tiene en estas empresas quién es el propietario y no tanto la concentración de la propiedad. De forma que la propiedad familiar resulta más eficiente para controlar y disciplinar a los directivos, por la relación de largo plazo entre la familia y los miembros de la empresa.

En efecto, como se resalta también en trabajos procedentes de la literatura de empresa familiar, las características idiosincráticas de estas organizaciones pueden suponer una ventaja a la hora de obtener mejores resultados (Habbershon y Williams, 1999); el compromiso del propietario con el negocio y la reducción de las asimetrías de información, procedentes de la relación más directa y de largo plazo, pueden facilitar la construcción de una cartera de recursos basados en activos intangibles que redunde en un mayor valor de la empresa.

La relación directa de los miembros de la familia con la empresa da lugar a una serie de valores y fenómenos sociales (Hoy y Verser, 1994), que tienen su traducción tanto

dentro de la empresa como fuera de la misma. Dentro de la empresa encontramos procesos informales y flexibles en la toma de decisiones (Kets de Vries, 1993); existen ventajas procedentes de las relaciones entre los miembros de la familia en el negocio, como puede ser la facilidad para conocimiento del mismo, la cohesión y las redes de comunicación entre ellos (Donckels y Lambrecht, 1999);<sup>18</sup> se cuenta con la lealtad de los empleados (Donnelley, 1964; Ward, 1988) y con la facilidad para el establecimiento de vínculos y relaciones explícitas entre éstos últimos y los propietarios (James, 1999). Fuera de la empresa, las buenas percepciones que tienen otros grupos externos como proveedores y clientes fundamentadas en la reputación de la empresa, facilitan el establecimiento de interacciones con los mismos (Aronoff y Ward, 1995).

La relación a largo plazo puede traducirse en que se reduce la importancia de las ganancias a corto plazo, que le otorga mayor independencia de acción y grandes posibilidades de alcanzar importantes beneficios a largo plazo (Kets de Vries, 1993).

En resumen, el compromiso de la familia con el negocio y la implicación directa en la gestión o la proximidad a la misma, sustentan una relación estrecha y a largo plazo con la empresa que puede redundar en una mayor rentabilidad esperada; con lo que debería cumplirse la relación expresada en la siguiente hipótesis:

---

<sup>18</sup> Si bien los conflictos familiares, que provocan falta de cohesión, también pueden debilitar los vínculos sociales y dificultar la gestión eficiente de la empresa (Davis, 1983); como observa Pollack (1985), la estabilidad de la familia se convierte en una fuente de fortalezas para la empresa, pero la inestabilidad es una fuente de debilidades.

*Hipótesis 8a: Las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares.*

La literatura sobre empresas familiares, por su parte, ofrece argumentos acerca de las desventajas que se atribuyen a este tipo de organizaciones en lo que a ineficiencia y peor gestión se refiere. Por un lado, las limitaciones en la selección de directivos y personal, como consecuencia de que el reclutamiento se hace entre los miembros de la familia, lo que ocasionaría comportamientos ineficientes, carencia de profesionalización (Donckels y Lambrecht, 1999) y falta de conocimiento en ciertas áreas (Calder, 1961; Lansberg, 1983).

Las ineficiencias también pueden venir del lado de la falta de disciplina en costes y beneficios, si la compañía se concentra en la calidad del producto, una excesiva mejora de los equipos y la planta y en las relaciones personales, en lugar de preocuparse por la contribución de esos factores en el beneficio a largo plazo de la compañía; actitudes todas ellas que procederían del empleo de sistemas de control contable y de costes poco exigentes (Donnelley, 1964). Otras debilidades provendrían de las posibles deseconomías de escala derivadas de la reducida dimensión (Pollack, 1985), que podrían dar lugar a ineficiencias en la utilización de los recursos.

La ausencia de los mercados de capitales hace a la empresa estar sometida a una menor presión del mercado, con ello no se ve sometida al escrutinio de un mercado que discipline sus acciones y se facilita la persecución de objetivos privados a través de la

empresa, lo que redundaría finalmente en una menor rentabilidad. Incluso para empresas presentes en los mercados de capitales, podría darse esta situación en que, abusando de su posición, se tomen decisiones en la empresa con fines vinculados a la familia. Morck et al. (1988) encuentran que las empresas gestionadas por una familia fundadora tienen en media una probabilidad mucho menor de ser adquiridas en una toma de control hostil, denotando en este sentido una menor presión del mercado que aprovecharían para perseguir objetivos propios.

Por último, la supervivencia de empresas familiares, no implica que sea una forma eficiente de organización.<sup>19</sup> En una sociedad anónima, donde los accionistas pueden diversificar su riesgo entre varias empresas, se presume que nos encontramos ante propietarios neutrales al riesgo; sin embargo, los propietarios de la empresa familiar serán previsiblemente más aversos. Desde el momento en que la riqueza del propietario y gerente está vinculada en su mayor parte a una única empresa, soportará demasiados riesgos empresariales, que podrían de otra forma, compartirse de manera óptima.

Estos argumentos en contra de la eficiencia de la empresa familiar, añadidos a la idea de búsqueda de beneficios privados a través del negocio, y la mayor preocupación por la supervivencia y continuidad, podrían hacernos pensar en unos niveles de rentabilidad menores para las empresas de carácter familiar. En consecuencia, planteamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 8b: Las empresas familiares son menos rentables que las empresas no familiares.*

Para estudiar el posible efecto generacional retomamos el trabajo de Morck et al. (1988). Sus resultados ofrecen una relación negativa entre la presencia de un miembro de la familia y la valoración de la empresa en el mercado cuando la fecha de fundación es superior a 30 años. El emprendedor y fundador desempeña un importante rol en la marcha de la empresa, mientras que en las empresas maduras esos mismos fundadores y generalmente, sus descendientes, pueden frustrar el objetivo de maximización del valor en la convicción de que difícilmente serán retirados del puesto que ocupan en la empresa. Además, una diferencia fundamental entre la etapa en que está presente el fundador y en la que están sus descendientes, radica en que en el primer caso la propiedad está concentrada en una única persona y los objetivos están más claros, mientras que en el segundo, la diversidad de individuos se traduce también en diversidad de fines y objetivos.

La valoración negativa de las empresas familiares maduras, obedece a la creencia de que las generaciones posteriores a los fundadores pretenden explotar la experiencia, las inversiones y la posición adquiridas por el negocio familiar en los primeros años; hasta el punto de agotar los beneficios del negocio que generaciones anteriores habían construido. Si la nueva generación no adquiere todas las habilidades que podrían resultarle útiles, añaden poco valor a la compañía y realizan trabajos poco productivos,

---

<sup>19</sup> En términos evolucionistas, la supervivencia no tiene por qué implicar eficiencia (Hodgson, 1995).

la empresa se convertiría en una “institución benéfica” dando algo que hacer a los miembros de la familia (Kets de Vries, 1996).

De acuerdo con todo ello, podríamos pensar que la primera generación de una empresa familiar busque objetivos más encaminados a la rentabilidad de la empresa que en segunda y posteriores o, lo que es lo mismo, la hipótesis que se plantea a continuación:

*Hipótesis 9: Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones son menos rentables que las empresas familiares en primera generación.*

En resumen, hemos formulado dos bloques de hipótesis; uno hace referencia a la propiedad familiar versus el resto de empresas no familiares y otro compara la propiedad familiar en distintas generaciones; quedan recogidos de forma sintética en la tabla 3.1.

### **3.3. Análisis empírico.**

#### **3.3.1. Descripción de la muestra.**

La Encuesta sobre Estrategias Empresariales constituye la base de datos de nuestro análisis empírico. La encuesta está realizada por el Ministerio de Industria y Energía y la Fundación Empresa Pública, constituye una investigación estadística anual con una muestra representativa de empresas manufactureras españolas. Para realizar el estudio

contamos con un panel de datos para el periodo 1991-1997 (ambos incluidos) con una media cercana a 2000 observaciones por año. Esta base de datos contiene información acerca de empresas familiares, lo que la hace sumamente útil dado que resulta bastante difícil conseguirla por otras vías.<sup>20</sup>

**Tabla 3.1. Resumen de las hipótesis**

<b>Propiedad familiar frente a no familiar</b>
<i>Hipótesis 1:</i> Las empresas familiares presentan menores niveles de crecimiento que las empresas no familiares.
<i>Hipótesis 3:</i> Las empresas familiares tienen menor probabilidad de estar en mercados internacionales que las no familiares.
<i>Hipótesis 5:</i> Las empresas familiares presentan mayores proporciones de recursos ajenos sobre fondos propios que las empresas no familiares.
<i>Hipótesis 6:</i> Las empresas familiares presenta menores proporciones de deuda con entidades de crédito sobre pasivo, que las empresas no familiares.
<i>Hipótesis 8a:</i> Las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares.
<i>Hipótesis 8b:</i> Las empresas familiares son menos rentables que las empresas no familiares.
<b>Propiedad familiar en primera frente a siguientes generaciones</b>
<i>Hipótesis 2:</i> Las empresas familiares en primera generación crecen más que en segunda generación y siguientes.
<i>Hipótesis 4:</i> Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones tienen mayor probabilidad de estar presentes en mercados internacionales que las familiares en primera generación.
<i>Hipótesis 7:</i> Las empresas familiares en primera generación presentan mayores porcentajes de recursos ajenos sobre fondos propios que en segunda generación y siguientes.
<i>Hipótesis 9:</i> Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones son menos rentables que las empresas familiares en primera generación.

<sup>20</sup> En concreto, se intentó realizar el estudio para una muestra de empresas que cotizan en el mercado de valores, lo que hubiera facilitado la construcción de variables de resultados mejores que las que se construyen en este estudio; sin embargo, ha de resaltarse la escasa representación de empresas familiares presentes en el mercado de valores y la dificultad añadida de identificación correcta de las mismas.

### 3.3.2. Definición de las variables.

#### *Variables dependientes.*

*Crecimiento.* Para analizar el objetivo de crecimiento empleamos el cociente del incremento de las ventas sobre las ventas del periodo anterior, variable *crec*. Para detectar si este crecimiento es superior a la media del sector empleamos una variable que se construye como la diferencia entre el crecimiento de las ventas de la empresa y el crecimiento medio experimentado por las empresas que pertenecen al mismo sector en el año considerado; así tendríamos una medida de lo que se considera crecimiento extraordinario respecto al sector, es la variable *crecext*.

*Propensión exportadora.* Para realizar el análisis de la expansión internacional, contamos con la variable del valor de las exportaciones de la empresa.<sup>21</sup> Empleamos el porcentaje de las ventas en el extranjero sobre las ventas totales, es decir, el porcentaje que representan el valor de exportaciones sobre la cifra de ventas anuales como medida de la propensión exportadora de la empresa. La variable se denota por *pexp*.

---

<sup>21</sup> En la ESEE se dispone de información sobre los establecimientos industriales y no industriales localizados en el extranjero. Por el carácter cuatrianual de este ítem sólo contamos con la información para 1994, en este año únicamente 41 empresas declaran tener establecimientos en otros países. De las 41, se consideran no familiares 36 y las 5 restantes son familiares. Si tuviéramos información anual podría ser una proxy interesante de la inversión directa en el extranjero. Las cifras obtenidas en nuestra muestra representan unas proporciones inferiores a las que obtienen Alonso y Donoso (1998) para la muestra de empresas exportadoras (ICEX), donde el 16,7% de las empresas declaran tener un centro de producción o distribución radicado en el exterior.

*Financiación.* Para analizar las políticas de financiación seguidas por las empresas familiares utilizamos algunos indicadores relacionados con las estructuras financiera y de propiedad:

*Endeu:* relación entre los recursos ajenos y propios (capital y reservas).

*Apa:* cociente entre el total de recursos ajenos y el pasivo de la empresa en libros (deuda total, capital y reservas). Aunque será una variable dependiente en los modelos que expliquen la financiación del crecimiento, se emplea también como una variable de control en las estimaciones del objetivo medido en términos de crecimiento y rentabilidad. Por un lado, la idea del endeudamiento nos aproxima a la necesidad de recursos ajenos de la empresa; por otro, se puede interpretar como un mecanismo disciplinante de la dirección (Thomsen y Pedersen, 2000).

*Deucorto:* proporción de la deuda a corto plazo sobre el total de la deuda.

*Deulargo:* proporción de la deuda a largo plazo sobre el total de la deuda.

*Estban:* proporción de la deuda bancaria sobre la deuda total, con sus variantes a corto y largo plazo; se emplea para analizar la composición de la deuda.

*Rdeudacp:* proporción de deuda a corto plazo sobre el total de la deuda. Incluye empréstitos, otras emisiones y otras deudas sobre el total de la deuda.

*Rentabilidad.* La medida de rentabilidad la recogemos mediante una variable aproximada de la rentabilidad económica. Es aproximada porque el beneficio antes de intereses e impuestos se aproxima mediante la variable beneficio de explotación (empleada ya en análisis anteriores); al no tener datos completos del activo del balance empleamos en el denominador la cifra de pasivo. El cociente de las dos magnitudes

pretende acercarnos a la rentabilidad sobre activos de la empresa, variable *roa*.<sup>22</sup> Para hacer relativa al sector y al año dicha variable, construimos una segunda que recoge el diferencial de rentabilidad con respecto a la media de la rentabilidad de las empresas que pertenecen al mismo sector y año, variable *roaext*.

### *Variables independientes.*

*Familia.* Variable dicotómica que nos da información sobre los propietarios o familiares en puestos de dirección y gerencia; consideramos esta variable como una proxy de empresas controladas por familias, esto es, de empresas familiares. La variable se denota por *familia*.

*Familiares en segunda y siguientes generaciones.* Si la empresa familiar tiene una edad superior a treinta años, entendida la edad como los años de diferencia entre el momento actual y los años de su fundación, consideramos que se encuentra en segunda o siguientes generaciones.<sup>23</sup> En definitiva, se trata de una empresa que es muy probable que no esté en manos de su fundador, o al menos, donde ya los descendientes estén tomando parte en la gestión del negocio. La variable se denota por *familia2*.

---

<sup>22</sup> Aproximar el objetivo de rentabilidad y valor para los accionistas con una medida de rentabilidad económica supone una concepción bastante simple del concepto que pretende definirse como objetivo de rentabilidad. Existen mejores aproximaciones del valor de la empresa en el mercado, generalmente mediante el cálculo de la *q* de Tobin o medidas similares, que recogen la valoración que los inversores dan a la empresa. Nuestra muestra recoge información de empresas seleccionadas mediante muestreo estratificado de la población de empresas manufactureras españolas y por ello la proporción de compañías que declaran estar cotizando en bolsa es un número insignificante y poco representativo (cerca de 50). Al no contar con la información de los valores de mercado tenemos que restringirnos a la información interna disponible, aún siendo conscientes de las limitaciones de la medida empleada.

<sup>23</sup> En línea con lo establecido por el límite superior en las etapas por las que atraviesa la empresa familiar, descritas por Ward (1987). Autores como Beckhard y Dyer, (1983) consideran que la media de años que

*Variables de control.*

*Propiedad extranjera en el capital.* Esta variable nos dice si todo o parte del capital de la empresa está en manos de una empresa extranjera. La utilizamos como un control en el estudio de la expansión a mercados internacionales, ya que el estar participada por una empresa que conoce el mercado extranjero donde opera, puede facilitar las ventas en dicho mercado. Es la variable *extr.*

*Dimensión de la empresa.* Para controlar por el tamaño de la empresa utilizaremos como medida el número empleados de la empresa, que denotamos por *empl* (*lemp*, es el logaritmo de *empl*).

*Sector intensivo en investigación y desarrollo.* Variable que nos discrimina entre empresas pertenecientes a sectores intensivos en gastos en I+D frente a las que no. Se introduce en el análisis para controlar por las empresas que están en dichos sectores, con el fin de diferenciarlas, ya que por tratarse de sectores que, a menudo, al ser más innovadores, pueden presentar distintos crecimientos de las ventas, distintas tasas de rentabilidad y distintas políticas de financiación. La variable se denota por *inten.*

**Tabla 3.2**  
**Descripción de las variables**

<b>Variable</b>	<b>Descripción</b>
<b><i>Dependientes</i></b>	
<i>Crec</i>	Cociente del incremento de las ventas por las ventas anteriores.
<i>Creext</i>	Diferencia entre la variable <i>crec</i> y el crecimiento medio de las empresas del mismo sector y año.
<i>Pexp</i>	Cociente del valor de las exportaciones por el valor de las ventas.
<i>Endeu</i>	Recursos ajenos sobre recursos propios.
<i>Apa</i>	Recursos ajenos sobre el pasivo en libros.
<i>Estban</i>	Proporción de la deuda bancaria sobre la deuda total.
<i>Roa</i>	Rentabilidad antes de intereses e impuestos sobre activos.
<i>Roaext</i>	Diferencia entre la variable <i>roa</i> y la rentabilidad media de las empresas del mismo sector y año.
<b><i>Independientes</i></b>	
<i>Familia</i>	Variable dicotómica. Empresa de propiedad familiar.
<i>Familia2</i>	Variable dicotómica. Indica si la empresa familiar se encuentra en segunda generación o siguientes.
<b><i>Controles</i></b>	
<i>Empl</i>	Número de empleados de la empresa.
<i>Inten</i>	Variable dicotómica. Pertenencia de la empresa a un sector intensivo en gastos de I+D.
<i>Spexp</i>	Variable control. Indica la media exportadora anual por sector.
<i>Extr</i>	Indica la propiedad extranjera en el capital de la empresa.

*Dummies sectoriales y anuales.* En el análisis de la expansión internacional controlamos por una variable dummy que tiene en cuenta la media exportadora anual y sectorial para cada empresa (*spexp*). En los análisis de crecimiento y rentabilidad también se realiza una comparación entre el crecimiento de las ventas y de la rentabilidad de cada empresa con las medias anuales y sectoriales de sendas variables. De esta forma nos encontramos con las variables *crecext* y *roaext*, que representan la diferencia entre el crecimiento y de la rentabilidad de la empresa menos la media del sector en el año considerado.

### 3.3.3. Análisis descriptivo y metodología.

Realizamos en primer lugar un análisis descriptivo de las principales variables de nuestro estudio, que a su vez nos sirve para comparar el comportamiento de las empresas familiares de primera y siguientes generaciones con el del resto de empresas, y también observar las diferencias entre dichas categorías. Para analizar dicha comparación se realizan test de diferencias de medias de las diferentes variables objeto de discusión. En la tabla 3.3 ofrecemos los resultados de estos contrastes: en 3.3.a, comparamos empresas familiares frente al resto de empresas, en 3.3.b empresas familiares en segunda generación (o sucesivas) frente a todas las demás y en 3.3.c comparamos las distintas categorías de empresas familiares entre sí.

**TABLA 3.3. Test de diferencias de medias**

**Tabla 3.3.a. Empresas familiares y resto de empresas**

	<i>Empresas familiares</i>	<i>Resto de empresas</i>	<i>Dif. de medias</i>
<i>Crec</i>	0.082	0.098	-0.015**
<i>Crecext</i>	-0.0015	0.0036	-0.005
<i>Pexp</i>	0.095	0.189	-0.094***
<i>Roa</i>	0.190	0.151	0.038***
<i>Roaext</i>	0.019	-0.014	0.033***
<i>Endeu</i>	4.190	3.216	0.973***
<i>Apa</i>	0.594	0.561	0.032***
<i>Deucorto</i>	0.795	0.825	-0.030***
<i>Deulargo</i>	0.204	0.174	0.030***
<i>Estban</i>	0.306	0.284	0.022***
<i>Estbancp</i>	0.170	0.189	-0.019***
<i>Estbanlp</i>	0.136	0.095	0.041***
<i>Rdeudacp</i>	0.624	0.636	-0.011**

Significatividad: \*\*\*99%, \*\*95%, \*90%

Respecto al objetivo de crecimiento, vemos que las empresas familiares presentan tasas de crecimiento medias inferiores al resto de empresas, si bien esas diferencias son más acentuadas en el caso de empresas que ya han pasado la primera generación. Como se argumentaba, por lo general, se espera que las empresas en primera generación crezcan más que en generaciones posteriores (H2). Cuando comparamos el crecimiento con las medias sectoriales, las diferencias en conjunto no son significativas. Sí lo son al comparar empresas en segunda y siguientes con el resto y con primeras generaciones. Observamos que, efectivamente, comparando con el sector también crecen menos que las empresas familiares en primera generación (H2). Por el contrario, las diferencias de las empresas familiares en general no son en media significativamente distintas a las del conjunto de empresas de la muestra, con lo que no podemos afirmar que las empresas familiares crezcan en media menos que las que no lo son (no H1).

Tabla 3.3.b. Empresas familiares en segunda generación y resto.

	<i>Empresas familiares (segunda y siguientes generaciones)</i>	<i>Resto de empresas</i>	<i>Dif. de medias</i>
<i>Crec</i>	0.061	0.094	-0.033***
<i>Crecest</i>	-0.016	0.003	-0.019**
<i>Pexp</i>	0.143	0.148	-0.004
<i>Roa</i>	0.158	0.169	-0.011
<i>Roaext</i>	-0.010	0.001	-0.012
<i>Endeu</i>	2.501	3.752	-1.251***
<i>Apa</i>	0.516	0.581	-0.064***
<i>Deucorto</i>	0.815	0.812	0.002
<i>Deulargo</i>	0.184	0.187	-0.002
<i>Estban</i>	0.324	0.291	0.032***
<i>Estbancp</i>	0.213	0.178	0.035***
<i>Estbanlp</i>	0.110	0.113	-0.003
<i>Rdeudacp</i>	0.601	0.634	-0.032***

Significatividad: \*\*\*99%, \*\*95%, \*90%



En lo que respecta a la propensión exportadora, ha de notarse que la diferencia de medias entre las empresas familiares y no familiares es significativa y negativa al comparar las empresas familiares con el resto de empresas. Entre las empresas familiares de segunda generación y siguientes frente al resto de empresas, esta diferencia se aproxima a cero y no llega a ser significativa. Cuando comparamos las propensiones medias entre ambas categorías de empresas familiares observamos cómo las empresas en segunda generación y posteriores presentan propensión media superior a las empresas familiares de primera generación. Todos estos contrastes de diferencias de medias avalan las hipótesis formuladas en lo que a propensión exportadora se refiere, en el entendido de que las empresas familiares acceden menos a mercados internacionales (H3), pero observamos un cambio de comportamiento cuando pasamos de la primera generación (H4).

