

El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica

The behaviour of family firms in relation to the Alternative Stock Market (MAB): empirical evidence

Antonio Duréndez Gómez-Guillamón^{a*}, Domingo García-Pérez-de-Lema^a and Teresa Mariño Garrido^b

^aFacultad de Ciencias de la Empresa, Universidad Politécnica de Cartagena, Cartagena, Spain;

^bUniversidad de Vigo, Novacaixagalicia Business School, Vigo, Spain

(Received 10 July 2014; accepted 22 December 2014)

Dentro de las posibilidades de financiación que encuentran las empresas familiares está la decisión de cotizar en un mercado bursátil. No obstante, el mercado de capitales ha quedado tradicionalmente restringido a las grandes empresas familiares por los altos costes de acceso y los requerimientos de información. En este sentido, la aparición de un mercado alternativo de valores de renta variable es muy reciente en España, ya que en 2008 se pone en marcha el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). El objetivo de este trabajo es conocer el interés que tienen las empresas familiares por cotizar en el MAB y comprobar cuáles son los principales obstáculos y las ventajas que conlleva el hecho de salir al MAB. Para ello, se ha llevado a cabo un análisis de corte transversal mediante una encuesta, realizada entre junio y septiembre de 2010, y dirigida a una muestra representativa de 830 empresas, 477 familiares y 353 no familiares. La base de datos elaborada incluye tanto información cualitativa de la encuesta como cuantitativa procedente de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos. Los resultados ponen de manifiesto que la salida al MAB supone una oportunidad para que las pymes puedan superar restricciones crediticias, ya que el acceso a un mercado de capitales diseñado para empresas de reducido tamaño les permitiría conseguir una valoración objetiva de la empresa y la liquidez inmediata para sus acciones. Los resultados también confirman que bajo determinadas circunstancias las empresas familiares son más reacias que las no familiares a salir a cotizar al MAB, por su mayor conservadurismo y resistencia al cambio.

Palabras clave: MAB; empresa familiar; mercado bursátil; financiación

JEL clasificación: G10; L26; M13

The decision to go public on a stock exchange is one of the funding opportunities that family businesses have. However, the capital market has traditionally been restricted to large family businesses by the high costs of access and information requirements. In this sense, the emergence of an alternative stock market is very recent in Spain, since 2008 the Alternative Stock Market (MAB) was launched. This paper studies the knowledge family firms have in relation to the MAB, in order to identify what are the main advantages and disadvantages that arise in the case that family firms decide to trade. With this aim, we have conducted a cross-sectional analysis using a survey on a representative sample of 830 companies, 477 family firms and 353 non-family firms. The database includes qualitative information drawn from the survey and quantitative