**Tabla 3.3.c. Empresas familiares en primera y siguientes generaciones**

	<i>Empresas familiares (segunda y siguientes generaciones)</i>	<i>Empresas familiares (primera generación)</i>	<i>Dif. de medias</i>
<i>Crec</i>	0.061	0.087	-0.026**
<i>Crecext</i>	-0.016	0.002	-0.018*
<i>Pexp</i>	0.143	0.083	0.059***
<i>Roa</i>	0.158	0.198	-0.039**
<i>Roaext</i>	-0.010	0.026	-0.037***
<i>Endeu</i>	2.501	4.597	-2.095***
<i>Apa</i>	0.516	0.612	-0.096***
<i>Deucorto</i>	0.815	0.794	0.021***
<i>Deulargo</i>	0.184	0.205	-0.021***
<i>Estban</i>	0.324	0.302	0.021**
<i>Estbancp</i>	0.213	0.162	0.051***
<i>Estbanlp</i>	0.110	0.139	-0.029***
<i>Rdeudacp</i>	0.601	0.632	-0.031***

Significatividad: \*\*\*99%, \*\*95%, \*90%

Las políticas de financiación ofrecen también diferencias significativas de comportamiento entre empresas familiares y no familiares, así como entre las empresas familiares de distintas categorías. Observamos cómo las empresas familiares presentan unos ratios de endeudamiento (deuda/fondos propios) medios superiores a los del resto de empresas y además vemos que ese comportamiento se acentúa por el mayor endeudamiento de empresas familiares en primera generación. Con estos primeros resultados podríamos afirmar que las empresas familiares en primera generación se endeudan más que el resto de empresas y también más que empresas familiares en generaciones posteriores (H5 y H7). Los ratios de endeudamiento son inferiores en media para las empresas de segunda generación, con diferencias que resultan significativas tanto al comparar con el resto de empresas como al comparar con empresas familiares de primera generación.

De igual forma ocurre cuando analizamos el apalancamiento financiero (deuda/pasivo). Éste es sensiblemente superior para las empresas familiares en primera generación que para el resto de empresas; las diferencias son significativamente distintas de cero al comparar con el resto de empresas y con las empresas familiares en generaciones posteriores. Las empresas familiares en segunda y posteriores generaciones tienen un apalancamiento financiero medio notablemente inferior al resto de empresas, en general, y a las familiares en primera, en particular (H7).

En la medida en que los propietarios de empresas familiares desean mantenerlas en su órbita de control, esto afectará negativamente a la capacidad de adquirir capital mediante la emisión de acciones, que supondría la pérdida de dicho control. El hecho de que en segundas o posteriores generaciones no se cumpla dicha relación puede interpretarse como un menor temor a esa pérdida de control por la entrada de más accionistas en el capital de la empresa.

Respecto a la estructura temporal de la deuda, la proporción de deuda a corto plazo es muy superior a la proporción a largo plazo, tanto en empresas familiares como en no familiares. A partir de este hecho se detectan diferencias significativas a favor del largo plazo en las empresas familiares, sobre todo en empresas de primera generación. Si presentan una menor dotación de fondos propios, éstos se compensan en mayor medida con fondos ajenos a largo plazo, reflejo de la necesidad de mantener una dotación de recursos estable (Casado, 1996).

La preferencia por el endeudamiento bancario es más relevante para las empresas en segunda y siguientes generaciones. Cuando tomamos todas las empresas familiares, la media de proporción de deuda bancaria es significativamente superior para estas empresas comparada con el resto (no H6). Al comparar las familiares que están en segunda generación y posteriores se observa que presentan apalancamientos financieros menores que las familiares en primera, pero están sensiblemente más orientadas a la financiación bancaria; cabe pensar que los bancos impongan menos restricciones a empresas maduras, más consolidadas, que a empresas de reciente creación. Finalmente,

ha de notarse cómo la proporción de otras deudas (no bancarias) a corto plazo sobre el total de la deuda, representa la mayor partida de la deuda para todas las empresas; siendo ligeramente superior en empresas de carácter no familiar.

Cuando analizamos la rentabilidad, observamos que las empresas familiares tienen en media una rentabilidad superior al resto de empresas; lo que también se verifica cuando comparamos cada una de ellas con la rentabilidad sectorial (H8b). Si matizamos entre empresas familiares de ambas categorías observamos rentabilidades inferiores para empresas familiares de segunda generación y siguientes (H9).

Con esta primera aproximación y comparación de medias aportamos evidencia, derivada de la descripción de los datos, de algunas de las hipótesis formuladas. Por un lado, las empresas familiares tienen propensiones exportadoras medias inferiores al conjunto de empresas, pero este comportamiento se matiza a medida que la empresa cambia de generación. No observamos crecimientos diferentes en la muestra de empresas familiares; sin embargo, las empresas en segunda generación y siguientes crecen menos en media que las empresa en primera, y que el resto de empresas.

Las políticas de endeudamiento que siguen las empresas familiares también difiere. En la primera generación la empresa familiar presenta niveles superiores de endeudamiento (tanto en la relación de fondos ajenos sobre fondos propios, como sobre pasivo total), diferencia que cambia su signo a medida que la empresa pasa a manos de generaciones posteriores. Tal vez esto pueda tener cierta relación con el hecho de que las empresas en

segundas y siguientes generaciones presenten crecimientos menores que las empresas en primera. En lo relativo a rentabilidad económica observamos diferencias significativas con respecto a las demás empresas, obteniendo mejores resultados las empresas familiares en primera generación.

### *Metodología.*

Para llevar a cabo el análisis empírico, la metodología que emplearemos será la apropiada para el tratamiento de datos de panel. Estas técnicas tienen en cuenta la existencia de efectos individuales presentes en las observaciones. Sus resultados se estiman asumiendo la presencia de heterogeneidad inobservable propia de la existencia de estos efectos, se trate de efectos fijos o de efectos aleatorios.

Los modelos empleados para estudiar el crecimiento, las políticas de financiación y la rentabilidad, son modelos de regresión múltiple con datos de panel. La expansión internacional se estima mediante modelos tobit, híbridos entre modelos probit y modelos de regresión múltiple, ya que son adecuados para modelizaciones en las que la variable a explicar presenta una elevada proporción de observaciones con valor cero, como es el caso de la propensión exportadora.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Puede ampliarse información sobre la metodología empleada en el Anexo A dedicado a métodos de estimación del Capítulo 2.

### 3.3.4. Resultados.

A continuación vamos a estimar los diferentes modelos para profundizar en el análisis del comportamiento de las empresas familiares. Para estudiar el objetivo de crecimiento se plantean los modelos de la tabla 3.4. También se incluye una estimación del crecimiento extraordinario respecto al sector, es decir el crecimiento para cada una de las observaciones descontando el valor medio de crecimiento por sector y año.

**Tabla 3.4**  
**Crecimiento**

	<i>Crec</i> (1)	<i>Crec</i> (2)	<i>Crec</i> (3)	<i>Crecext</i>
<i>Familia</i>	0.0058 (0.628)	-0.002 (-0.241)	-	0.009 (1.000)
<i>Familia2</i>	-0.030*** (-2.065)	-	-0.026** (-1.982)	-0.020 (-1.396)
<i>Lempl</i>	0.014*** (5.017)	0.013*** (4.708)	0.013*** (5.335)	0.013*** (4.668)
<i>Apa</i>	0.113*** (6.980)	0.116** (2.162)	0.114*** (7.036)	0.096*** (6.067)
<i>Inten</i>	0.019** (2.204)	0.019** (2.162)	0.018** (2.142)	-0.007 (-0.801)
<i>Constante</i>	-0.039*** (-2.204)	-0.035** (-1.995)	-0.033*** (-2.184)	-0.108*** (-6.249)
<i>Test bondad de ajuste</i>	90.52*** (0.000)	86.17*** (0.000)	90.14*** (0.000)	59.15*** (0.000)
$\chi^2$ (a)	133.47*** (0.000)	127.04*** (0.000)	125.77*** (0.000)	134.99*** (0.000)
$R^2$	0.016	0.013	0.016	0.007

Nº observaciones: 8755, 3852 familiares, 732 familiares en 2ª y ss.

z-estadísticos entre paréntesis. \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, p\*<0.10. Valor de Belsley: 4.98.

<sup>a</sup> Test de Hausman igualdad entre el modelo de efectos fijos y efectos aleatorios.

El análisis del crecimiento de las ventas nos da los signos esperados en lo que al efecto generacional se refiere; es decir, las empresas familiares en primera generación crecen más que las empresas familiares en segunda o siguientes. En términos generales, se comprueba la relación negativa entre el crecimiento y la propiedad familiar en segunda y siguientes generaciones (H2). Sin embargo, los coeficientes para las empresas familiares no son significativos, con lo que no podemos afirmar un comportamiento diferente de las empresas familiares en niveles de confianza aceptables, en lo que al crecimiento se refiere. Si tomamos la variable de crecimiento que tiene en cuenta el crecimiento medio anual y sectorial conservamos los mismos signos que en los modelos anteriores pero tampoco se puede afirmar que las diferencias sean significativas (no aceptamos H1).

Se comprueba también que el grado de apalancamiento financiero está positivamente relacionado con el crecimiento, de ahí que se apoye que crezcan más las empresas familiares en primera generación, en media más apalancadas que el resto. También es significativo y positivo el coeficiente que indica sector intensivo en I+D y crecimiento de las ventas. Puede que por tratarse de sectores más innovadores, les resulte relativamente más sencillo incrementar sus ventas.

La metodología para el tratamiento de datos de panel corrige la heterogeneidad inobservable debida a la existencia de efectos específicos individuales. Presentamos los resultados de los modelos que tienen en cuenta la existencia de efectos individuales aleatorios, cuya bondad de ajuste queda contrastada mediante los test de Hausman.

Para estudiar la expansión internacional y el posible efecto generacional en dicha decisión, planteamos un modelo tobit para datos de panel, los resultados se muestran en la tabla 3.5.

**Tabla 3.5**  
**Expansión internacional**

	<i>Pexp</i>
<i>Familia</i>	-0.014** (-1.984)
<i>Familia2</i>	0.009 (0.852)
<i>Lempl</i>	0.088*** (22.73)
<i>Extr</i>	0.0004*** (4.188)
<i>Spexp</i>	1.326*** (29.25)
<i>Apa</i>	0.026*** (2.325)
<i>Inten</i>	-0.071*** (-5.550)
<i>Constante</i>	-0.548*** (-26.59)
<i>Test bondad de ajuste</i>	1637*** (0.000)
<i>Log likelihood</i>	459.24
$\chi^2$ (a)	4355.58*** (0.000)

Nº obs.: 10825, 4763 familiares, 905 familiares en 2ª y ss.  
z-estadísticos entre paréntesis. \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, p\*<0.10.  
Test de multicolinealidad, valor Belsley: 6.40.  
<sup>a</sup> Test de Wald, de irrelevancia de efectos individuales (p-valor)

Como puede comprobarse en el modelo planteado, la relación entre propiedad familiar y orientación exterior (medida por la propensión exportadora) es negativa y significativamente distinta de cero (H3). La empresa familiar en segunda o posteriores generaciones presenta una correlación positiva que no llega a ser significativa. En este sentido se ve el efecto positivo que tiene la presencia de nuevas generaciones en las determinadas políticas adoptadas por la empresa (H4). La propensión exportadora media de las empresas familiares en segunda generación es significativamente superior a la media de las empresas en primera generación, como podemos ver en los test de diferencia de medias. De ahí que ese coeficiente positivo matizaría el signo negativo del carácter familiar, aunque no resulte significativo para explicar el efecto sobre la propensión; ya que como también se vio en el análisis descriptivo previo, las empresas familiares en segunda generación y siguientes no llegan a tener una propensión superior a la del resto de empresas. También es positivo el efecto tamaño, medido por el número de empleados. La propiedad extranjera en el capital de la empresa presenta una relación positiva con la propensión exportadora. El test de Wald constata que el modelo de efectos individuales aleatorios es el más adecuado en la especificación del modelo.

Para analizar con mayor detalle el comportamiento de las empresas familiares en lo referente a las políticas de financiación planteamos los modelos que aparecen en la tabla 3.6.

**Tabla 3.6**  
**Políticas de financiación**

	<i>Apa</i>	<i>Endeu</i>	<i>Estban</i>
<i>Familia</i>	0.010** (2.108)	0.294 (1.432)	0.008 (1.224)
<i>Familia2</i>	-0.019** (-2.048)	-1.028*** (-2.679)	0.013 (1.076)
<i>Lempl</i>	-0.009*** (-3.350)	-0.602*** (-5.765)	0.009*** (3.081)
<i>Inten</i>	-0.001 (-0.121)	-0.533 (-1.471)	-0.058*** (-5.820)
<i>Constante</i>	0.631*** (50.17)	7.040*** (14.481)	0.266*** (19.16)
<i>Test bondad de ajuste</i>	22.3*** (0.000)	55.49*** (0.000)	42.74*** (0.000)
$\chi^2 (a)$	77.65*** (0.000)	12.97** 0.01	20.19*** (0.000)
$R^2$	0.027	0.027	0.016

Nº observaciones: 10884, 4788 familiares, 910 familiares en 2ª y ss.

z-estadísticos entre paréntesis. \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.10$ . Valor de Belsley: 2.46.

<sup>a</sup> Test de Hausman igualdad entre el modelo de efectos fijos y efectos aleatorios.

Respecto al grado de apalancamiento financiero de las empresas familiares y confirmando los resultados que ya anticipábamos en el análisis descriptivo, tenemos una correlación positiva entre la propiedad familiar y el endeudamiento de la empresa, que resulta significativa (H5). La propiedad familiar en segunda y siguientes generaciones matiza este comportamiento; aparece un coeficiente de signo contrario significativo también, que nos indica que las empresas en segundas y sucesivas generaciones tienen proporciones de deuda inferiores a las empresas en primera generación e incluso inferiores al resto de empresas (H7).

En general, el tamaño presenta una correlación negativa con el apalancamiento financiero, indicando que las pequeñas empresas se endeudan más y presentan en general un mayor déficit de recursos propios (Illueca y Pastor, 1996).<sup>25</sup>

Si medimos el grado de endeudamiento (deudas totales entre fondos propios), se corrobora de nuevo el resultado obtenido para el apalancamiento financiero, pero en este caso el coeficiente es sólo significativo para las empresas en segunda y siguientes generaciones, que siguen manteniendo una relación negativa con la política de endeudamiento (H5). Finalmente, la elección de financiación bancaria que, en términos medios, resultaba superior para empresas familiares (especialmente en segunda y siguientes generaciones), presenta coeficientes positivos pero que no resultan ser significativos (no se valida H6). Puede observarse también que las especificaciones más adecuadas en todos los casos son los modelos que tienen en cuenta la presencia de efectos aleatorios, como confirman los tests de Hausman.

Los modelos de rentabilidad y rentabilidad extraordinaria (la que resulta de restar la media del sector y año a cada observación) confirman los resultados previos de los tests de diferencia de medias. La tabla 3.7 muestra los modelos especificados para estudiar la rentabilidad.

---

<sup>25</sup> El nivel de endeudamiento para las empresas de la Central de Balances del Banco de España (CBBE) oscila entre niveles del 55.4% en 1991 y del 57.9% en 1994 para llegar a 40.3% en 1997. Lo que en media daría un nivel inferior al que se obtiene para nuestra muestra en los mismos años (1991-1997), donde obtenemos una media para todo el periodo de 57.8%. Ha de notarse la muestra que utiliza la CBBE está integrada por empresas mayores que las que componen la muestra de la ESEE, con la que realizamos nuestro estudio.

**Tabla 3.7**  
**Rentabilidad**

	<i>Roa</i>	<i>Roaext</i>
<i>Familia</i>	0.024** (2.496)	0.024*** (2.568)
<i>Familia2</i>	-0.036** (2.199)	-0.037** (-2.304)
<i>Lempl</i>	-0.011*** (-3.340)	-0.012*** (-3.603)
<i>Apa</i>	-0.180*** (-10.37)	-0.174*** (-10.18)
<i>Inten</i>	-0.011 (-1.055)	0.018* (1.692)
<i>Constante</i>	0.317*** (15.82)	0.139*** (7.057)
<i>Test bondad de ajsute</i>	131.64*** (0.000)	126.44*** (0.000)
$\chi^2 (a)$	43.14*** (0.000)	27.84*** (0.000)
$R^2$	0.023	0.021

Nº observaciones: 10693, 4758 familiares, 907 familiares en 2ª y ss.

z-estadísticos entre paréntesis. \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.10.

Valor de Belsley: 4.96.

<sup>a</sup> Test de Hausman igualdad entre el modelo de efectos fijos y efectos aleatorios.

Se obtienen relaciones positivas y significativas entre la rentabilidad y la propiedad familiar (H8a). Resultado que se matiza para las empresas familiares en segunda y posteriores generaciones, donde la relación encontrada es negativa y significativa también (H9). El efecto del apalancamiento es negativo y también lo es el tamaño de la empresa. La pertenencia a un sector intensivo en investigación favorece la rentabilidad en el caso de ser la extraordinaria, sin ser significativa para el caso de la rentabilidad no corregida. El tamaño presenta una relación negativa con la rentabilidad económica; resultado en consonancia con el que obtienen Illueca y Pastor (1996), para una muestra



de empresas españolas, donde las empresas pequeñas son más rentables desde el punto de vista económico.

### **3.4. Discusión y conclusiones.**

El objetivo principal de este trabajo es examinar posibles diferencias en la persecución de los objetivos, y por ello de comportamiento estratégico, en las empresas familiares partiendo del estudio de los factores diferenciales con los que cuentan estas organizaciones, que proceden de su dotación de recursos y de las peculiaridades de su estructura de propiedad.

Los resultados, obtenidos para una amplia muestra de empresas en el periodo 1990-1997, sugieren comportamientos y resultados diferentes en función de la propiedad familiar frente la no familiar y también se constatan diferencias entre las distintas categorías de empresas familiares según la generación en la que se encuentren. Los resultados se resumen de forma sintética en la tabla 3.8.

En los resultados obtenidos referentes al crecimiento no se puede afirmar, con la ayuda de la evidencia empírica disponible que, en término medio, las empresas familiares crezcan menos que las no familiares. Hemos comprobado empíricamente que las empresas en generaciones posteriores crecen de forma más lenta que en la primera.

Respecto a la expansión internacional, encontramos una relación negativa entre la propiedad familiar y esta orientación hacia el mercado exterior. Este resultado se matiza cuando tenemos en cuenta la influencia de la presencia de la segunda generación.

Los niveles de endeudamiento resultan ser superiores en media en las empresas familiares. Esta relación a favor de los fondos ajenos frente a los propios denotaría la preferencia de financiación vía deuda antes que emitir acciones que podrían suponer una pérdida de control; además se observa que, a medida que la empresa familiar pasa del fundador a los descendientes, esta política va cambiando, llegando a niveles de endeudamiento inferiores a la media para empresas en segundas y siguientes generaciones. Por otro lado, las proporciones de recursos ajenos procedentes del crédito bancario no difieren si comparamos empresas familiares frente no familiares.

Finalmente, la rentabilidad presenta una relación positiva y significativa con la propiedad familiar y una relación negativa y significativa para el caso de empresas familiares en segunda generación. Podría decirse que el fundador de la empresa, apoyado por las características idiosincráticas favorables en las empresas familiares, apuesta más que las generaciones siguientes por maximizar la rentabilidad de la empresa.

Las conclusiones obtenidas pueden sorprender en la medida en que no cumplen algunos de los tópicos acerca de las empresas familiares. El crecimiento no resulta inferior para empresas de carácter familiar, ni en términos medios, ni tampoco significativo en los

modelos estimados. Éstas alcanzan, además, niveles de rentabilidad superiores en media. Comprobamos que las empresas familiares presentan unos niveles de endeudamiento superiores al resto de empresas, sobre todo en primeras generaciones. En definitiva, estos resultados son coherentes si pensamos en el mayor déficit de recursos propios y las preferencias por mantener en todo momento el control de la compañía. Cuando se analiza el plazo de la deuda también resulta superior la proporción de endeudamiento a largo plazo, reflejo de la necesidad de mantener una dotación de recursos estables que mitigue en parte esa falta de fondos propios.

Hay que destacar, por último, la importancia que tiene el efecto generacional en las distintas estrategias y objetivos seguidos por la empresa, que refleja el cambio de valores, necesidades y actitudes que el cambio de generación, en el sistema familiar, ejerce sobre el sistema de la empresa. Tal es el caso de la estrategia de internacionalización, que se ve estimulada ante la presencia de nuevos miembros de la familia en el negocio, y los menores crecimiento y rentabilidad de las empresas en segunda y siguientes generaciones.

**Tabla 3.8**  
**Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos**

<b>Propiedad familiar frente no familiar</b>	
<i>Hipótesis 1:</i> Las empresas familiares presentan menores niveles de crecimiento que las empresas no familiares.	No significativa.
<i>Hipótesis 3:</i> Las empresas familiares tienen menor probabilidad de estar en mercados internacionales que las no familiares.	Aceptada.
<i>Hipótesis 5:</i> Las empresas familiares presentan mayores proporciones de recursos ajenos sobre fondos propios que las empresas no familiares.	Aceptada.
<i>Hipótesis 6:</i> Las empresas familiares presenta menores proporciones de deuda con entidades de crédito sobre pasivo, que las empresas no familiares	No significativa.
<i>Hipótesis 8a:</i> Las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares.	Aceptada.
<i>Hipótesis 8b:</i> Las empresas familiares son menos rentables que las empresas no familiares.	Rechazada.
<b>Propiedad familiar en primera generación frente a siguientes generaciones</b>	
<i>Hipótesis 2:</i> Las empresas familiares en primera generación crecen más que en segunda generación y siguientes.	Aceptada.
<i>Hipótesis 4:</i> Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones tienen mayor probabilidad de estar presentes en mercados internacionales que las familiares en primera generación	No significativa.
<i>Hipótesis 7:</i> Las empresas familiares en primera generación presentan mayores porcentajes de recursos ajenos sobre fondos propios que en segunda generación y siguientes.	Aceptada.
<i>Hipótesis 9:</i> Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones son menos rentables que las empresas familiares en primera generación.	Aceptada.

**Anexo**

**Tabla 3.9**  
**Descriptivos de la muestra**

	<i>Media</i>	<i>Desviación</i>	<i>Valor mínimo</i>	<i>Valor máximo</i>
<i>Crec</i>	0.0927	0.3237	-0.9970	4.9508
<i>Crecext</i>	0.0024	0.3120	-1.3322	4.7172
<i>Pexp</i>	0.1502	0.2377	0	3.9571
<i>Endeu</i>	3.6426	7.9360	0	98.74
<i>Apa</i>	0.5761	0.2365	0	0.9899
<i>Estban</i>	0.2948	0.2722	0	1
<i>Roa</i>	0.1690	0.3430	-4.4920	4.9643
<i>Roaext</i>	1.12e <sup>-9</sup>	0.3388	-4.5354	4.7252
<i>Lempl</i>	4.2676	1.5748	0	10.141

**Tabla 3.10**  
**Matriz de correlaciones**

	<i>familia</i>	<i>familia2</i>	<i>lemp</i>	<i>apa</i>	<i>inten</i>	<i>extr</i>	<i>spexp</i>
<i>familia</i>	1.000						
<i>familia2</i>	0.3453	1.000					
<i>lemp</i>	-0.4642	0.0142	1.000				
<i>apa</i>	0.0697	-0.0796	-0.0809	1.000			
<i>inten</i>	-0.1787	-0.0314	0.2170	-0.0011	1.000		
<i>extr</i>	-0.4036	-0.1155	0.4842	-0.0581	0.2614	1.000	
<i>spexp</i>	-0.1371	-0.0695	0.1581	0.0433	0.5596	0.1603	1.000

## **Capítulo 4**

### **Propiedad bancaria y elección de financiación ajena**

#### **4.1. Asimetrías de información en la elección de financiación ajena: deuda bancaria frente a deuda negociable.**

##### **4.1.1. La propiedad bancaria.**

Como veíamos en el capítulo 1, los bancos e instituciones financieras, actuando en calidad de prestamistas y accionistas, constituyen un buen mecanismo para solucionar problemas relacionados con la existencia de asimetrías informativas. Se reconoce a los bancos la capacidad para seleccionar y controlar las actividades de los potenciales prestatarios, mitigando problemas de selección adversa (Fama, 1985; Mayer, 1990; Prowse, 1990) y de riesgo moral en los mercados financieros (Diamond, 1984; Sharpe, 1990; Hoshi, 1994), así como de resolver situaciones de dificultades financieras coyunturales (Hoshi et al., 1990; Chemmanur y Fulguieri, 1994; Mishkin, 1996).

A su vez, las propiedades de los distintos instrumentos de deuda, de que dispone la

empresa, les confieren ventajas o desventajas a la hora de mitigar los problemas de asimetría de información presentes en las relaciones entre prestamistas y prestatarios; así, algunos instrumentos financieros son mecanismos particularmente adecuados para el control de los problemas inherentes a la existencia de información incompleta y/o asimétrica en las relaciones de financiación, donde el prestamista hace las veces de principal y el prestatario de agente (Jensen y Meckling, 1976; Gale y Hellwig, 1985). Las diferencias entre unos y otros instrumentos puede radicar en la habilidad potencial de los tenedores de esa deuda de ejercer control sobre las operaciones de la empresa (Short, 1994).

En lo que respecta a la deuda bancaria, como veíamos, los bancos actuando en calidad de acreedores y como especialistas en estas tareas constituyen un buen mecanismo para solucionar problemas relacionados con la existencia de asimetrías informativas. Los intermediarios financieros tienen habilidad e incentivos para adquirir y procesar información, lo que sin duda facilita la supervisión de las acciones de la empresa. El banco, en disposición de adquirir información y de supervisar las acciones de la empresa, es capaz de reducir los costes de control (Diamond, 1984).

La existencia de líneas de crédito con un banco sirven, a su vez, de mecanismo de señalización en el mercado (Gertner et al., 1994; Slovin y Young, 1990), ya que se espera del banco un compromiso y seguimiento para asegurar que el prestamista cumplirá sus obligaciones financieras. Cuanto mayores son los problemas de asimetrías informativas de las empresas, más importantes son las señales que proveen los bancos.

El tercer aspecto mencionado en el papel desempeñado por los bancos es la credibilidad que aportan a las empresas en situaciones de crisis financieras, ya que pueden paliar o solventar crisis coyunturales al estar en posesión de mayor información y tener vínculos con las mismas (Hoshi et al., 1990; Mishkin, 1996). El banco puede apoyar a la empresa en un momento dado si tiene a su disposición información de que la empresa es económicamente viable en el largo plazo y se trata de problemas financieros o de liquidez en el corto plazo; en caso de no solucionarse, estos problemas pueden conducir a una liquidación ineficiente.

La presencia del banco como accionista, además de redundar en una reducción de los problemas causados por las asimetrías de información apuntadas, puede tener influencia adicional en la política de financiación. Como participantes en la toma de decisiones pueden utilizar su posición para generar beneficios privados incidiendo en la elección y sustitución de fuentes alternativas de capital por fondos que proporcione el propio banco (Cuerdo-Cazurra, 1997).

Por su parte, la emisión de títulos de deuda negociable puede constituir una forma alternativa para la obtención de fondos ajenos en la empresa, que complemente o sustituya a la financiación bancaria, como una de las fuentes de recursos más comunes. La deuda negociable es emitida por la empresa en los mercados financieros y se distribuye en forma de títulos estandarizados entre una miríada de inversores, en forma de obligaciones y pagarés. Los trabajos en el estudio de deuda negociable la califican de



deuda pública corporativa, en la medida en que está distribuida entre muchos inversores y en contraposición con la deuda privada, que incluiría préstamos bancarios o cualquier deuda que precise de intermediarios financieros (Krishnaswami et al. 1999).

Las características propias de este tipo de deuda, como los elevados costes de emisión y su inflexibilidad a la hora de modificar sus condiciones, generan dificultades que pueden convertirse en ineficiencias a la hora de renegociarla o liquidarla. La deuda privada, contraída con entidades financieras, al no estar estandarizada, es más flexible a la hora de ser renegociada y puede resultar menos costosa que la deuda pública negociable cuando existen problemas de selección adversa y riesgo moral en los mercados financieros (Houston y James, 1996).

Tal como acabamos de definir, es inmediato pensar que la deuda pública emitida por la empresa soportará mayores problemas de asimetrías de información y de supervisión. Este argumento descansa en la idea de que esta deuda está distribuida de forma difusa entre muchos acreedores, que tendrán menos incentivos para soportar el coste privado del control cuando los resultados de esta actividad benefician por igual a todos los demás prestamistas (Hoshi et al. 1993).

Como consecuencia, a la hora de barajar la alternativa de financiación mediante este instrumento, han de tenerse en cuenta los problemas de información y de supervisión a los que hace frente por sus propiedades particulares, sin olvidar las características que ofrece la empresa emisora al mercado. A este respecto, podemos pensar que, a priori,

habrá empresas mejor (y peor) situadas en el mercado financiero capaces de conseguir mejores (o peores) condiciones en la emisión de deuda.

#### **4.1.2. Las perspectivas de crecimiento.**

Los problemas de financiación son particularmente reseñables en las empresas con altas perspectivas de crecimiento. En primer lugar, cuentan con unas altas necesidades de capital para financiar y concretar así estas altas expectativas de generación de valor. En segundo lugar, confluye en ellas la existencia de problemas de información severos frente a sus potenciales prestamistas en los mercados financieros, tanto de señalización de su calidad, lo que genera problemas de selección adversa, como de control de las acciones de los diversos agentes en su interior, problemas de riesgo moral.

Las empresas de alto crecimiento, al presentar unos problemas de información asimétrica bastante acusados en relación a sus potenciales prestamistas, deben soportar unos altos costes de señalización de su calidad para superar los problemas de selección adversa (Krishnaswami et al., 1999). La información que poseen los prestatarios privados posee grandes ventajas frente a la que poseen los tenedores de deuda pública en los mercados (Hadlock y James, 1997), ya que una empresa que tenga que revelar información específica estará mucho más dispuesta a hacerlo a un pequeño grupo de acreedores que a un grupo numeroso y difuso (Yosha, 1995). Como consecuencia de estos hechos, la financiación a través de instrumentos como la deuda pública negociable serían menos preferida que la financiación mediante deuda privada ofrecida por un



banco, para el caso de empresas con altas expectativas de crecimiento.<sup>1</sup>

Esta afirmación no se basa únicamente en las características propias de la empresa sometida a mayores problemas de información, sino también, como ya hemos mencionado, a las propiedades de la deuda negociable, que suele ser a largo plazo, debido entre otras cosas a los elevados costes de emisión que soporta y, por lo general, más inflexible a la hora de renegociarse. En situaciones de dificultades financieras o de simples problemas de liquidez, escenarios, por otra parte, bastante probables en empresas de alto crecimiento, los bancos tienen una ventaja comparativa muy clara respecto al mercado para solventar estas eventualidades, gracias a los beneficios de supervisión y control que ostenta la deuda privada frente a la deuda pública (Diamond, 1984; Houston y James, 1996). Encontramos, por tanto, que existen razones de peso para sospechar que las empresas con altas expectativas de crecimiento puedan preferir no financiarse a través de deuda negociable.

---

<sup>1</sup> La financiación mediante emisión de acciones constituiría otro posible acceso a financiación externa. En el presente trabajo no pretendemos analizar la decisión de ampliación de capital como alternativa factible de financiación, simplemente estamos analizando posibles determinantes de la emisión de títulos de deuda como posible alternativa a la deuda bancaria, en el entendido de que se encuentran en la misma categoría de capital externo y ajeno. Puede recordarse de nuevo aquí la teoría que establece Myers (1984) relativa a la jerarquía financiera, según la cual a la hora de determinar el tipo de financiación externa que demandan las empresas, prefieren emitir deuda debido a los superiores costes asociados a la emisión de acciones. Todo ello referido a un contexto en que existe información asimétrica, en el sentido de que las empresas tienen más información sobre su situación económica y financiera que los acreedores y accionistas potenciales no tienen; circunstancias muy comunes en empresas con altas perspectivas de

## **4.2. Costes de información y costes de transacción en la elección de financiación ajena.**

### **4.2.1. La señalización en los mercados de capitales.**

La premisa básica de las teorías de señalización es que las empresas utilizan diversos mecanismos, entre ellos los instrumentos financieros, para tratar de señalizarse y separarse así de otras empresas de peor calidad. Una referencia obligada es Diamond (1991), quien introduce un modelo dinámico en el que las empresas acuden inicialmente a un banco, sometiéndose al estrecho escrutinio por parte de éste, con objeto de incrementar su reputación. Si una empresa financiada por un banco resulta exitosa en un período inicial, los inversores le asignan una mayor probabilidad de ser buena, lo que permite que en períodos siguientes pueda acceder a una financiación no bancaria más barata.

La conclusión del modelo es que las empresas con unas altas expectativas de generación de beneficios futuros, como son las empresas de alto crecimiento, tendrán unos incentivos iniciales para buscar financiación bancaria, como forma de conseguir una señalización pública de alta reputación y así obtener en el futuro unas mejores condiciones de financiación. En periodos siguientes, a medida que las empresas vayan consolidando su reputación en su relación con los inversores en los mercados financieros, la financiación a través de deuda bancaria será cada vez menos atractiva.

Una consecuencia colateral de este hecho es que estas empresas preferirán el endeudamiento no sólo bancario, sino también a corto plazo, pues una vez hayan adquirido esta reputación podrán desligarse, en un corto plazo, de las condiciones contractuales iniciales y mejorar sus contratos financieros futuros. Barclay y Smith (1995) encuentran evidencia de que las empresas con menos opciones de crecimiento tienen más proporción de deuda a largo plazo en su estructura de capital, consistente con el hecho de que las empresas con mayores asimetrías informativas emiten más deuda a corto plazo.

Como hemos expuesto anteriormente, los trabajos que razonan que los bancos están mejor informados que los inversores en los mercados financieros son numerosos (Sharpe, 1990; Diamond, 1991; Hadlock y James, 1997; entre otros); si una empresa tiene información privada sobre sus buenas expectativas de generación de beneficios futura, preferirá acudir a los bancos y reducir así el coste de señalización debido a la selección adversa que encontraría si se financiase a través de los mercados financieros. Este efecto será más relevante cuando existan asimetrías de información particularmente importantes como las que presentan empresas con altas expectativas futuras de crecimiento, que generan problemas de selección adversa (Krishnaswami et al., 1999).

Además, cuando la empresa se financia a través del mercado tiene un riesgo de fuga de información interna relevante mayor que se desprendería de la financiación bancaria. Así, Bhattacharya y Chiesa (1995) y Yosha (1995) argumentan que empresas con información estratégica que sea sensible estarán más dispuestas a utilizar deuda privada

que deuda pública negociable en los mercados de capitales.

La utilización de deuda bancaria también conlleva un aspecto negativo, como refleja el trabajo teórico de Rajan (1992). Los bancos, al tener un alto poder de negociación frente a las empresas, son capaces de aprovechar su posición extrayendo más rentas con el fin de generarse beneficios privados. En este sentido las empresas a priori mejores, al disponer de una amenaza más creíble de conseguir otras fuentes de financiación externa vía mercado, podrán obtener fondos bancarios sin costes excesivos; la implicación del modelo es que se encarecería y, con ello, se desincentivaría, la obtención de financiación bancaria. Es bastante probable que los inversores en los mercados financieros tengan más dificultades para inferir ex ante la bondad de las empresas con altas expectativas de crecimiento, lo que reduciría el poder de negociación de las mismas frente a los bancos.

Houston y James (1996) contrastan empíricamente el modelo teórico de Rajan y encuentran una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento de las empresas y la utilización de deuda bancaria cuando existe un solo banco. El argumento se basa en el problema de retención; es decir, el peligro que siente la empresa de ser expropiada por el banco que la financia, que se acabaría aprovechando de todas las rentas generadas en sus proyectos con alto potencial de crecimiento; el problema, ya mencionado, de extracción de rentas en beneficio del banco. Sin embargo, si la empresa utiliza varios bancos para financiarse este problema queda solventado y se recupera la relación positiva entre altas oportunidades de crecimiento y la utilización de deuda bancaria.

En conclusión, los diversos modelos de selección adversa nos llevan a postular que las empresas que poseen un alto potencial de crecimiento, donde las asimetrías de información son particularmente importantes, tendrán más incentivos para buscar deuda bancaria antes que deuda pública. Por otra parte, siguiendo el modelo de Diamond (1991), la consolidación de estas empresas en los mercados financieros, ofrece buenas señales de solvencia y solidez al mercado, incentivando con ello la utilización de deuda negociable.

#### **4.2.2. Los problemas de agencia.**

Como argumentamos anteriormente, en contextos donde los problemas de agencia sean importantes y en la medida que el endeudamiento bancario y el endeudamiento vía emisión de deuda negociable sean canales alternativos de financiación, será preferible la deuda privada bancaria a la deuda pública negociable. Las asimetrías informativas se ven mitigadas gracias a las ventajas por parte del banco para adquirir y procesar información, al constituirse como un tenedor de deuda bien informado y especialista en tareas de control y supervisión.

Además de esta ventaja informativa con la que cuenta la deuda privada frente a la deuda pública, hay que tener en cuenta un segundo aspecto, el marcado carácter de largo plazo que tiene la deuda pública negociable. Los altos costes fijos que soporta la emisión de deuda negociable hacen que sea especialmente aconsejable su periodificación en el mayor plazo posible; ésta puede ser la explicación del carácter de

largo plazo de la deuda pública emitida,<sup>2</sup> que nos va a permitir aplicar a la deuda negociable muchos de los argumentos relativos al coste-beneficio de la deuda a largo plazo.

Un aspecto relevante, con consecuencias en la mayor o menor predisposición por parte de las empresas de alto crecimiento a utilizar deuda pública o privada, es el ya mencionado problema de sustitución de activos (Jensen y Meckling, 1976). La estructura de retornos de un accionista es la correspondiente a la compra de una opción *call*. La rentabilidad es ilimitada en la medida que se incremente el precio del subyacente, que está medido por el valor de la empresa, y este valor es tanto mayor cuanto mayor es la volatilidad del activo; de ahí que los accionistas prefieran sustituir proyectos menos por más arriesgados. En caso de que el valor del subyacente se reduzca, los accionistas pueden perder como máximo su inversión, debido a la existencia de responsabilidad limitada.

Pues bien, cuando las oportunidades de crecimiento o de desarrollo de inversiones atractivas son elevadas, a la empresa se le presentan oportunidades para llevar a cabo proyectos mediante la sustitución de activos, es decir, se le presentan ocasiones para sustituir activos; es decir, para emprender proyectos más arriesgados en un momento concreto, que aumenten el valor para el accionista. Es crucial poder ejercerlos en el momento justo (Barclay y Smith, 1995), por ello es especialmente valioso contar con un

---

<sup>2</sup> La proporción de deuda negociable viva emitida a largo plazo es un 72% del total de deuda negociable, para la muestra de nuestro estudio, compuesta por empresas no financieras que cotizan en la bolsa española. Cuñat (1999), utilizando como muestra la Central de Balances del Banco de España (CBBE), obtiene que un 64.3% del total de deuda negociable lo es a largo plazo. Tanto la muestra compuesta por

instrumento de deuda con la flexibilidad suficiente para poder definir el tiempo de ejercicio adecuado.

La deuda pública será menos preferida que la deuda bancaria por las empresas con perspectivas de crecimiento; ya que, por definición, es más rígida y contiene menos cláusulas que la deuda privada de tipo bancario (Smith y Warner, 1979), que a su vez es más fácilmente renegociable. La rigidez será más acusada si tenemos en cuenta que la mayor parte de la deuda negociable compromete a la empresa a largo plazo.

Podemos concluir que cuanto mayores sean los problemas potenciales de riesgo moral debido a acciones ocultas a los que se enfrenta la empresa, menos incentivada estará ésta a emitir deuda negociable, y menos aún a largo plazo.<sup>3</sup> Por el contrario, la deuda bancaria sería preferida como consecuencia de la superior eficiencia de los bancos como supervisores. Existen factores que exacerban estos problemas de agencia, como son las mencionadas asimetrías de información que pueden provocar las situaciones en que la empresa tiene altas expectativas de crecimiento, la dispersión de la propiedad, en la medida que favorece la discrecionalidad de la dirección en la utilización de los recursos financieros de que dispone la empresa e, incluso, factores del entorno que contribuyan a incrementar la incertidumbre externa y repercutan negativamente en las asimetrías informativas a las que por sí misma está sujeta la empresa.

---

las empresas de la CBBE como la nuestra pueden contar con cierto sesgo hacia empresas grandes.

<sup>3</sup> Cuiñat (1999), para la citada muestra de empresas españolas, observa una significativa reducción en el

#### 4.2.3. Costes de transacción, acciones de supervisión y de liquidación.

Entre la diversidad de costes de transacción inherentes a la emisión de deuda negociable, los costes de emisión son especialmente importantes.<sup>4</sup> Las emisiones de deuda pública tienen un componente fijo muy elevado, netamente superior al de la deuda privada (Bhagat y Frost, 1986; Smith, 1986; Blackwell y Kidwell, 1988).<sup>5</sup>

Las consecuencias de la supervisión por parte de los prestamistas, así como la disyuntiva entre la eficiencia en la supervisión del mercado y de los bancos, han sido ya expuestos anteriormente; los bancos emergen como una institución intermediara previsiblemente más eficiente en la supervisión de los prestatarios. En un contexto de emisión de deuda negociable por parte de empresas que ya tienen una cierta deuda contraída con los bancos, los potenciales adquirentes de ésta delegarían la labor de supervisión en éstos; es la hipótesis de *supervisión cruzada* enunciada por Diamond (1984). Así, los inversores, al no tener que internalizar estos costes de supervisión, demandarán una menor prima de riesgo para adquirir la deuda negociable.

Además, cabe esperar que cuanto mayor sea el compromiso de los bancos con la empresa, ya sea vía participación accionarial en su capital, ya sea porque tengan una

---

plazo de endeudamiento por parte de aquellas empresas que presentan altas expectativas de crecimiento

<sup>4</sup> La regulación financiera, merece ser señalada, ya que incide directamente en los costes de emisión. En la medida en que se produzca una desregulación, éstos se reducirán, lo que favorecerá la emisión de deuda negociable. Dado que nuestra muestra corresponde a los años 90, donde las medidas de desregulación ya se habían implementado, este aspecto podemos obviarlo en nuestro estudio. Para Japón, Hoshi et al. (1993) señalan que en los años 80, como consecuencia de las medidas de desregulación financiera, se ha producido un proceso muy importante de trasvase de fondos de la financiación bancaria hacia la financiación a través de la emisión pública de deuda. Así en 1975, más de un 90% de la deuda corporativa era bancaria, en cambio en 1992 este porcentaje era inferior al 50%.

<sup>5</sup> Carey et al. (1993), para el mercado americano, estiman que la emisión de deuda negociable sólo es efectiva si el montante total está por encima de los cien millones de dólares, en cambio la colocación de

proporción considerable de deuda a largo plazo, mayor será el conocimiento que tengan de la misma. En consecuencia, también será menor la prima de riesgo demandada por los adquirentes de deuda negociable. En esta línea, para EEUU, Datta et al. (1999) establecen que aquellas empresas con una relación bancaria y que emiten deuda pública, ven reducida el coste de la deuda emitida en términos del tipo de interés a pagar.<sup>6</sup> Según estos argumentos, las empresas con una estrecha relación bancaria tendrían más incentivos para obtener fondos a través de la emisión de deuda negociable.

Sin embargo, si los bancos también ofreciesen unas mejores condiciones crediticias respecto de sus empresas participadas, éstas no tendrían por qué acudir al mercado para obtener fondos. En esta línea Zoido (1998) aborda este problema para el mercado español y encuentra que las empresas participadas por bancos y con unos niveles no excesivos de deuda bancaria cargan unos menores intereses a sus empresas. No todos los trabajos están de acuerdo en esta afirmación, recuérdese el argumento de Rajan (1992) sobre el poder de decisión de los bancos, según el cual pueden aprovechar su capacidad de decisión para extraer rentas a las empresas; en ocasiones, las razones por las que el banco invierte en las empresas van unidas a la creación de un negocio “cautivo” para el banco, de forma que, gracias a esa relación es capaz de ampliar su negocio bancario (Cuervo, 1990). En resumidas cuentas, el hecho de que una empresa esté participada por un banco no tiene, a priori, un impacto claro en la decisión de emitir deuda negociable.

---

deuda privada tiene un umbral netamente inferior.

<sup>6</sup> En una visión complementaria, Booth (1992) contribuye a enriquecer la literatura empírica sobre la hipótesis de *supervisión cruzada* y obtiene, para un conjunto de empresas de EEUU, que los tipos de interés sobre los préstamos bancarios que soportan las empresas que emiten deuda pública, son inferiores

Por otra parte, cuando contemplamos el problema de la liquidación, es digno de mención el trabajo seminal de Chemmanur y Fulghieri (1994), en el que presentan un modelo formal del que se extrae que los bancos que han concedido créditos a empresas<sup>7</sup> resuelven las situaciones de dificultades financieras a las que se enfrentan éstas de una forma mucho más eficiente que los tenedores de deuda externa. La premisa básica es que los bancos actúan más a largo plazo para construirse una reputación de buenos gestores de las situaciones de dificultades financieras.

Este argumento resulta complementario al de Diamond (1991), quien entiende el papel de los bancos como generadores de reputación empresarial. Así, actuarán de forma óptima cuando se enfrentan a la decisión entre renegociar sus créditos o bien liquidar la empresa. Este hecho es anticipado por las compañías que potencialmente pueden tener problemas financieros. De esta forma, las empresas con buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo, aunque con riesgo de tener dificultades a corto plazo, sea por contar con limitadas garantías (poco tamaño), sea por el tipo de proyectos arriesgados en el que se ven involucradas o sea por la poca liquidez a la que tienen acceso, preferirían el endeudamiento bancario a la emisión de deuda; basándose en el papel decisivo que se anticipa al banco como buen gestor cuando la empresa atraviesa problemas de viabilidad financiera (Hoshi et al. , 1990; Mishkin, 1996).

---

a los de aquellas empresas que no la emiten.



### **4.3. Determinantes de la emisión de deuda negociable.**

Desde los argumentos procedentes del tipo de propiedad, de las características de la deuda negociable y de los distintos condicionantes que pueden incrementar los problemas de asimetría de información, vamos a extraer algunos posibles determinantes de la elección de emisión de deuda pública como instrumento alternativo de financiación ajena.

#### *Participación bancaria y concentración de la propiedad.*

Los razonamientos teóricos que encontramos en torno al compromiso con los bancos no tendrían unas consecuencias claras en el papel de incentivar o desestimular la emisión de deuda, según se desprende de los argumentos presentados en las páginas anteriores, un resumen de los cuales puede verse en la tabla 4.1.

Desde los argumentos de señalización rescatamos el efecto positivo de respaldo y solvencia que ofrece al mercado la empresa participada por un banco. La mayor eficiencia en la supervisión atribuible a los bancos y el mayor conocimiento que tienen de la empresa también proporciona un argumento favorable a la decisión de emisión de deuda, en el caso en que la empresa tenga un compromiso accionarial con el banco; si los potenciales compradores anticipan la labor de supervisión del banco, estarán dispuestos a exigir menores primas de riesgo para adquirir la deuda, abaratando el coste de la deuda emitida. Estos razonamientos nos hacen pensar en la siguiente relación:

---

<sup>7</sup> Deuda interna, utilizando una expresión muy ilustrativa debida a Fama (1985), que pretende enfatizar el

*Hipótesis 1a: La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.*

**Tabla 4.1**  
**Efectos de la participación bancaria en la elección de financiación**

---

***Problemas de selección adversa***

---

- El banco ofrece una señal de solvencia ante potenciales prestamistas.
- El banco con más información puede ofrecer ventajas de financiación. ✓
- El banco con más poder negociador puede tener en la empresa un negocio cautivo. ✓

---

***Problemas de agencia***

---

- El banco con más capacidad de control y supervisión es más flexible a la hora de negociar y renegociar un crédito para un determinado proyecto. ✓

---

***Costes de transacción***

---

- La participación bancaria se interpreta como una señal de supervisión y los inversores exigirían menor prima de riesgo en la deuda pública negociable.
- Los bancos resuelven mejor los momentos de dificultades financieras, al banco le interesa construirse una reputación de buen gestor. ✓

---

✓ Denota que por este argumento la deuda bancaria sería preferida a la deuda pública negociable.

Sin embargo, si las empresas con estrecha relación bancaria disfrutan de mejores condiciones crediticias, pueden tener incentivos para obtener nueva financiación a través del banco y desestimular la emisión de deuda pública. Aunque este argumento no fuera del todo creíble ni contrastado, el banco puede aprovechar su posición para conseguir un cliente en la empresa que participa con el fin de obtener beneficios privados, incluso cuando no fuera la opción óptima. Si la elección de financiación viene

---

hecho que los tenedores de esta deuda tienen acceso a información interna de las empresas.

impuesta o condicionada por la presencia bancaria, podríamos esperar un mayor peso de deuda privada en las empresas participadas por bancos, aún conllevando peores condiciones.

Además, la deuda bancaria presenta una serie de ventajas frente a la deuda pública negociable, derivadas de la mayor flexibilidad que ofrece el banco, interesado en crearse una reputación de buen gestor, frente a la rigidez de la deuda pública distribuida entre muchos inversores; así como la facilidad de obtener información y resolver de forma más eficiente las dificultades financieras coyunturales a las que puede verse expuesta la empresa; que serían mucho más difíciles de solventar en el caso en que los prestamistas se encontrasen distribuidos de forma más dispersa. Por tanto, cabe también plantearse la relación contraria a la anterior:

*Hipótesis 1b: La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable.*

La concentración del accionariado es otro aspecto de la estructura de propiedad que merece ser analizado. En contraposición con las estructuras de capital con accionariado disperso, la concentración de la propiedad favorece la alineación de los objetivos de la propiedad y la gerencia de la empresa y, en general, un mayor compromiso con la buena marcha de la compañía. Los problemas potenciales de riesgo moral asociados a la financiación pueden mitigarse al aminorarse el riesgo de emprender acciones ocultas por parte de la dirección que perjudiquen los intereses de los accionistas. Todo lo que

sean factores que contribuyan a reducir los problemas de agencia redundarán en más incentivos para la emisión de deuda negociable. Esperamos la siguiente relación:

*Hipótesis 2: La concentración de la propiedad en la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.*

*Perspectivas de crecimiento futuro.*

Los argumentos que provienen de las teorías de señalización nos llevan a postular que las empresas con mayor potencial de crecimiento, implícitamente sometida por ello a mayores problemas de asimetría informativa, preferirá acudir a la financiación bancaria antes que al mercado, emitiendo deuda negociable; hecho especialmente importante si quiere constituir públicamente una reputación de buena pagadora en su relación con los inversores. Además, también, puede incluso preferir financiación mediante endeudamiento bancario a corto plazo, con la finalidad de cumplir las condiciones contractuales en un menor espacio de tiempo y mejorar sus contratos financieros futuros.

El riesgo de fuga de información, relativo también a los problemas de selección adversa, incentiva la utilización de deuda bancaria si la empresa con alto potencial de crecimiento posee información estratégica que no esté dispuesta a ofrecer al mercado. Si no se desea transmitir información a la competencia, sobre los proyectos, se evitará la deuda de mercado, que requiere dar más información a los inversores. En la tabla 4.2 se puede apreciar un resumen de los distintos argumentos.

Según los argumentos de teoría de agencia, las empresas de alto crecimiento, donde los problemas potenciales de riesgo moral debido a acciones ocultas son elevados, deberían utilizar menos la deuda negociable como instrumento de financiación, con el fin de evitar problemas de sustitución de activos. Esta afirmación se fundamenta en la supuesta eficiencia superior en la supervisión bancaria y en el hecho que la deuda negociable es menos flexible y presenta una estructura más a largo plazo. En consonancia con ello, las altas perspectivas de crecimiento de las empresas deben desincentivar la utilización de deuda pública negociable.

**Tabla 4.2**  
**Deuda pública negociable y deuda bancaria ante perspectivas de crecimiento**

---

***Problemas de selección adversa***

---

- La deuda bancaria permite señalizarse en el mercado, lo que es importante en empresas con altas perspectivas de crecimiento. ✓
- Los bancos disponen de más información que los inversores individuales, por lo que pueden abaratar la deuda bancaria. ✓
- La deuda pública negociable tiene más riesgo de fuga de información, lo que afecta a las empresas con perspectivas de crecimiento, más reacias a ofrecer información estratégica. ✓

---

***Problemas de agencia***

---

- La deuda bancaria cuenta con las ventajas de la supervisión del banco. ✓
- La deuda bancaria es más flexible y fácil de renegociar, muy importante en empresas de alto crecimiento cuyas oportunidades de inversión pueden presentarse en momentos muy concretos. ✓
- La deuda bancaria permite más control, lo que evita la sustitución de activos, problema especialmente acusado en empresas con mayores asimetrías informativas. ✓

---

***Costes de transacción***

---

- La deuda pública negociable es más inflexible en situaciones de dificultades transitorias y/o liquidación, situaciones que pueden ser frecuentes en empresas de alto crecimiento. ✓

---

✓ Denota que por este argumento la deuda bancaria sería preferida a la deuda pública negociable.

En lo referente a los aspectos de liquidación parece sensato pensar que las empresas con buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo, que pueden anticipar el riesgo de dificultades financieras, bien por el tipo de proyectos emprendidos, bien por la falta de liquidez en el corto plazo, evitarán la emisión de deuda; preferirían el endeudamiento bancario que es susceptible de ser renegociado con el banco. Por ello, la deuda pública negociable resultaría ser menos flexible y menos eficiente que la deuda bancaria en un proceso de liquidación. Con estos argumentos referentes a las expectativas de crecimiento planteamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 3: Las perspectivas de crecimiento futuro de la empresa inciden negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable, en especial a largo plazo.*

#### *Consolidación en los mercados.*

Los modelos de selección adversa postulan que la consolidación de las empresas en los mercados financieros sirve como incentivo a la emisión de deuda, porque ofrece una señal positiva de credibilidad al mercado. La presencia de la empresa en los mercados de capitales y la permanencia en los mismos, demostrando liquidez y rentabilidad durante un periodo más o menos largo de tiempo, otorga reputación de empresa solvente ante potenciales adquirentes de deuda. Por eso esperamos encontrar la relación planteada como hipótesis 4:

*Hipótesis 4: La consolidación de la empresa en los mercados financieros incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.*

*Dimensión de la empresa.*

Como aspecto adicional, el tamaño de la empresa representa una señal positiva en el mercado, en la medida en que una empresa más grande ofrece más garantías. Además, la existencia de importantes costes fijos, inherentes a la emisión, hacen que ésta sea rentable sólo cuando el montante emitido es elevado. Si las necesidades de financiación y con ello el posible tamaño de la emisión guardan relación positiva con el tamaño de la empresa, será más probable encontrar volúmenes de emisión superiores, para los que se compense el componente fijo de la emisión, en empresas de mayor dimensión. Planteamos la hipótesis de la relación esperada:

*Hipótesis 5: El tamaño de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.*

*Perspectivas del entorno macroeconómico.*

Finalmente, en la medida que existan factores que exacerben (disminuyan) los problemas de agencia descritos anteriormente, la deuda negociable será un canal de financiación menos (más) atractivo. Entre los factores externos que incentivan los problemas de agencia cabe señalar las expectativas de crecimiento de la economía y la incertidumbre del entorno. Si esperamos encontrar una relación negativa a nivel individual entre las perspectivas de crecimiento y la emisión de deuda negociable,

deberíamos observar el mismo efecto ante una perspectiva de alto crecimiento macroeconómico, en tanto que éste resulta una externalidad positiva para el crecimiento microeconómico. Recogemos esta idea en la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 6: En etapas con mayores (menores) perspectivas futuras de crecimiento económico, las empresas recurren menos (más) a la deuda negociable como instrumento de financiación.*

En la tabla 4.3 se ofrece un resumen de las hipótesis planteadas, que serán objeto de contraste empírico en la sección siguiente.

**Tabla 4.3. Resumen de las hipótesis**

<b>Determinantes de la emisión de deuda negociable</b>
<i>Hipótesis 1a:</i> La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.
<i>Hipótesis 1b:</i> La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable.
<i>Hipótesis 2:</i> La concentración de la propiedad en la empresa inciden positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.
<i>Hipótesis 3:</i> Las perspectivas de crecimiento futuro de la empresa inciden negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable, en especial cuando es a largo plazo
<i>Hipótesis 4:</i> La consolidación de la empresa en los mercados financieros incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.
<i>Hipótesis 5:</i> El tamaño de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.
<i>Hipótesis 6:</i> En etapas con mayores (menores) perspectivas futuras de crecimiento económico, las empresas recurren menos (más) a la deuda negociable como instrumento de financiación.

## **4.4. Análisis empírico.**

### **4.4.1. Descripción de la muestra.**

La muestra empleada en el análisis empírico está integrada por 132 empresas privadas no financieras que cotizan en bolsa durante el período 1990-1997. Los datos provienen de la información pública recogida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en los registros oficiales exigidos a las empresas que cotizan en la Bolsa española, en los que figuran los estados financieros auditados. La información necesaria referida a emisiones se encuentra en las secciones de *Hechos relevantes* que también están disponibles públicamente en la CNMV. Se eliminaron las empresas del sector cartera y algunas empresas que no pasaban algunos filtros que se detallan en el apéndice.<sup>8</sup> La muestra resultante del proceso de filtrado es un panel incompleto que se compone de estas 132 empresas, con un total de 667 observaciones. A lo largo del periodo se producen un total de 89 emisiones de las que 52 (58,4%) lo son a largo plazo (puede consultarse la tabla 4.6 para comprobar la distribución por años de la emisión de obligaciones).

En la tabla 4.4 se muestra la descomposición del endeudamiento total y del endeudamiento a largo plazo, según los distintos instrumentos de deuda utilizados por las empresas; así, incluimos deuda bancaria, deuda negociable emitida, deuda comercial (incluye los acreedores por tráfico comercial a corto plazo) y otras deudas (que incluye

---

<sup>8</sup> Estos filtros son estándar en el tratamiento de los datos de la Central de Balances del Banco de España,

deudas con empresas del grupo, acreedores a largo plazo y la partida de otras deudas). En la primera columna se ha calculado cada proporción empresa por empresa, se muestra la media aritmética de dichas proporciones. En la segunda columna mostramos el porcentaje que representa la deuda a largo plazo sobre cada tipo de deuda.

**Tabla 4.4**  
**Descomposición del endeudamiento por instrumentos de deuda**

	<i>%de la partida/total deuda</i>	<i>%largo plazo/total partida</i>
<i>Deuda bancaria</i>	39.19	76.96
<i>Deuda pública negociable</i>	5.49	72.34
<i>Deuda comercial</i>	23.04	0
<i>Otras deudas</i>	32.28	34.80

Se puede comprobar la importancia que tiene la deuda bancaria para las empresas de nuestra muestra y, además, ésta resulta ser básicamente a largo plazo (77%). La deuda negociable, por su parte, representa un 5.5% de media en la composición de la deuda, siendo éste un instrumento claramente de largo plazo, de modo que es cuantitativamente más importante la emisión de obligaciones que de pagarés.<sup>9</sup>

#### **4.4.2. Definición de las variables.**

*Variables dependientes.*

*Emisión de deuda pública negociable.* En nuestro análisis hay dos decisiones básicas: la

---

ver por ejemplo Hernández de Cos y Hernando (1998).

<sup>9</sup> Estos resultados no difieren significativamente de los obtenidos por Cuñat (1999) con los datos de la muestra de empresas que componen la Central de Balances del Banco de España.

primera, emitir o no deuda pública negociable, recogida por una variable dummy que toma valor uno cuando existe la notificación a la CNMV de que la empresa ha emitido títulos de deuda en forma de obligaciones o pagarés (*emiobli*). La segunda decisión es la del volumen de deuda pública negociable con que cuenta la empresa, medida por la proporción que esta partida representa sobre el total de la deuda según los datos que figuran en el balance (*oblidadeuda*).

*Emisión de deuda pública negociable a largo plazo.* Para contemplar diversos aspectos recogidos en el marco teórico realizamos también un análisis a largo plazo. Para ello definimos la variable dicotómica, equivalente a *emiobli*, pero centrada exclusivamente en la emisión de deuda a largo plazo (*emioblilp*). Por otra parte, contemplamos la relación de deuda viva negociable a largo plazo sobre la deuda total a través del cociente del valor de las obligaciones y la deuda total de la empresa en el periodo considerado (*oblilpdeuda*).

*Variables independientes.*

*Participación bancaria.* Incluimos esta variable para informar del compromiso de una entidad bancaria en el capital de la empresa mediante participación accionarial en el mismo. Es una variable dicotómica que toma el valor uno cuando el banco o entidad financiera posee al menos un cinco por ciento de las acciones totales (*partiban*).

*Deuda bancaria.* Variable que representa el aumento o la disminución porcentual de la deuda bancaria de la empresa para cada año respecto al periodo anterior (*aufinban*), para

tener en cuenta el posible efecto sustitutivo que el instrumento de la deuda bancaria supone para la deuda pública. Además, cabe pensar en que un incremento significativo del endeudamiento bancario puede señalar un compromiso y una implicación por parte de los bancos respecto de la empresa, lo que nos permitiría relacionar los resultados obtenidos en esta variable con el efecto del compromiso de los bancos en la decisión de emisión de deuda pública. Por otra parte, como esperamos que las empresas definan su política de endeudamiento bancario y emisión de deuda pública negociable como resultado de las decisiones de financiación en su conjunto, instrumentamos esta variable tomándola con un periodo de retardo, para evitar así problemas de endogeneidad con las variables principales objeto de estudio (*aufinban1*).

*Concentración de la propiedad.* Incluimos el número de accionistas con una proporción de acciones superior al cinco por ciento del capital, para dar constancia del número de socios que cuentan con capacidad e incentivos suficientes para vigilar las acciones de la dirección (*accmay*).

*Perspectivas de crecimiento.* Para medir las expectativas de crecimiento utilizamos una medida semejante a la  $q$  de Tobin (*valor*). Se construye como el cociente del valor de mercado de la empresa, que es la suma del valor de mercado de las acciones, corregidas por dividendos, más el valor de mercado de la deuda, por el valor contable de la empresa, que es la suma del valor en libros de ambas partidas.<sup>10</sup> Para hacer una valoración implícita del valor de mercado de la deuda y al no disponer de estos datos,

---

<sup>10</sup> Ver Smirlock et al. (1984) o Cuñat (1999) como ejemplos del empleo de esta variable como una medida de expectativas de crecimiento futuras.

hemos considerado siguiendo a Zoido (1998), una actualización perpetua de los gastos financieros tomando como tipo de interés el de las obligaciones eléctricas a diez años.<sup>11</sup>

*Dimensión de la empresa.* Para aproximar la dimensión de la empresa calculamos una medida del tamaño como el logaritmo de la suma del valor de mercado de las acciones más el valor contable de la deuda (*tamaño*).

*Consolidación en los mercados financieros.* Para indicar la presencia más o menos estable en los mercados de capitales y la facilidad de acceso a los mismos, utilizamos el número de años que la compañía lleva presente en el mercado de valores (*acceso*).

*Perspectivas del entorno macroeconómico.* Para informar de las perspectivas futuras de crecimiento macroeconómico se emplea la diferencia entre la rentabilidad anual del bono a tres años (promedio de las rentabilidades mensuales que vienen recogidas en el Boletín Oficial del Banco de España) y el tipo de interés MIBOR a tres meses (*prima*). En tanto que esta medida recoge la diferencia entre el tipo de referencia a medio plazo y el tipo de referencia a corto plazo, es un buen indicador de las perspectivas futuras de crecimiento de la economía.

#### *Variables de control*

*Ciclo económico.* Incluimos una variable ficticia para tener en cuenta la situación macroeconómica en el año correspondiente a la observación, porque entendemos que

---

<sup>11</sup> Con esto asumimos implícitamente que el riesgo de la deuda a largo plazo emitida por las compañías

existen diferencias significativas debidas al ciclo económico, expansivo o recesivo, en el periodo muestral. Si el PIB medido a precios constantes es superior a la media del periodo 90-98 la variable toma el valor uno, en caso contrario toma valor cero (*ciclo*).

*Volatilidad en los mercados financieros.* Incluimos la desviación estándar anual del tipo de interés del bono a tres años, tomando datos mensuales, una medida natural de la incertidumbre existente en los mercados financieros (*volatil*).

*Controles sectoriales.* Recogen el número medio de empresas que en un determinado año y un determinado sector están emitiendo deuda corporativa. Esta es una variable de control temporal y sectorial al mismo tiempo (Hanka, 1998) (*sector*). Recoge la idea de que si las empresas de un mismo sector se financian de forma similar, esto es, que el comportamiento en las políticas de endeudamiento puede verse influenciado por la pertenencia a un sector determinado.

*Sector intensivo en investigación y desarrollo.* Este control se verifica mediante una variable dicotómica que nos dice si el sector al que pertenece la empresa se encuentra por encima o por debajo de la intensidad media en gastos de I+D de todos los sectores. Incluimos esta variable para tratar de comprobar si la pertenencia a un sector intensivo en I+D donde, en principio, las empresas tienen unas mayores expectativas de crecimiento y pueden aparecer mayores problemas de asimetrías informativas, influye negativamente en la utilización de la deuda pública (*inten*).

---

eléctricas es comparable a la deuda-tipo de las compañías de nuestra muestra.

**Tabla 4.5**  
**Descripción de las variables**

<b>Variable</b>	<b>Descripción</b>
<i>Dependiente</i>	
<i>Emiobli</i>	Variable dicotómica. La empresa notifica a la CNMV la emisión de deuda negociable.
<i>Oblideuda</i>	Proporción del montante de deuda pública negociable sobre el total de deuda.
<i>Emioblilp</i>	Variable dicotómica. La empresa notifica a la CNMV la emisión de deuda negociable a largo plazo.
<i>Oblilpdeuda</i>	Proporción del montante de deuda pública negociable a largo plazo sobre el total de deuda.
<i>Independiente</i>	
<i>Valor</i>	Cociente del valor de mercado de la empresa por su valor contable.
<i>Partiban</i>	Variable dicotómica. Indica si una entidad financiera posee al menos un cinco por ciento del capital de la empresa.
<i>Aufinban</i>	Aumento o reducción porcentual de la deuda bancaria respecto al periodo anterior.
<i>Tamaño</i>	Logaritmo de la suma del valor de mercado más el valor contable de la deuda.
<i>Acceso</i>	Número de años que la empresa lleva presente en el mercado de capitales.
<i>Accmay</i>	Número de accionistas con una participación superior al 5%.
<i>Prima</i>	Diferencia entre la rentabilidad anual del bono a tres años y el tipo de interés MIBOR a tres meses.
<i>Controles</i>	
<i>Ciclo</i>	Variable dicotómica. Año de expansión o de recesión.
<i>Volatil</i>	Desviación estándar anual del tipo de interés del bono a tres años.
<i>Sector</i>	Número medio de empresas que emiten deuda por sector y año.
<i>Inten</i>	Variable dicotómica. Indica pertenencia a un sector intensivo en gastos de investigación y desarrollo.

#### 4.4.3. Análisis descriptivo y metodología.

La tabla 4.6 recoge la evolución en el periodo de estudio de distintas medidas de la emisión de deuda negociable. En la primera columna (*emiobli*), indicamos el número de empresas que han decidido en ese año emitir deuda pública negociable, es decir, el número de empresas que según la información facilitada a la CNMV han notificado dicha emisión (ya sean obligaciones o pagarés). En la segunda columna (*emioblilp*), indicamos aquellas empresas que específicamente han emitido obligaciones (deuda pública a largo plazo). Las variables *oblidadeuda* y *oblilpdeuda* (columnas 3 y 4) describen, para cada año considerado, la proporción de deuda viva negociable agregada, en el primer caso, y exclusivamente a largo plazo, en el segundo, sobre el total de la deuda.

**Tabla 4.6**  
**Distribución por años de la emisión y el montante de la deuda negociable**

<i>Años</i>	<i>Emiobli</i>	<i>Emioblilp</i>	<i>Eblidadeuda (%)</i>	<i>Eblilpdeuda (%)</i>
1990	15	11	5.15	3.58
1991	12	8	7.43	5.14
1992	14	10	7.68	4.06
1993	13	9	6.40	4.57
1994	9	4	5.04	3.07
1995	9	4	4.92	3.48
1996	8	3	2.85	1.77
1997	9	3	4.28	2.56
TOTAL	89	52		

Podemos observar que el número de empresas que emite deuda negociable, así como el montante de la deuda viva emitida, es mayor en los primeros años del período

estudiado. Esto también se cumple cuando realizamos el análisis exclusivamente para la deuda emitida a largo plazo. Esto es consistente con el hecho de que en los primeros años de la década se produjo una recesión en la economía española, el ciclo expansivo comenzó en 1994. Según los argumentos que habíamos aportado relativos al crecimiento macroeconómico como una externalidad del crecimiento de la empresa, el hecho de que existan más perspectivas de crecimiento debería reprimir la emisión de deuda negociable.

En la tabla 4.7, mostramos la distribución por sectores de actividad agrupados de las variables referidas anteriormente en la tabla 4.6. Hemos agrupado los distintos sectores que se recogen en la clasificación de la bolsa como sigue:

- grupo 1: servicios y comercio.
- grupo 2: electricidad y gas, comunicaciones, agua.
- grupo 3: metálicas básicas, extracción minera, químicas, industrias manufactureras, papel y madera, maquinaria, nuevas tecnologías, petróleo, transformación de productos metálicos.
- grupo 4: inmobiliarias, construcción, cementos y materiales de construcción.
- grupo 5: agricultura, ganadería y pesca, alimentación, bebidas y tabaco.
- grupo 6: transportes, automóviles, aparcamientos y autopistas.

Podemos observar que el grupo 2 es el más intensivo en la emisión de deuda negociable, lo que no es de extrañar si se tiene en cuenta que las empresas eléctricas son las que más deuda pública emiten, bien sea por su tamaño, su reputación o características propias.

En este sector se incluye también Telefónica, con un montante importante de deuda negociable a corto y largo plazo. En general, podemos observar, bien sea en el tiempo o por sectores, que el instrumento a largo plazo sobre el total representa proporciones bastante significativas, lo que nos da idea de las preferencias de las empresas por utilizar este tipo de deuda en el largo plazo.

**Tabla 4.7**  
**Distribución por sectores de la emisión y el montante de la deuda negociable**

<i>Sectores</i>	<i>Número de observaciones</i>	<i>Emiobli</i>	<i>Emioblilp</i>	<i>Oblideuda (Media)</i>	<i>Oblilpdeuda (Media)</i>
1	33	0	0	0	0
2	63	0,47	0,21	0,22	0,14
3	222	0,09	0,08	0,04	0,02
4	204	0,22	0,13	0,04	0,03
5	107	0,07	0,06	0,03	0,02
6	38	0,04	0,04	0,06	0,05

#### *Análisis de contingencia*

En la tabla 4.8 presentamos las medias de las variables utilizadas en el análisis empírico, contingentes a que la variable *emiobli* tome valor uno o cero, es decir, a que la empresa se encuentre en el grupo de las que dicen presentar una emisión de deuda o no. Presentamos, a su vez, las medias referidas, diferenciando las empresas emisoras de deuda negociable en función de que la variable *oblideuda* esté distribuida en el primer cuartil, en un caso, y en el último en el otro.

**Tabla 4.8**  
**Test de diferencias de medias**

	<i>Emiobl=0</i>	<i>Emiobl=1</i>	<i>Diferencia de Medias<sup>a</sup></i>	<i>1º Cuartil de Oblideuda</i>	<i>4º Cuartil de Oblideuda</i>	<i>Diferencia de Medias<sup>a</sup></i>
<i>Partiban</i>	0.38	0.46	-0.07 (-1.14)	0.39	0.48	-0.08 (-0.89)
<i>Aufinban</i>	1.91	0.005	1.90 (0.61)	1.92	-0.12	2.05 (0.41)
<i>Accmay</i>	2.91	2.04	0.86*** (3.86)	2.87	1.96	0.91*** (2.85)
<i>Valor</i>	5.72	3.53	2.19** (2.23)	5.93	3.08	2.85** (1.90)
<i>Acceso</i>	5.82	8.42	-2.60*** (-5.73)	5.63	9.54	-3.91*** (-5.59)
<i>Tamaño</i>	16.46	18.42	-1.96*** (-10.05)	16.48	18.54	-2.06*** (-7.26)
<i>Prima</i>	-0.04	-0.26	0.21** (1.93)	-0.05	-0.25	0.19 (1.14)
<i>Ciclo</i>	0.41	0.29	0.12** (2.23)	0.42	0.34	0.07 (0.92)
<i>Sector</i>	0.06	0.58	-0.52 (-26.72)	0.13	0.49	-0.36 (-6.25)
<i>Inten</i>	0.23	0.07	0.16*** (3.44)	0.23	0.22	0.002 (0.02)

<sup>a</sup> Test de diferencias de medias entre ambas submuestras. T-estadísticos en paréntesis.

Podemos destacar algunas de las relaciones sugeridas en la tabla 4.8. En primer lugar, las medias de la variable ficticia de participación bancaria en el capital (*partiban*) no presentan diferencias significativas entre los grupos de empresas. El test de medias no permite decantarnos ni por la hipótesis 1a ni por la hipótesis 1b, pero los análisis posteriores nos permitirán concluir algo más sobre la presencia de una entidad financiera como accionista de la empresa.

El número de accionistas mayoritarios (*accmay*) es menor, en media, en las empresas que emiten deuda y en las que más emiten; según ambos tests se rechaza la hipótesis de que sean iguales entre sí para las submuestras consideradas. Este resultado, en principio contradictorio con nuestra hipótesis 2, se matizará también una vez que llevemos a cabo

el análisis con modelos probit y tobit.

La evidencia respecto a la variable *valor* parece coherente con la hipótesis 3 del trabajo. La media de esta medida es superior para la submuestra de las empresas que han decidido no emitir. Este hecho parece indicar que las empresas con mayores expectativas de crecimiento están en el grupo de empresas que no utilizan el mecanismo de emisión de deuda negociable ( $emiobli=0$ ). Por otra parte, la diferencia de medias también es significativa para las submuestras de empresas emisoras correspondientes al primer y cuarto cuartiles, resultando las expectativas de crecimiento inferiores en media para las empresas que más volumen de deuda viva tienen en un determinado momento del tiempo.

La consolidación del acceso a los mercados (*acceso*) presenta también medias significativamente diferentes para los dos test de diferencias entre submuestras. Las empresas que emiten deuda negociable, así como las que presentan un mayor saldo vivo, son las empresas que tienen, en media, una historia más lejana de acceso a los mercados de capitales; resultado descriptivo en consonancia con la hipótesis 4.

Podemos destacar también la significatividad de las diferencias de tamaño (*tamaño*) entre las empresas que emiten y las que no emiten, lo que conecta con la idea de necesidad de un tamaño mínimo eficiente para tomar la decisión de emitir obligaciones. Comprobamos, también, la significatividad de estas diferencias cuando distinguimos las empresas por el tamaño de la emisión viva negociable (hipótesis 5).

La variable *prima*, de forma consistente con nuestra hipótesis 6, es menor para las empresas emisoras de deuda, mostrando de esta forma que las empresas emiten más deuda negociable cuando las perspectivas de crecimiento macroeconómico (a tres años en nuestro caso) son menores.

Para las *variables de control*, la variable ficticia sectorial y temporal (*sector*), que nos indica que el número medio de empresas que emiten en un sector y para un año, es significativamente superior en la submuestra de empresas que emiten que en la de empresas que no lo hacen. Este resultado es extensivo cuando estudiamos el montante vivo de deuda negociable.

Por su parte, la diferencia en las medias de la clasificación por sectores más o menos intensivos en I+D (*inten*), indica que las empresas emisoras se encuentran en sectores menos intensivos. Esta circunstancia apoya la suposición razonable de que las empresas en sectores más intensivos en I+D presentan unas expectativas de crecimiento superiores. Además, tal como razonábamos en la parte teórica, las empresas en sectores intensivos en I+D son muy sensibles a la fuga de conocimientos a través del mercado, lo que sería una explicación alternativa de la menor propensión a emitir deuda negociable. Por otra parte, una vez decidida la emisión, el montante de la misma resulta irrelevante respecto de la posibilidad de difusión de información valiosa; así se desprende, al encontrar una diferencia no significativa en la submuestra de empresas que ya emiten deuda, ya que una vez que han decidido emitir no se encuentran diferencias

significativas en las medias de deuda emitida en función de la pertenencia a un sector intensivo en I+D.

Finalmente, observamos que en los momentos de recesión (*ciclo=0*), se producen en media más decisiones de emisión que en los momentos álgidos del ciclo (*ciclo=1*). Este hecho, en cierta medida, está en consonancia con la hipótesis 6, puesto que los en momentos de recesión (expansión) se tiende a tener unas expectativas de bajo (alto) crecimiento futuro. El montante de deuda viva negociable es también superior en las épocas recesivas.

#### *Metodología.*

Una vez descrita la muestra, vamos a llevar a cabo el análisis econométrico que nos permita contrastar empíricamente las hipótesis planteadas en la sección anterior. En el estudio separamos la decisión de emisión de deuda pública negociable de la del montante total de deuda viva negociable, por eso debemos utilizar un modelo econométrico apropiado para cada caso.

Respecto a la decisión de la empresa de emitir o no deuda negociable, estimamos modelos probit utilizando la metodología de datos de panel. Este modelo nos da información del efecto que tiene cada variable explicativa individualmente en la probabilidad de que la empresa lleve a cabo esta decisión (*emiobli*). De la misma forma analizamos la decisión de emitir específicamente deuda a largo plazo (*emioblilp*).



Para realizar el contraste que nos permita analizar el volumen emitido utilizamos modelos tobit, que son modelos híbridos de modelos probit y modelos de regresión múltiple. Un coeficiente en un modelo tobit es una media ponderada de los dos efectos, de forma que pueden emplearse estos modelos cuando queremos explicar cierta variable en la que hay un gran número de observaciones con valor cero, como es el caso de la proporción de deuda pública sobre la deuda total (*oblidadeuda*) en un caso, o la proporción de la deuda pública a largo plazo sobre la deuda total (*oblidadeualp*) en el otro caso a estudiar.<sup>12</sup>

#### **4.4.4. Resultados.**

En la tabla 4.9 mostramos los resultados de la estimación de diferentes modelos probit distinguiendo la decisión de emitir deuda negociable de la de emitir sólo obligaciones (deuda negociable a largo plazo). En la tabla 4.10, se presentan los resultados de diferentes modelos tobit, tomando como variables dependientes el total de deuda viva negociable respecto a la deuda total (*oblidadeuda*) en el primer caso y el total de las obligaciones vivas (deuda negociable a largo plazo) respecto de la deuda total (*oblilpdeuda*) en el segundo caso.

En la primera columna hemos realizado una estimación probit para datos de panel, con objeto de corregir la heteroscedasticidad asociada a la existencia de heterogeneidad inobservable propia de la existencia de efectos individuales. En el caso de emisión agregada de deuda negociable, esta estimación resulta más eficiente que la estimación

---

<sup>12</sup> Puede consultarse el Anexo A de métodos estimación del Capítulo 2 para ampliar información sobre metodología.

con datos agregados (sin estructura de panel). Sin embargo, para la emisión de deuda a largo plazo (columnas 3 y 4), hemos realizado un test de verosimilitud que ofrece evidencia de que los coeficientes obtenidos con la estimación con datos de panel no difieren significativamente de los resultados obtenidos mediante los estimadores con datos agregados de los modelos probit. Como la estimación con datos agregados resulta más eficiente que la estimación con datos de panel, tomaremos estos resultados por ser más consistentes (columna 4).

Por último, hemos incorporado sendas columnas (2 y 5) donde eliminamos del modelo la variable de control *ciclo*, puesto que presenta una significativa correlación con la variable *volatil* (60%). En cualquier caso, los resultados permanecen nalterados al ser comparados con las respectivas columnas (1 y 4) con todas las variables; además, el test realizado rechaza multicolinealidad entre los regresores. El modelo que explica las decisiones de emisión a largo plazo tiene una bondad de ajuste muy superior, con lo que las conclusiones obtenidas en este caso (columna 5) serán las que debemos de tomar en mayor consideración.

Observamos en la estimación probit para la decisión agregada de emisión de deuda negociable que la variable *partiban*, resulta ser negativa y significativa cuando consideramos la totalidad de las emisiones. Sin embargo, cuando nos centramos en las emisiones a largo plazo la participación bancaria no resulta ser un parámetro relevante que considere una empresa a la hora de tomar su decisión de emisión.

**Tabla 4.9**  
**Modelos sobre la decisión de emisión de deuda negociable**

	<i>Emiobli</i> Efectos aleatorios (1)	<i>Emiobli</i> <sup>b</sup> Efectos aleatorios (2)	<i>Emioblilp</i> Efectos aleatorios (3)	<i>Emioblilp</i> <sup>a</sup> Datos agregados (4)	<i>Emioblilp</i> <sup>a,b</sup> Datos agregados (5)
<i>Valor</i>	-0.164 (-1.154)	-0.149 (-1.074)	-0.111** (-1.842)	-0.111*** (-2.86)	-0.117*** (-2.839)
<i>Tamaño</i>	0.662 (1.495)	0.654 (1.492)	0.064 (0.580)	0.064 (0.705)	0.547 (0.595)
<i>Partiban</i>	-4.576*** (-2.708)	-4.347*** (-2.785)	-0.063 (-0.228)	-0.063 (-0.24)	-0.065 (-0.244)
<i>Aufinban1</i>	0.073 (0.669)	0.069 (0.641)	0.022 (0.849)	0.022* (1.724)	0.022** (1.822)
<i>Acceso</i>	0.6*** (2.583)	0.58*** (2.562)	0.061 (1.365)	0.061 (1.552)	0.059 (1.484)
<i>Accmay</i>	0.454* (1.852)	0.439* (1.817)	-0.021 (-0.212)	-0.021 (-0.261)	-0.019 (-0.234)
<i>Prima</i>	-0.075 (-0.169)	0.084 (0.203)	-0.199 (-1.433)	-0.202** (-1.879)	-0.233** (-2.045)
<i>Volatil</i>	0.775 (0.874)	0.533 (0.759)	-0.232 (-0.724)	-0.232 (-0.719)	-0.118 (-0.387)
<i>Sector</i>	23.716*** (2.883)	22.383*** (3.071)	1.99*** (3.594)	1.99*** (4.431)	2.061*** (4.322)
<i>Inten</i>	-0.552 (-0.668)	-0.506 (-0.634)	0.401 (1.193)	0.401 (1.345)	0.394 (1.334)
<i>Ciclo</i>	0.402 (0.479)		-0.240 (-0.681)	-0.24 (-0.814)	
<i>Constante</i>	-25.74*** (-2.624)	-24.672*** (-2.616)	-2.984* (-1.693)	-2.984* (-1.918)	-3.018** (-1.934)
<i>Número de Observac.</i>	413	413	413	413	413
<i>Test bondad de ajuste</i>	13.41 (0.267)	13.59 (0.192)	44.55*** (0.000)	76.86*** (0.0000)	76.17*** (0.0000)
<i>Log. likelihood</i>	-48.33	-48.45	-62.29	-62.29	-62.53
$\chi^2$ (c)	24.43*** (0.000)	24.24*** (0.000)	0.00 (0.999)		

T-estadísticos entre paréntesis. \*\*\*Significativo al 99%, \*\*significativo al 95%, \*significativo al 90%. Modelos probit.

<sup>a</sup> Estimación robusta mediante método de Huber/White/Sandwich.

<sup>b</sup> En esta columna hemos realizado la misma estimación que la columna anterior descartando la variable *ciclo*, que presentaba un valor de correlación de 0.6 con la variable *volatil*. A pesar de todo no llegaban a darse problemas de multicolinealidad (valor del test de Belsley es de 14,4) en los modelos que incluyen todas las variables. Se presentan sendas modelizaciones para que pueda comprobarse que los resultados en cualquier caso no difieren.

<sup>c</sup> Test de Wald, de irrelevancia de efectos individuales (p-valor entre paréntesis).

En horizontes temporales más largos, puede que las condiciones crediticias que ofrezca un banco, por mucho que participe en el capital de una empresa, no sean muy diferentes de las que ofrecen los mercados financieros. En este sentido, para la totalidad de la emisión, tendríamos que aceptar la hipótesis 1b, el efecto de la presencia del banco sobre la decisión de emisión incide negativamente.

La variable *aufinban1* resulta ser significativa en el análisis a largo plazo. En este sentido, aquellas empresas que han aumentado su deuda bancaria a largo plazo (fruto de unas necesidades de financiación), tienen más posibilidades de emitir deuda pública. Este resultado mostraría una cierta complementariedad entre la decisión de utilizar deuda bancaria y deuda de mercado a largo plazo.

La variable *accmay*, con la que se mide la concentración de la propiedad, es positiva y significativa respecto de la decisión de emisión de la deuda negociable en su totalidad. Este hecho no se mantiene en el análisis a largo plazo. Nuestra validación, por tanto, de la hipótesis 2 es muy limitada, en tanto que los resultados a largo plazo deben ser tomados como los más robustos. Hay que recordar en este punto las limitaciones de la medida utilizada, pues no considera el porcentaje individual de los accionistas que poseen una proporción igual o superior al 5%, sino tan sólo el número de propietarios en esta situación.

La variable *valor*, con la que estimamos las expectativas de crecimiento futuro, es

negativa aunque no significativa.<sup>13</sup> Este resultado se matiza si nos centramos en las emisiones a largo plazo. Para éstas, tal como hemos razonado en la parte teórica, las empresas con altas expectativas de crecimiento tienen una desventaja comparativa muy notable de emitir deuda negociable a largo plazo frente a empresas con crecimientos más moderados. Así, podemos comprobar que en las columnas 4 y 5 el coeficiente de esta variable es negativa y significativamente diferente de cero a un nivel del 99%. Con esto se confirma la hipótesis 3 del trabajo.

Respecto a la variable *acceso*, que nos informa de la presencia de la empresa en la bolsa, resulta ser positiva y significativa al 99% cuando se considera la totalidad de las emisiones. De la misma manera esta variable es positiva y algo menos significativa (al 87%) en las emisiones de obligaciones. Esto confirma parcialmente la hipótesis 4.

La variable *tamaño* resulta positiva en todas las estimaciones aunque no es significativa.<sup>14</sup> Su significatividad se ciñe, tal como comprobaremos en la estimación tobit posterior, al montante de la deuda viva emitida. La explicación que obtendríamos de ambos hechos, es que las empresas grandes no utilizan con mayor frecuencia que las pequeñas la emisión de deuda pública, aunque sí emiten una mayor cantidad. Esto está en consonancia con lo enunciado por la teoría de costes de transacción donde los altos costes de emisión de la deuda negociable generan unas economías de escala en el volumen de la emisión. Las empresas grandes, por tanto, preferirán disminuir la

---

<sup>13</sup> Si contemplamos en la definición de *valor*, medidas contables de la deuda o simplemente obviamos la participación de la deuda, los resultados no varían.

<sup>14</sup> Utilizando otras medidas de tamaño, tales como el logaritmo de los fondos propios, los resultados no se ven alterados

frecuencia de sus emisiones para así asegurarse un alto volumen en las mismas y con ello una importante reducción de los costes.

Las expectativas macroeconómicas de crecimiento, medidas por la variable *prima*, resultan ser negativas, tal como predice la hipótesis 6, cuando nos centramos en la emisión a largo plazo (superior a un año). Esto es plenamente consistente con el hecho que la variable *prima* mida las expectativas de crecimiento a tres años vista,<sup>15</sup> lo que en principio tiene sentido que afecte negativamente a las emisiones a largo plazo pero no a corto plazo (con un periodo de extinción inferior a un año).

Finalmente, las variables de control no resultan ser significativas, a excepción de la variable *sector*, que nos muestra la similitud en el comportamiento en las políticas de endeudamiento de empresas del mismo sector, independientemente del plazo de emisión. Una empresa se puede ver influenciada en su comportamiento si numerosas empresas del mismo sector y en el mismo año han decidido emitir deuda, desde el momento en que se puede contemplar como una alternativa de financiación más común.

En las estimación de modelos tobit (tabla 4.10) tratamos de analizar los efectos de las variables comentadas anteriormente sobre el volumen total vivo de deuda negociable. De forma paralela a las estimaciones probit, planteamos un modelo para el total de deuda viva negociable (columnas 1 y 2) y otros para el total de deuda viva negociable a largo plazo (columna 3 y 4). Las columnas 2 y 4 corresponden a la corrección por la

---

<sup>15</sup> A través del diferencial entre el tipo de interés del bono a tres años y el tipo de interés a corto plazo (MIBOR a tres meses)

significativa correlación entre *volatil* y *ciclo*, lo que nos ha llevado a considerar estimaciones sin esta última variable de control. En todos los casos las estimaciones de modelos tobit con metodología de datos de panel, que controla la existencia de efectos individuales resultan ser estimaciones más eficientes que las correspondientes a los modelos con datos agregados, tal como indican los tests de Wald, con los que se rechaza la hipótesis nula de que los efectos individuales son irrelevantes. Según esto, tomaremos en mayor consideración los resultados de las columnas 2 y 4.

La participación de un banco en el capital de la empresa (*partiban*) es negativa y significativa tanto en el tamaño de deuda total viva emitida, como la correspondiente a largo plazo. En este sentido, según lo encontrado en el modelo probit anterior, el compromiso de un banco no tiene un efecto claro respecto a la decisión de emisión si consideramos únicamente la deuda a largo plazo, pero sí limita el montante de la deuda emitida, tanto agregada como a largo plazo. Hay que hacer notar, tal como hemos expuesto en la parte teórica, que una empresa que emita mucha deuda incrementa su poder negociador frente al banco; de ahí que parezca natural que éste trate de desincentivar la cantidad de deuda emitida por aquélla, para tratar de inducir o canalizar la financiación de la empresa hacia dicho banco. Por tanto, también se cumple H1b respecto al montante de deuda, donde el compromiso con el banco desincentiva la cantidad emitida.

Respecto a la variable principal *valor* resulta ser negativa y significativa al 99% en ambos casos. Esto refrenda en mayor medida H3.

**Tabla 4.10**  
**Modelos sobre el volumen total de deuda negociable**

	<i>Oblideuda</i> Efectos aleatorios (1)	<i>Oblideuda</i> <sup>b</sup> Efectos aleatorios (2)	<i>Oblilpdeuda</i> Efectos aleatorios (3)	<i>Oblilpdeuda</i> <sup>b</sup> Efectos aleatorios (4)
<i>Valor</i>	-0.012*** (-3.084)	-0.011*** (-3.111)	-0.024** (-1.775)	-0.028*** (-2.57)
<i>Tamaño</i>	0.05*** (5.226)	0.03*** (3.272)	0.047*** (2.486)	0.042** (2.1)
<i>Partiban</i>	-0.03 (-1.259)	-0.08*** (-3.401)	-0.09* (-1.767)	-0.088* (-1.937)
<i>Aufinban1</i>	-0.002 (-1.145)	-0.001 (-0.546)	-0.004 (-1.056)	-0.004 (-1.083)
<i>Acceso</i>	0.015*** (3.021)	0.028*** (6.135)	0.023*** (2.591)	0.021*** (2.499)
<i>Accmay</i>	-0.01 (-1.118)	-0.002 (-0.329)	0.006 (0.452)	0.004 (0.274)
<i>Prima</i>	-0.008 (-0.877)	-0.011 (-1.165)	-0.019 (-1.339)	-0.021* (-1.553)
<i>Volatil</i>	-0.031 (-1.164)	0.017 (0.728)	-0.015 (-0.378)	-0.005 (-0.171)
<i>Sector</i>	0.132*** (3.01)	0.178*** (4.035)	0.215*** (2.497)	0.242** (2.282)
<i>Inten</i>	0.032 (0.901)	-0.04 (-1.317)	-0.08 (-1.019)	-0.076 (-1.049)
<i>Ciclo</i>	-0.082*** (-3.136)		-0.023 (-0.57)	
<i>Constante</i>	-0.982*** (-6.141)	-0.818*** (-5.221)	-1.07*** (-3.295)	-0.998*** (-2.827)
<i>Nº observaciones</i>	413	413	413	413
<i>Test bondad de ajuste</i>	200.09*** (0.000)	199.35*** (0.000)	72.42*** (0.000)	70.30*** (0.000)
<i>Log. Likelihood</i>	-23.89	-25.35	-40.03	-40.17
$\chi^2$ (a)	99.43*** (0.000)	85.26*** (0.000)	33.31*** (0.000)	22.45*** (0.000)

T-estadísticos entre paréntesis. \*\*\*Significativo al 99%, \*\*significativo al 95%, \*significativo al 90%. Modelos logit.

<sup>a</sup> Test de Wald, de irrelevancia de efectos individuales (p-valor entre paréntesis).

<sup>b</sup> Se hace extensiva la explicación de la tabla anterior de eliminar la variable ciclo.

La variable *acceso* resulta ser positiva y altamente significativa en ambos casos, lo que confirma H4. Las empresas que llevan más tiempo cotizando en la bolsa ofrecen una señal positiva al mercado que reduce problemas de asimetría entre los potenciales adquirentes de títulos de deuda. La dimensión de la empresa presenta una relación



positiva y significativa (al 99% en ambos modelos) respecto del tamaño de la emisión (H5).

Por último, el coeficiente de la medida de las expectativas de crecimientos globales futuros, resulta ser significativa (al 90%) en el modelo a largo plazo, lo que confirma parcialmente H6. Encontramos así una simetría micro-macro del impacto negativo que tienen las expectativas de crecimiento en la utilización de deuda negociable, tanto las individuales como las correspondientes a la economía en su conjunto (variable *prima*).

#### **4.5. Conclusiones.**

En este trabajo hemos analizado desde una perspectiva teórica para después contrastar empíricamente, el efecto que tiene la presencia de un tipo de accionista, como es el banco en la elección de un instrumento financiero como es la deuda pública negociable. Se analiza también el impacto de otros posibles determinantes, que como las perspectivas de crecimiento, pueden acrecentar los problemas de asimetría de información en la relación de prestamistas y prestatarios.

Los argumentos provienen de las teorías de señalización, la teoría de agencia y las teorías de costes de transacción. La muestra empleada para realizar el estudio empírico la componen las empresas españolas no financieras que cotizan en la bolsa para el período 1990-1997.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> La tabla 4.11 ofrece un resumen de las hipótesis de estudio y los principales resultados empíricos.

Los resultados obtenidos sugieren una influencia negativa de la participación bancaria, sobre la decisión de emisión de deuda negociable, que también desincentiva la magnitud de la misma. Este hallazgo se puede interpretar en la línea de los trabajos que argumentan que los bancos abaratan los costes de financiación para sus empresas participadas, con lo que estimularían la utilización de deuda privada frente a la deuda pública; pero también puede entenderse como una sustitución inducida hacia la financiación bancaria, como resultado de la influencia que ejerce el banco en aras de generarse beneficios privados.

Las empresas con unas altas expectativas de crecimiento tienen un menor incentivo para emitir deuda pública corporativa. Las perspectivas de crecimiento, que redundan en mayores problemas de asimetrías informativas, desincentivan la decisión de emisión e influyen negativamente en la dimensión de la misma. Esta realidad queda constatada, especialmente, en el análisis de la deuda a largo plazo. Este hecho está en sintonía con lo obtenido para el mercado norteamericano (Krishnaswami et al., 1999), en el que empresas con buenas perspectivas de beneficios futuros y que operan en un entorno con muchas asimetrías de información, prefieren la financiación basada en deuda privada en lugar de deuda pública negociable.

La consolidación de la empresa en los mercados financieros resulta ser un factor importante que favorece la decisión de emisión de deuda negociable; las empresas que cuentan con una amplia historia de cotización en los mercados financieros ofrecen una

señal positiva a los tenedores potenciales de deuda. La concentración de la propiedad favorece la decisión de emisión global de deuda (considerando deuda a corto y a largo plazo). El tamaño de la empresa parece ser un factor relevante en lo que al volumen de la emisión se refiere, sin embargo no obtenemos resultados concluyentes respecto a la decisión de emisión. Finalmente, en lo relativo a las variables de entorno, cabe destacar que las altas expectativas de crecimientos macroeconómicos futuros, retraen la emisión de deuda a largo plazo.

**Tabla 4.11. Resumen de las hipótesis y los resultados empíricos**

<b>Determinantes de la emisión de deuda negociable</b>	
<i>Hipótesis 1a:</i> La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Rechazada.
<i>Hipótesis 1b:</i> La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada.
<i>Hipótesis 2:</i> La concentración de la propiedad en la empresa inciden positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada. (sólo emisión)
<i>Hipótesis 3:</i> Las perspectivas de crecimiento futuro de la empresa inciden negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable, en especial cuando es a largo plazo.	Aceptada.
<i>Hipótesis 4:</i> La consolidación de la empresa en los mercados financieros incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada.
<i>Hipótesis 5:</i> El tamaño de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada. (sólo montante)
<i>Hipótesis 6:</i> En etapas con mayores (menores) perspectivas futuras de crecimiento económico, las empresas recurren menos (más) a la deuda negociable como instrumento de financiación.	Aceptada.

## **Anexos**

### **Anexo A: Filtros empleados.**

Se eliminaron las empresas de la muestra según los siguientes criterios:

1. Sector cartera.
2. Total activo diferente de total pasivo
3. Deuda a largo plazo<0
4. Deuda a corto plazo<0
5. Importe neto de la cifra de negocios<0
6. Inmovilizado inmaterial<0
7. Capital<0
8. Gastos financieros<0
9. Gastos de personal<0
10. Empresas cuya proporción del montante de deuda pública sobre deuda bancaria fuera superior a 5 en el momento de la emisión.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Filtro realizado para eliminar atípicos. También hemos considerado umbrales superiores (valor 10), y en tal caso el número de observaciones pasaba a ser de 414, permaneciendo, por otra parte, inalterados los resultados. No reducimos el umbral de 5, puesto que el resto de valores elevados de esta ratio se concentra alrededor del valor 2, y hemos comprobado que las empresas y los años correspondiente a estas observaciones no presentaban incoherencia con otras partidas, de ahí que no las hayamos descartado.

## Anexo B: Tablas de descriptivos y correlaciones.

**Tabla 12**  
**Descriptivos de la muestra**

	<i>Media</i>	<i>Desviación</i>	<i>Valor mínimo</i>	<i>Valor máximo</i>
<i>Emiobli</i>	0.1317	0.3384	0	1
<i>Emioblip</i>	0.0775	0.2677	0	1
<i>Oblideuda</i>	0.0548	0.1219	0	0.7970
<i>Oblilpdeuda</i>	0.0355	0.0936	0	0.6822
<i>Tamaño</i>	16.71	1.7590	10.291	22.130
<i>Aufinbanl</i>	0.6438	3.6616	-0.9991	43.507
<i>Partiban</i>	0.3933	0.4889	0	1
<i>Acceso</i>	6.1669	4.0821	0	10
<i>Valor</i>	5.4292	8.2128	0.0759	121.8575
<i>Sector</i>	0.1317	0.2421	0	1
<i>Accmay</i>	2.8106	1.7033	0	10
<i>Prima</i>	-0.0749	0.9799	-1.5291	1.4991
<i>Volatil</i>	0.8460	0.2940	0.4221	1.2749
<i>Inten</i>	0.2181	0.4132	0	1
<i>Ciclo</i>	0.3997	0.4901	0	1

**Tabla 13**  
**Matriz de correlaciones**

	<i>tamaño</i>	<i>autofin</i>	<i>patiban</i>	<i>acceso</i>	<i>valor</i>	<i>sector</i>	<i>accmay</i>	<i>prima</i>	<i>volatil</i>	<i>inten</i>	<i>ciclo</i>
<i>tamaño</i>	1.000										
<i>autofin</i>	0.0846	1.000									
<i>partiban</i>	0.1083	-0.0691	1.000								
<i>acceso</i>	0.3308	-0.1453	0.0080	1.000							
<i>valor</i>	0.4426	0.1647	0.0119	0.0206	1.000						
<i>sector</i>	0.4792	-0.0061	0.1002	0.1729	-0.0647	1.000					
<i>accmay</i>	-0.2705	0.0336	0.2638	-0.3631	-0.1209	-0.1938	1.000				
<i>prima</i>	0.0414	-0.0565	0.0090	-0.0239	0.0205	-0.0908	-0.0026	1.000			
<i>volatil</i>	-0.0882	0.0208	-0.0626	0.0330	-0.1662	0.0548	-0.0205	-0.2241	1.000		
<i>inten</i>	-0.2071	0.0060	-0.0997	-0.0290	-0.0303	-0.1906	-0.1232	-0.0079	0.0244	1.000	
<i>ciclo</i>	0.1281	-0.0620	0.0632	-0.0398	0.1850	-0.1008	0.0260	0.3918	-0.7555	-0.0325	1.000

## **Capítulo 5**

### **Conclusiones generales y extensiones futuras**

Desde que Berle y Means (1932) plantearan los problemas de gobierno a los que estaban sometidas las empresas modernas hasta nuestros días (Tirole, 2001), el estudio del control corporativo ha sido uno de las áreas más importantes en la investigación en dirección de empresas. El reconocimiento de la diversidad de modelos de gobierno empresarial entre distintas empresas, países y continentes y las implicaciones que unas u otras formas de control pueden tener en la capacidad competitiva de las compañías han suscitado multitud de preguntas que trascienden del nivel académico.

El gobierno de la empresa tiene que ver con las formas de hacer converger los intereses de los directivos y los accionistas y asegurar en última instancia que las empresas se gestionan en beneficio de éstos últimos. La clasificación de los sistemas de control corporativo según la estructura de propiedad nos proporciona un modelo de referencia en el que se debate cómo la distinta tipología de estructuras tiene influencia directa en el gobierno de las empresas, dando origen a distintas necesidades de control. Según dicha

clasificación, podemos distinguir entre estructura de propiedad concentrada frente a dispersa, sin hacer diferencias en el accionariado; esto es, asumiendo que los mecanismos de control sobre las decisiones directivas, ya sean externos o internos, favorecen la alineación de objetivos independientemente del tipo de propietario.

Sin embargo, se puede cuestionar esta homogeneidad de los accionistas y diferenciar la naturaleza del grupo de control, incluso partiendo de una estructura de propiedad concentrada. El trabajo presentado se centra, precisamente, en el estudio de los distintos tipos de propietarios como un factor clave determinante del comportamiento estratégico de la empresa. En España, como en otros países de nuestro entorno, se ha comprobado que la concentración de la propiedad es un fenómeno frecuente (Galve y Salas, 1994; Cuervo-Cazurra, 1997), lo que refuerza el interés de la investigación.

El soporte teórico para realizar la investigación integra los argumentos que proceden de las teorías que analizan el control corporativo, de la revisión de la literatura que estudia los distintos propietarios objeto de estudio y de las teorías basadas en la economía de la información.

En el primer capítulo describimos, en primer lugar, los principales problemas de asimetría de información que surgen en las relaciones entre prestamistas y prestatarios y entre propiedad y dirección, en diferentes decisiones de inversión y financiación de la empresa. Esta asimetría informativa provoca situaciones de selección adversa y de riesgo moral, ocasionando problemas entre las distintas partes implicadas. Cuando la

asimetría informativa se presenta antes de emprender un determinado proyecto de inversión, la empresa puede encontrar dificultades para financiarlo si los potenciales inversores desconocen parte de la información relevante con la que sí cuenta la empresa; como resultado puede producirse un incremento en el coste de los fondos o incluso impedirse dicha inversión. Por otro lado, la asimetría puede presentarse después de disponer de los recursos necesarios para emprender el proyecto de inversión; la dirección puede comportarse discrecionalmente, persiguiendo una reducción de riesgos e invirtiendo en proyectos con resultados inmediatos, bien con el fin de señalizarse en el mercado, bien para perseguir objetivos personales. En general, la asimetría de información ocasiona una pérdida de valor de la empresa en el mercado, en detrimento de los accionistas actuales y, como consecuencia, un encarecimiento de la financiación futura.

En segundo lugar, analizamos el papel de los tipos de estructuras de propiedad para estudiar el impacto que asumimos pueden tener distintos tipos de propietarios en la resolución de los problemas que origina la información asimétrica. Los accionistas importantes son considerados inversores activos, por estar más implicados en la gestión y por tener más incentivos para obtener información, poseen carácter de permanencia y capacidad de decisión; y, por todo ello, pueden aminorar o mitigar ciertos problemas de comportamiento oportunista en las relaciones entre los distintos agentes que intervienen en la empresa. Nos hemos centrado en la influencia de tres tipos distintos de propietarios importantes como son los grupos de empresas, las familias y los bancos,

para tratar de analizar si su comportamiento estratégico difiere o no difiere, en virtud de las características propias de cada tipo de inversor.

Una vez presentado el marco teórico estudiamos el impacto de los distintos tipos de propietarios en diferentes decisiones en la empresa que hemos considerado reseñables y donde esperamos que la estructura de propiedad puede jugar un papel relevante.

El primer objetivo del trabajo es el análisis de los efectos de la pertenencia al grupo y la propiedad familiar en el proceso de decisión de inversión en activos intangibles. Los recursos intangibles pueden considerarse en muchas ocasiones un activo estratégico para la empresa, en la medida en que son recursos valiosos, escasos y difíciles de ser sustituidos e imitados; con ello pueden suponer una fuente real de poder competitivo. Por estar basados en el conocimiento, y presentar un mayor o menor grado de complejidad y especificidad, adolecen en muchas ocasiones de problemas de asimetría de información; además sus resultados suelen ser inciertos y en el largo plazo.

A pesar de constituirse como recursos capaces de generar una ventaja competitiva para la empresa, a menudo, y por sus características pueden presentar problemas para su acumulación. Tratamos de estudiar las implicaciones de estos tipos de estructura de propiedad, grupos y familias, para paliar los problemas que acompañan el proceso de decisión de acumulación de intangibles.

El grupo puede constituir un mecanismo eficiente en la resolución de problemas informativos. La oficina central se constituye como un inversor con capacidad y habilidad para extraer información de las empresas en las que participa, lo que facilita las tareas de valoración correcta de las inversiones que desea emprender y de control y supervisión de las acciones de la dirección; además se considera un inversor estable con voluntad de permanencia, por lo que se puede considerar más paciente ante resultados que se materializarán en un horizonte temporal mayor. En la relación con los oferentes de financiación externa, la pertenencia al grupo ofrece señales positivas al mercado, al ofrecer el grupo apoyo financiero y ser un aval ante posibles eventualidades. Por lo tanto, anticipamos una relación positiva entre la pertenencia al grupo y la inversión en recursos intangibles.

Para contrastar empíricamente las hipótesis del estudio utilizamos una amplia muestra de empresas manufactureras españolas (ESEE) para el año 1994. Empleamos medidas proxies de los distintos tipos de recursos intangibles, como los gastos de la empresa en investigación y desarrollo, la formación de los empleados y el tipo de contratación y la inversión en publicidad y propaganda, como variables que aproximen el esfuerzo de la empresa en inversión en intangibles de carácter tecnológico, capital humano y reputacional, respectivamente. Se plantean distintas modelizaciones econométricas, dependiendo de la variable a estudiar en cada caso, que incluyen modelos de selección de muestra y modelos probabilísticos. Los resultados obtenidos confirman la relación positiva esperada de la pertenencia a un grupo y la inversión en recursos intangibles de los tres tipos analizados; así, podemos pensar que la mayor eficiencia atribuible al grupo



de empresas y las señales que ofrece al mercado son factores que contribuyen a la realización de este tipo de inversiones, con mayores problemas de asimetría de información.

Al analizar el comportamiento de la empresa familiar encontramos la relación contraria, la propiedad de la familia está asociada a menores inversiones en recursos intangibles. Factores como la aversión al riesgo por parte de los propietarios y gestores, las dificultades de financiación y de acceso a los mercados, y otras añadidas, como la dimensión y escala reducidas, dan como resultado final una menor inversión en este tipo de activos en las empresas familiares, sin que el carácter de inversores activos y bien informados redunde en una mayor inversión en recursos basados en la información y con horizontes temporales más largos. Además, es en las empresas familiares donde encontramos una mayor sensibilidad de la realización de estos proyectos a la disponibilidad de financiación interna.<sup>1</sup>

Entre las limitaciones del trabajo se encuentran las medidas de recursos intangibles empleadas, que se construyen con la información disponible en la encuesta pero que pueden resultar bastante genéricas. Por otra parte, la limitación de información referente a las empresas pertenecientes a grupos nos obliga a considerarlas a todas por igual, sin permitir diferenciar la forma en que los procesos de decisión se llevan a cabo. La estrategia global de la empresa matriz determinará, en gran medida el diseño de los sistemas de control, el acceso a la información y previsiblemente, por ello, diferentes

---

<sup>1</sup> Como resumen de las hipótesis contrastadas en este estudio puede consultarse la tabla 5.1.

comportamientos por parte de las empresas controladas. En esta línea, futuras investigaciones deberían profundizar en el análisis de las implicaciones que tiene el empleo de unas u otras estrategias y estructuras de gestión sobre las decisiones estratégicas en las empresas integradas en grupos.

Otra línea de investigación de interés reside en el estudio de grupos donde la cabecera sea una entidad financiera, con mayores similitudes con el banco principal en el contexto japonés; este análisis tiene importantes aplicaciones académicas y prácticas, así como repercusiones económicas si tenemos en cuenta la reciente y creciente expansión de los grupos industriales bancarios en España.

Para alcanzar el segundo objetivo del trabajo desarrollamos un marco conceptual para estudiar los objetivos que persiguen las empresas familiares, asumiendo las peculiaridades que le confiere su carácter y su dotación de recursos. Como su propia denominación indica, estas organizaciones son únicas en su estructura y propósitos al confluir valores, normas y objetivos de dos sistemas diferentes, con sus propios fines y sus propias reglas, el del negocio y el familiar. La intersección de ambas lógicas es origen de fortalezas y debilidades, de ventajas e inconvenientes, que en última instancia condicionan los objetivos de la organización y los procesos de decisión. Los dos subsistemas evolucionan en el tiempo; y la interrelación de los ciclos de vida de los individuos, la familia y la empresa incorpora, si cabe, más complejidad ocasionada por la presencia de distintas generaciones que se van incluyendo en el negocio.

Con el objeto de contrastar las diferencias de comportamiento entre las empresas familiares y no familiares hemos utilizado una amplia muestra de empresas manufactureras españolas (ESEE) en el período 1991-1997; hemos estimado, mediante técnicas apropiadas para el tratamiento de datos de panel, los efectos que tiene la propiedad familiar (en primera y matizando también en segunda y siguientes generaciones) en la persecución de objetivos relacionados con el crecimiento y la rentabilidad.

Las conclusiones del análisis empírico no evidencian el tópico de que las empresas familiares crecen menos, ya que éstas no muestran crecimientos inferiores y presentan, además, niveles superiores de rentabilidad cuando se trata de empresas familiares en primera generación. La propiedad en manos de generaciones siguientes se relaciona negativamente tanto con el crecimiento como la rentabilidad. Estos resultados se pueden interpretar como un menor interés por la compañía por parte de las generaciones siguientes al fundador o también como una consecuencia de la pérdida de recursos que ocasionan los conflictos internos, más comunes en segundas y siguientes generaciones. La incorporación de diferentes generaciones en el análisis permite reflejar el cambio en el comportamiento, en los valores y en las actitudes que ejerce el cambio de generación en el sistema familiar, sobre el sistema de la empresa.<sup>2</sup>

Somos conscientes de las deficiencias y limitaciones que puede presentar el tipo de medidas de rentabilidad empleadas como aproximaciones del objetivo de rentabilidad;

el análisis sería más interesante si se dispusiese del valor de mercado de estas empresas, en el caso de que cotizasen en la bolsa de valores, con el fin de analizar la rentabilidad de las acciones y las perspectivas de crecimiento.

En cualquier caso, la evidencia obtenida nos permite avanzar en la comprensión de la empresa familiar que, constituye todavía una campo de investigación emergente, con muchas cuestiones por resolver y donde cada avance puede llegar a ser de gran ayuda para entender la complejidad del fenómeno y solucionar problemas a nivel práctico. El presente trabajo es un primer paso de lo que serán futuros estudios en materias relacionadas con la dirección estratégica en la empresa familiar, donde muchos autores coinciden en afirmar que se detecta una carencia importante de estudios. Este déficit viene motivado, principalmente, por la ausencia de marcos conceptuales potentes y la carencia de datos. Tanto este estudio como sucesivas extensiones tratarán de paliar ambas limitaciones; estamos interesados en profundizar sobre los efectos de la propiedad familiar en otras decisiones estratégicas como la diversificación de productos, así como llegar a comprender las principales causas que motivan los diferentes comportamientos estratégicos a la luz de los resultados empíricos que se vayan obteniendo.

El tercer objetivo del estudio es analizar los efectos que la estructura de propiedad, en concreto la propiedad bancaria, y otros factores ejercen sobre una decisión de financiación como es la elección de emisión de deuda negociable. Comparada con otro

---

<sup>2</sup> Puede consultarse tabla 5.2 como resumen de las hipótesis y resultados empíricos relativos al estudio de

tipo de financiación ajena, como es la deuda bancaria, este tipo de deuda soporta mayores problemas de asimetría de información y supervisión. Nos interesa especialmente el papel desempeñado por el banco, que actuando en calidad de accionista se constituye como un inversor informado y con capacidad de supervisión, a la vez que ofrece una señal positiva al mercado de capitales. Estos factores podrían estimular la emisión de deuda negociable en empresas participadas por una entidad financiera, al reducir o mitigar algunos de los problemas de información asimétrica presentes en la relación prestamista-prestatario. Sin embargo, el banco cuenta también con mayor poder negociador y más capacidad para imponer decisiones a la empresa en su propio beneficio, esto es, que se financie a través de su línea de crédito en detrimento del empleo de otro tipo de deuda.

Entre otros posibles determinantes a considerar en la decisión de emisión de deuda negociable incluimos el impacto de las expectativas de crecimiento futuras, como un factor que contribuye a exacerbar los problemas de asimetría informativa que se suman a los, ya intrínsecos, propios de la emisión de este tipo de deuda.

El examen empírico se desarrolla mediante la metodología apropiada para el tratamiento de datos de panel, empleando una muestra de empresas españolas no financieras que cotizan en bolsa con los datos para el periodo 1990-1997. Encontramos que la participación de un banco en el capital de la empresa influye negativamente en la decisión de emitir deuda pública. Estos resultados se pueden explicar por las mejores

condiciones de financiación obtenidas por el banco, que estimulan la utilización de deuda bancaria frente a la deuda pública, o también porque los bancos conviertan a la empresa participada en un negocio inducido en su propio beneficio. Así mismo, las perspectivas de crecimiento desincentivan la decisión de emisión; las empresas con buenas perspectivas sobre beneficios futuros y que operan en un entorno con asimetrías de información, prefieren la financiación basada en deuda privada en lugar de deuda pública negociable.<sup>3</sup>

Una materia para investigaciones futuras será profundizar en el estudio del comportamiento de los bancos y sus implicaciones en las decisiones financieras de las empresas que participan. En definitiva, dirimir si los bancos consiguen beneficios privados a través de sus relaciones de propiedad con las empresas o, por el contrario, si mediante la intervención bancaria la empresa participada consigue obtener mejores condiciones crediticias, que hagan optar finalmente por este tipo de financiación.

En conjunto, el trabajo presentado constituye una aportación al entendimiento de cómo diferentes tipos de propietarios pueden ser un factor determinante de los objetivos y de las decisiones empresariales en presencia de problemas informativos. La investigación trata de explicar y entender algunas de las principales consecuencias que tiene en el comportamiento estratégico de las empresas participadas, la existencia de distintos tipos de inversores estables, bien informados y con capacidad de control, como son los grupos, las familias y las instituciones financieras. Las implicaciones de los estudios

---

<sup>3</sup> Puede consultarse la tabla 5.3 como resumen de las hipótesis y resultados referentes a este estudio.

presentados no son relevantes únicamente a nivel académico, sino también a nivel económico y empresarial, por sus aplicaciones prácticas.

**Tabla 5.1**  
**Pertenencia a un grupo y propiedad familiar e inversión en recursos intangibles**

Hipótesis 1: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Aceptada.
Hipótesis 2: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Aceptada.
Hipótesis 3: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Aceptada.
Hipótesis 4: La pertenencia a un grupo está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles como el nombre o la imagen de marca.	Aceptada.
Hipótesis 5a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Rechazada.
Hipótesis 5b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en I+D realizada por la empresa.	Aceptada.
Hipótesis 6a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Rechazada.
Hipótesis 6b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la contratación a largo plazo de los trabajadores.	Aceptada.
Hipótesis 7a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Rechazada.
Hipótesis 7b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la formación de personal realizada por la empresa.	Aceptada.
Hipótesis 8a: La propiedad familiar está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles como el nombre o la imagen de marca.	Rechazada.
Hipótesis 8b: La propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en activos intangibles como el nombre o la imagen de marca.	Aceptada.
Hipótesis 9: Para empresas pequeñas, a priori con mayores problemas de financiación externa, la inversión en I+D es más sensible a resultados anteriores en las empresas familiares que en las empresas pertenecientes a grupos.	Aceptada.

**Tabla 5.2**  
**Propiedad familiar y objetivos de la empresa**

Hipótesis 1: Las empresas familiares presentan menores niveles de crecimiento que las empresas no familiares.	No significativa.
Hipótesis 2: Las empresas familiares en primera generación crecen más que en segunda generación y siguientes.	Aceptada.
Hipótesis 3: Las empresas familiares tienen menor probabilidad de estar en mercados internacionales que las no familiares.	Aceptada.
Hipótesis 4: Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones tienen mayor probabilidad de estar presentes en mercados internacionales que las familiares en primera generación	No significativa.
Hipótesis 5: Las empresas familiares presentan mayores proporciones de recursos ajenos sobre fondos propios que las empresas no familiares.	Aceptada.
Hipótesis 6: Las empresas familiares presentan menores proporciones de deuda con entidades de crédito sobre pasivo, que las empresas no familiares	No significativa.
Hipótesis 7: Las empresas familiares en primera generación presentan mayores porcentajes de recursos ajenos sobre fondos propios que en segunda generación y siguientes.	Aceptada.
Hipótesis 8a: Las empresas familiares son menos rentables que las empresas no familiares.	Rechazada.
Hipótesis 8b: Las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares.	Aceptada.
Hipótesis 9: Las empresas familiares en segunda y siguientes generaciones son menos rentables que las empresas familiares en primera generación.	Aceptada.

**Tabla 5.3**  
**Propiedad bancaria y elección de financiación ajena**

Hipótesis 1a: La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Rechazada.
Hipótesis 1b: La participación bancaria en la propiedad de la empresa incide negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada.
Hipótesis 2: La concentración de la propiedad en la empresa inciden positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada. (sólo emisión)
Hipótesis 3: Las perspectivas de crecimiento futuro de la empresa inciden negativamente en la decisión de emisión de deuda negociable, en especial cuando es a largo plazo.	Aceptada.
Hipótesis 4: La consolidación de la empresa en los mercados financieros incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada.
Hipótesis 5: El tamaño de la empresa incide positivamente en la decisión de emisión de deuda negociable.	Aceptada. (sólo montante)
Hipótesis 6: En etapas con mayores (menores) perspectivas futuras de crecimiento económico, las empresas recurren menos (más) a la deuda negociable como instrumento de financiación.	Aceptada.

## Referencias bibliográficas

- Aaker, D.A. 1989. Managing assets and skills: The key to a sustainable competitive advantage. *California Management Review*, 31, pp. 91-106.
- Agarwal, S. y Ramaswami, N.R. 1992. Choice of foreign market entry mode: impact of ownership, location and internalization factors. *Journal of International Business Studies*, first quarter, pp. 1-23.
- Akerlof, G. 1970. The market of lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 89, pp. 488-500.
- Alonso, J.A. y Donoso, V. 1998. *Competir en el exterior: la empresa española y los mercados internacionales*. Instituto Español de Comercio Exterior.
- Amihud, Y. y Lev, B. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-617.
- Amsden, A. y Hikino, T. 1991. Project execution capability, organizational know-how and conglomerate corporate growth in late industrialization. *Industrial and Corporate Change*, 1, pp. 111-147.
- Amemiya, T. 1985. *Advanced Econometrics*. Blackwell. Oxford.
- Ang, J.S. 1992. On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance*, 1, pp. 185-203.
- Ang, J.S., Cole, R.A. y Lin, J.W. 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55, pp. 81-107.
- Aoki, M. 1988. *Information, incentives, and bargaining in the Japanese economy*. Cambridge University Press.
- Aoki, M. 1990. Toward an Economic Model of the Japanese Firm. *Journal of Economic Literature*, 28, pp. 1-27.



- Aronoff, C.E. y Ward, J.L. 1995. Family-owned business: a thing of the past or a model of the future? *Family Business Review*, 8, pp. 121-130.
- Arruñada, B. 1998. *Teoría contractual de la empresa*. Marcial Pons. Madrid.
- Barclay, M. y Smith, C. 1995. The maturity structure of debt. *Journal of Finance*, 50, pp. 609-631.
- Barney, J.B. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, pp. 90-120.
- Barney, J.B. 1992. Integrating organizational behaviour and strategy formulation research: a resource-based analysis, en Shrivastava, P.; Huff, A. y Dutton, J. (ed.): *Advances in Strategic Management*, 8, pp. 39-61. Greenwich: JAI Press.
- Barney, J.B. y Hansen, M.H. 1994. Trustworthiness as a source of competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 15, pp. 175-190.
- Baron, D. y Myerson, R. 1982. Regulating a monopoly with unknown costs. *Econometrica*, 50, pp. 911-930.
- Bates, T. 1990. Entrepreneur human capital inputs and small business longevity. *The Review of Economics and Statistics*, November, pp. 551-559.
- Baysinger, B., Kosnik, R.D. y Turk, T.A. 1991. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34, pp. 205-214.
- Bécker, F. 1996. Efectividad y eficacia de las líneas preferenciales de financiación de las PYMES. *Economía Industrial*, 310, pp. 55-66.
- Becker, B., Huselid, M.A., Pickus, P.S y Spratt, M.F. 1997. HR as a source of shareholder value: research and recommendations. *Human Resource Management*, 36, pp.39-47.
- Beckhard, R. y Dyer, W. 1983. Managing continuity in the family-owned business. *Organizational Dynamics*, 12, pp. 5-12.
- Belderbos, R. y Sleuwaegen, L. 1996. Japanese firms and the decision to invest abroad: business groups and regional core networks. *The Review of Economics and Statistics*, 78, pp. 214-220.
- Berger, P.G., Ofek, E. y Yermack, D.L. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52, pp. 1411-1438.

- Berges, A. y Sánchez del Villar, E. 1991. Las participaciones bursátiles de la banca en España. *Papeles de Economía Española*, 34, pp. 72-86.
- Berglöf, E. 1990. Capital structure as a mechanism of control: a comparison of financial system, en Aoki, M., B. Gustafsson y O.E. Williamson, *The firm as a nexus of treaties*. Sage Publications, pp. 237-262.
- Berglöf, E. 1994. A control theory of venture capital finance. *Journal of Law Economic & Organization*, 10, pp. 247-261.
- Berle, A. y Means, G. 1932. *The modern corporation and private property*. MacMillan, New York.
- Bethel, J.E. y Liebeskind, J. 1998. Diversification and the legal organization of the firm. *Organization Science*, 9, pp.49-67.
- Bhagat, S. y Frost, P. 1986. Issuing costs to existing shareholders in competitive and negotiated underwritten public utility equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 233-259.
- Bhattacharya, S. y Chiesa, G. 1995. Proprietary information, financial intermediation, and research incentives. *Journal of Financial Intermediation*, 4, pp. 328-357.
- Black, B.S. y Gilson, R.J. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277.
- Blackwell, D y Kidwell, D. 1988. An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics*, 22, pp. 253-258.
- Blanch, J., Garrido, A. y Sanromà, E. 1990. Las relaciones banca-industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria. *Economía Industrial*. Marzo-Abril, pp. 85-94.
- Branch, B. 1974. Research and Development activity and profitability: a distributed lag analysis. *Journal of Political Economy*, 82, pp. 999-1011.
- Brioschi, F., Buzzacchi, L. y M.G. Colombo. 1989. Risk capital financing and the separation of ownership and control in business groups. *Journal of Banking and Finance*, 13, pp. 747-772.
- Booth, J.R. 1992. Contract costs, bank loans and the cross-monitoring hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 25-41.

- Buzzacchi, L. y Colombo, M.G. 1996. Business groups and the determinants of corporate ownership. *Cambridge Journal of Economics*, 20, pp. 31-51.
- Cabrera, M.K. 1998. *Factores determinantes del éxito y el fracaso del proceso de sucesión en la empresa familiar*. Tesis Doctoral Universidad de las Palmas de Gran Canaria.
- Cabrera, M.K. y García, J.M. 1999. La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8, pp. 7-30.
- Cai, J., Cheung, Y.L. y Coyal, V.K. 1999. Bank monitoring and the maturity structure of Japanese corporate debt issues. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, pp. 229-250.
- Calder, G.H. 1961. The peculiar problems of a family business. *Business Horizons*, 4, pp.93-102.
- Carey, M., Prowse, S., Rhea, J., Udell, G. 1993. The economics of private placement market: a new look. *Financial Markets, Institutions an Instrument*, 2, pp. 1-66.
- Casado, F. 1996. Estrategia y resultados de la empresa familiar en España. De la PYME a la gran empresa familiar. *Economía Industrial*, 310, pp. 91-98.
- Castanias, R.P. y Helfat, C.E. 1991. Managerial resources and rents. *Journal of Management*, 17, pp. 155-171.
- Chaganti, R. y Damanpour, F. 1991. Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12, pp. 479-491.
- Channon, D.E. 1979. *The strategy and structure of British enterprise*. McMillan Press. Londres.
- Chatterjee, S. y Wernerfelt, B. 1991. The link between resources and type of diversification: theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12, pp. 33-48.
- Chemmanur, T. y Fulghieri, P. 1994. Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *The Review of Financial Studies*, 7, pp. 475-506.
- Chen, S.S. y Ho, K.W. 2000. Corporate diversification, ownership structure, and firm value. The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9, pp. 315-326.

- Chiesa, V. y Barbeschi, M. 1994. Technology strategy in competence-based competition, en Hamel, G. y Heene, A.: *Competence-Based Competition*, pp. 293-314. West Sussex: Wiley and Sons.
- Cho, M.H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, pp.103-121.
- Coff, R.W. 1999. When competitive advantage doesn't lead to performance: the resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*, 10, pp. 119-133.
- Coleman, S. y Carsky, M. 1999. Sources of capital for small family-owned business: evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12, pp. 73-85.
- Collin, S.O. 1998. Why are these island of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden. *Journal of Management Studies*, 35, pp. 719-746.
- Cuervo, A. 1979. Estudio sobre los objetivos de la empresa, en Cuervo, A.; Ortigueira, M. y Suárez, A.: *Lecturas de introducción a la economía de la empresa*. Pirámide. Madrid.
- Cuervo, A. 1990. Banca, industria y crisis bancarias. *Economía industrial*, marzo-abril, pp.65-74.
- Cuervo-Cazurra, A. 1997. *Estructura de propiedad y comportamiento de la empresa: objetivos alternativos de los accionistas en España*. Tesis Doctoral Universidad de Salamanca.
- Cuñat, V. 1999. Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 23, pp. 351-392.
- Daily, C.M. y Dolliger, M.J. 1993. Alternative methodologies for identifying family versus non-family businesses. *Journal of Small Business Management*, April, pp. 79-90.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., Patel, A. 1999. Bank monitoring and the pricing of corporate public debt. *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 435-449.
- David, P. 1998. The effects of institutional investors' activism on corporate governance and performance. *Academy of Management Meeting (BPS Division)*. San Diego.

- Davis, P. 1983. Realizing the potential of the family business. *Organizational Dynamics*, 12, pp. 47-56.
- Davis, P. y Harveston, P.D. 1999. In the founder's shadow: conflict in the family firm. *Family Business Review*, 12, pp. 311-323.
- DeAngelo, H. y DeAngelo, L. 1985. Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14, pp.33-69.
- Demsetz, H. 1983. The estructure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. 1985. The estructure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denekamp, J.G. 1995. Intangible assets, internationalization and foreign direct investment in manufacturing. *Journal of International Business Studies*, third quarter, pp. 493-504.
- Denis, J.D., Denis, D.K. y Sarin, A. 1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Dewenter, K.L. y Warther, V.A. 1998. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms. *Journal of Finance*, 53, pp. 879-904.
- Dreux, D.R. 1990. Financing family business: alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*, 3, pp. 225-243.
- Diamond, D. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- Diamond, D. 1991. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, pp. 688-721.
- Dierickx, I. y Cool, K. 1989. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35, pp. 1505-1511.
- Dietrich, M. 1997. Shareholders, stakeholders and the performance of large U.K. firms. *Global Economic Review*, 26, pp.113-130.
- Donckels, y Fröhlich, 1991. Are family business really different? European experiences from STRATOS. *Family Business Review*, 2, pp. 149-160.

- Donckels, R. y Lambrecht, J. 1999. The re-emergence of family-based enterprises in East Central Europe: what can be learned from family business research in the Western World? *Family Business Review*, 12, pp. 171-188.
- Donnelley, R.G. 1964. The family business. *Harvard Business Review*, 42, pp. 93-105.
- Dyas, G.P. 1972. *Strategy and structure of French industrial enterprise*. Tesis Doctoral Harvard Business School.
- Dyer, W.G. 1994. Potencial contributions of organizational behavior to the study of family-owned businesses. *Family Business Review*, 7, pp. 109-131.
- Dyer, W.G. y Handler, W. 1994. Entrepreneurship and family business: exploring the connections. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, pp. 71-83.
- Elorz, M. 1997. *El valor de las marcas y la gestión minorista de la categoría de producto*. Tesis doctoral Universidad Pública de Navarra.
- Fama, E. 1985. What is different about bank? *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-36.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law y Economics*, 26, pp. 301-325.
- Fariñas, J.C. y Jamandreu, J. 1995. La encuesta sobre estrategias empresariales: características y usos. *Documento de trabajo, Fundación Empresa Pública*, 9508.
- Fernández, Z. 1993a. La banca universal: un futuro en entredicho. *Papeles de Economía Española*, 58, pp.262-275.
- Fernández, Z. 1993b. La organización interna como ventaja competitiva para la empresa. *Papeles de Economía Española*, 56, pp. 178-193.
- Fernández, Z. y Suárez, I. 1996. La estrategia de la empresa desde una perspectiva basada en los recursos. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 5, pp. 73-92.
- Fernández, Z. 2000. Introducción a los grupos, en Barea, J., J.F. Juliá y J.L. Monzón (Dir.): *Grupos empresariales en la Economía Social en España*. Ciriéc-España. Valencia.
- Foss, K. 1996. Transaction cost and technological development: the case of the Danish fruit and vegetable industry. *Research Policy*, 25, pp. 531-547.

- Francis, J. y Smith, A. 1995. Agency cost and innovation: Some empirical evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 19, pp. 383-409.
- Friedman, M. y Friedman, S. 1994. *How to run a family business*. Better Way Books.
- Gale, D. y Hellwig, M. 1985. Incentive compatible debt contracts: the one-period problem. *Review of Economic Studies*, 51, pp. 647-663.
- Galende, J. y Suárez, I. 1999. A resource-based analysis of the factors determining a firm's R&D activities. *Research Policy*, 28, pp. 891-905.
- Gallo, M.A. y García-Pont, C. 1989. La empresa familiar en la economía española. *Papeles de Economía Española*, 39, pp. 67-85.
- Gallo, M.A. y Sveen, J. 1991. Internationalizing the family business: Facilitating and restraining factors. *Family Business Review*, 4, pp. 181-190.
- Gallo, M.A. y Vilaseca, A. 1996. Finance in family business. *Family Business Review*, 9, pp. 387-401.
- Galve, C. y Salas, V. 1992. Propiedad y resultados de la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, 17, pp. 207-238.
- Galve, C. y Salas, V. 1996. Ownership structure and firm performance: some empirical evidence from Spain. *Managerial and Decision Economics*, 17, pp. 575-586.
- García-Marco, T. y Ocaña, C. 1999. The effect of bank monitoring on the investment behaviour of Spanish firms. *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 1579-1603.
- Gedajlovic, E.R. y Shapiro, D.M. 1998. Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19, pp. 533-553.
- Gerlach, M.L. 1992. *Alliance capitalism: the social organization of Japanese business*. University of California Press. Berkeley y Los Angeles. CA.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M. y Lansberg, I. 1997. *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Harvard Business School Press. Boston, MA.
- Gertner, R.H., Scharfstein, D.S. y Stein, J.C. 1994. Internal versus external capital markets. *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 1211-1230.

- Gillan, S.L. y Starks, L.T. 2000. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 275-305.
- Gómez-Mejía, L.R., Tosi, H. Hinkin, T. 1987. Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Management Journal*, 30, pp. 51-70.
- Goold, M., Campbell, A. y Alexander, M. 1994. *Corporate-level strategy. Creating value in the multibusiness company*. John Wiley & Sons. New York.
- Gorton, G. y Schmid, F.A. 2000. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.
- Goto, A. 1982. Business groups in a market economy. *European Economic Review*, 19, pp. 53-70.
- Grant, R.M. 1991. The resource-based theory of competitive advantage: implications form strategy formulation. *California Management Review*, 33, pp. 114-135.
- Grant, R.M. 1992. *Contemporary strategy analysis: concepts, techniques, application*. Bassil Balckwell. Cambridge. Massachussets.
- Graves, S.B. 1988. Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry. *Academy of Management Journal*, 31, pp. 417-428.
- Greene, W.H. 1993. *Econometric analysis*. Prentice Hall International Editions. New Jersey.
- Grinblatt, M. y Titman, S. 1998. *Financial markets and corporate strategy*. Irwin/McGraw Hill. Boston.
- Grossman, S. y Hart, O. 1982. Corporate financial structure and managerial incentives, in McCall, J. (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago.
- Grossman, S. y Hart, O. 1986. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94, pp. 691-719.
- Grubaugh, S.G. 1987. Determinants of direct foreign investment. *Review of Economics and Statistics*, 1, pp.149-154.
- Gudmundson, D., Hartman, E.A. y Tower, C.B. 1999. Strategic orientation: differences between family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 12, pp. 27-39.

- Guillén, M.F. 2000. Business groups in emerging economies: a resource-based view. *Academy of Management Journal*, 43, pp. 362-380.
- Habbershon, T.G. y Williams, M.L. 1999. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12, pp. 1-25.
- Hadlock, C. y James, C. 1997. Bank lending and the menu of financing options. *Working Paper, University of Florida*.
- Hall, R. 1992. The strategic analysis of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 13, pp.135-144.
- Hall, R. 1993. A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 14, pp. 607-618.
- Hanka, G. 1998. Debt and the terms of employment. *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 245-282.
- Hansen, G.S. y Wernerfelt, B. 1989. Determinants of firm performance: the relative importance of economics and organizational factors. *Strategic Management Journal*, 10, pp. 399-411.
- Hansen, G.S. y Hill, C.W. 1991. Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries. *Strategic Management Journal*, 12, pp. 1-16.
- Handler, W.C. 1989. Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2, pp. 257-276.
- Handler, W.C. 1994. Succession in family businesses: A review of the research. *Family Business Review*, 7, pp. 133-157.
- Hao, K.Y. y Jaffee, A.B. 1993. Effect of Liquidity on Firms' RyD Spending. *Economics of Innovation and New Technology*, 2, pp. 292-306.
- Harris, D., Martinez, J.I. y Ward, J.L. 1994. Is strategy different for the family-owned business? *Family Business Review*, 7, pp. 159-174.
- Hart, O. 1995. *Firms, contracts and financial structure*. Clarendon Lectures, Oxford University Press. Oxford.
- Haynes, G.W., Walker, R., Rowe, B.R. y Hong, G.S. 1999. The intermingling of business and family finances in family-owned business. *Family Business Review*, 12, pp. 225-239.

- Heck, R.K. y Trent, E.S. 1999. The prevalence of family business from a household sample. *Family Business Review*, 12, pp. 209-224.
- Hernández de Cos, P. y Hernando, I. 1998. El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas. *Documento de Trabajo del Banco de España*, 9810.
- Hill, C.W. y Snell, S.A. 1988. External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal*, 9, pp. 577-590.
- Hill, C.W. y Snell, S.A. 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32, pp. 25-46.
- Himmelberg, C.P. y Petersen, B.C. 1994. R&D and internal finance: a panel study of small firms in high-tech industries. *Review of Economics and Statistics*, 76, pp.38-51.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. y Palia, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Working Paper NBER*, 7209.
- Hodgson, G.M. 1995. *Economía y evolución. Revitalizando la economía*. Colegio de Economistas de Madrid. Madrid.
- Hollander, B.S. y Elman, N.S. 1988. Family-owned business: an emerging field of inquiry. *Family Business Review*, 1, pp. 145-164.
- Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 74-91.
- Hoshi, T., Kashyaps, A. y Scharfstein, D. 1990. The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.
- Hoshi, T., Kashyaps, A. y Scharfstein, D. 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 33-60.
- Hoshi, T., Kashyap, A. y Scharfstein, D. 1993. The choice between public and private debt: an analysis of post-deregulation corporate financing in Japan. *Working Paper NBER*, 4421.
- Hoshi, T. 1994. The economic role of corporate grouping and the main bank system, en Aoki, M. y R. Dore (Eds.), *The Japanese Firm*. Oxford University Press, pp. 285-309.



- Hoskisson, R.E. y Hitt, M.A. 1988. Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms. *Strategic Management Journal*, 9, pp. 605-621.
- Houston, J. y James, C. 1996. Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *Journal of Finance*, 51, pp. 1863-1890.
- Hoy, F. y Verser, T. 1994. Emerging business, emerging field: entrepreneurship and the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19, pp. 9-23.
- Hundley, G. y Jacobson, C.K. 1998. The effects of the keiretsu on the export performance of Japanese companies: help or hindrance? *Strategic Management Journal*, 19, pp. 927-937.
- Itami, H. 1987. *Mobilizing invisible assets*. Harvard University Press. Cambridge. Massachussets.
- Illueca, M. y Pastor, J.M. 1996. Análisis económico financiero de las empresas españolas por tamaños. *Economía Industrial*, 310, pp. 41-54.
- James, H.S. 1999. What can the family contribute to business? Examining contractual relationship. *Family Business Review*, 12, pp.61-71.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Johnson, R.A., Hoskisson, R.E. y Hitt, M.A. 1993. Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic Management Journal*, 14, pp. 33-50.
- Johnston, S. y McAlevey, L. 1998. Stable shareholdings and Japan's bubble economy: an historical overview. *Strategic Management Journal*, 19, pp. 1101-1107.
- Kamoche, K. 1996. Strategic human resource management within a resource-capability view of the firm. *Journal of Management Studies*, 33, pp.213-233.
- Kang, D.L. 1996. *The impact of ownership type on organizational performance*. Tesis Doctoral Universidad de Harvard.
- Kang, J.K. y Shivdasani, A. 1999. Alternative mechanisms for corporate governance in Japan: an analysis of independent and bank-affiliated firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, pp.1-22.

- Kepner, E. 1983. The family and the firm: a coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics, Summer*, pp. 57-70.
- Kets de Vries, M.F.R. 1993. The dynamics of family controlled firms. *Organizational Dynamics, 21*, pp. 59-71.
- Kets de Vries, M.F.R. 1996. *Family business. Human Dilemmas in the family firm*. International Thomson Business Press. London.
- Khanna, T. 1999. Business groups and social welfare in emerging markets: existing evidence and unanswered questions. *Paper European Economic Association Meeting*. Santiago de Compostela.
- Khanna, T. y Rivkin, J.W. 2001. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal, 22*, pp. 45-74.
- Klein, B., Crawford, R. y Alchian, A.A. 1982. Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics, 21*, pp. 297-326.
- Kim, W.S. y Sorenson, E.H. 1986. Evidence on the impact of agency cost of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21*, pp. 131-144.
- Kochlar, R. y David, P. 1996. Institutional investors and firm innovation: a test of competing hypotheses. *Strategic Management Journal, 17*, pp. 73-84.
- Krishnaswami, S., Spindt, P.A. y Subramaniam, V. 1999. Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics, 51*, pp. 407-434.
- Kumar, N. y Saqib, M. 1996. Firm size, oportunities for adaptation and in-house R&D activity in developing countries: the case of Indian manufacturing. *Research Policy, 25*, pp. 713-722.
- Lansberg, I.S. 1983. Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap. *Organizational Dynamics, 12*, pp. 39-46.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance, 52*, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance, 54*, pp. 471-517.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. 1999(a). Investor protection and corporate valuation. *Working Paper NBER*, 7403.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. 1999(b). Investor protection: origin, consequences, reform. *Working Paper NBER*, 7428.
- Leff, N.H. 1978. Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economics groups. *Economic Development and Cultural Change*, 26, pp. 661-675.
- Lippman, S. y Rumelt, R. 1982. Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences under competition. *Bell Journal of Economics*, 13, pp.418-439.
- Litz, R.A. 1995. The family business: toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8, pp. 71-81.
- Macho, I. y Pérez, D. 1994. *Introducción a la economía de la información*. Ariel Economía. Barcelona.
- Maroto, J.A. 1996. Estructura financiera y crecimiento de las PYMES. *Economía Industrial*, 310, pp. 29-40.
- Mas-Colell, A.; Whinston, M.D. y Green, J.R. 1995. *Microeconomic Theory*. Oxford University Press. New York.
- Mayer, C. 1990. Financial systems, corporate finance, and economic development, en Hubbard, R.G. (Ed.): *Asymmetric information, corporate finance, and Investment*. NBER, University of Chicago Press, Chicago, pp. 307-332.
- McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G.V. y Mishra, C.S. 1998. Founding family controlled firms: efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7, pp. 1-19.
- McConaughy, D.L. 1999. Is the cost of capital different for family firms? *Family Business Review*, 12, pp. 353-359.
- McConaughy, D.L. y Phillips, G.M. 1999. Founders versus descendants: the profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms. *Family Business Review*, 2, pp. 123-131.
- McConnell, J.J. y Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- Merino de Lucas, F. y Salas, V. 1995. Empresa extranjera y manufacturera española: efectos directos e indirectos. *Revista de Economía Aplicada*, 9, pp. 105-131.

- Milgrom, P. y Roberts, J. 1993. *Economía, organización y gestión de la empresa*. Ariel Economía. Barcelona.
- Mishkin, F.S. 1996. Asymmetric information and financial crises: a historical perspective, en Hubbard, R.G. (Ed.): *Financial markets and financial crises*. University of Chicago Press, Chicago.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R.W. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 292-315.
- Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- Myers, S.C. y Majluf, N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 187-221.
- Narayanan, M.P. 1985. Managerial incentives for short-term results. *Journal of Finance*, 5, pp. 1469-1484.
- Ocaña, C.; Salas V. y Vallés, J. 1994. Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989. *Moneda y Crédito*, 199, pp. 57-96.
- Okorafo, S.C. 1999. Internationalization of family businesses: evidence from Northwest Ohio, USA. *Family Business Review*, 12, pp. 147-158.
- Pakes, A. 1985. On patents, R&D, and the stock market rate of return. *Journal of Political Economy*, 93, pp. 390-409.
- Penrose, E.T. 1959. *The theory of the growth of the firm*. Wiley. New York.
- Peteraf, M. 1993. The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14, pp. 179-191.
- Pollak, R. 1985. A transaction cost approach to families and households. *Journal of Economic Literature*, 23, pp. 581-608.
- Porter, M. E. 1980. *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. The Free Press. New York.
- Porter, M. E. 1992a. Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, Sept-Oct, pp. 65-82.

- Porter, M. E. 1992b. Interrelationships among business units, en Campbell, A. y Sommers Lunch, K. (eds). *Strategic Synergy*. Butterworth Heinemann. Versión original en Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*. Free Press. New York.
- Post, J.E. 1993. The greening of the Boston Park Plaza Hotel. *Family Business Review*, 6, pp. 131-148.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholders oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 237-265.
- Prahalad, C.K. y Hamel, G. 1990. The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, 90, pp. 79-91.
- Prowse, S.D. 1990. Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 43-66.
- Rajan, R. G. 1992. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, 47, pp. 1367-1400.
- Rajan, R.G. y Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure. *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.
- Ricketts, M. 1994. *The economics of business enterprise*. Ed. Harvester Wheatsheaf. Manchester.
- Royalty, A.B. 1996. The effects of job turnover on the training of men and women. *Industrial and Labor Relations Review*, 49, pp. 506-521.
- Saá-Requejo, J. 1996. Financing decisions: lessons from the Spanish experience. *Financial Management*, 25, pp.44-56.
- Schoemaker, P.J.H. 1990. Strategy, complexity and economic rent. *Management Science*, 36, pp. 1178-1192.
- 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, pp. 1-35.
- Sharpe, S. 1990. Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships. *Journal of Finance*, 45, pp. 1069-1087.

- Williamson, O.E. 1985. *The economics institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. New York: Free Press.
- Williamson, O.E. 1996. *The mechanisms of governance*. Oxford University Press.
- Winter, S.G. 1987. Knowledge and competence as strategic assets, en Teece, D.J. (Ed): *The competitive challenge*, Harper and Row, Nueva York, pp. 159-183.
- Wright, P., Ferris, S.P., Sarin, A. y Awasthi, V. 1996. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy Management Journal*, 39, pp. 441-463.
- Wright, P.M., McMahan, G.C. y McWilliams, A. 1994. Human resources and sustained competitive advantage: a resource-based perspective. *International Journal of Human Resources Management*, 5, pp. 301-326.
- Wortman, M. 1994. Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7, pp. 3-27.
- Yosha, O. 1995. Information disclosure costs, and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4, pp. 3-20.
- Zeckhauser, R.J. y Pound, J. 1990. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance, en Hubbard, R.G. (Ed.): *Asymmetric information, corporate finance, and Investment*. NBER, University of Chicago Press, Chicago, pp. 149-180.
- Zoido, M.E. 1998. Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 427-67.

- Teece, D.J., Rumelt, R.; Dosi, G. Winter, S. 1994. Understanding corporate coherence. Theory and evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 23, pp. 1-30.
- Thadden, D.W. 1995. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 62, pp. 557-575.
- Thanheiser, H. 1972. *Strategy and structure of German enterprise*. Tesis Doctoral Harvard Business School.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21, pp. 689-705.
- Tirole, J. 2001. Corporate Governance. *Econometrica*, 69, pp. 1-35.
- Tobin, J. 1958. Estimation of relationship for limited dependent variables. *Econometrica*, 26, pp. 24-36.
- Torrero, A. 1990. Relaciones banca-industria: planteamiento general y situación comparada, en Velarde, J., García Delgado, J.L. y Pedreño, A. (Eds.): *La Industria Española. Recuperación, estructura y mercado de trabajo*. Colección Economistas Libros.
- Veugelers, R. 1997. Internal R&D expenditures and external technology sourcing. *Research Policy*, 26, pp. 303-315.
- 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. 1988. The special role of strategic planning for family business. *Family Business Review*, 1, pp.105-117.
- Ward, J.L. 1998. Growing the family business: special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10, pp. 323-337.
- Welsch, J.M. 1991. Family enterprises in the United Kingdom, the Federal Republic of Germany, and Spain: a transnational comparison. *Family Business Review*, 4, pp. 191-203.
- Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 16, pp. 171-180.
- Williamson, O.E. 1975. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. Free Press. New York.

- Williamson, O.E. 1985. *The economics institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. New York: Free Press.
- Williamson, O.E. 1996. *The mechanisms of governance*. Oxford University Press.
- Winter, S.G. 1987. Knowledge and competence as strategic assets, en Teece, D.J. (Ed): *The competitive challenge*, Harper and Row, Nueva York, pp. 159-183.
- Wright, P., Ferris, S.P., Sarin, A. y Awasthi, V. 1996. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy Management Journal*, 39, pp. 441-463.
- Wright, P.M., McMahan, G.C. y McWilliams, A. 1994. Human resources and sustained competitive advantage: a resource-based perspective. *International Journal of Human Resources Management*, 5, pp. 301-326.
- Wortman, M. 1994. Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7, pp. 3-27.
- Yosha, O. 1995. Information disclosure costs, and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4, pp. 3-20.
- Zeckhauser, R.J. y Pound, J. 1990. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance, en Hubbard, R.G. (Ed.): *Asymmetric information, corporate finance, and Investment*. NBER, University of Chicago Press, Chicago, pp. 149-180.
- Zoido, M.E. 1998. Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 427-67.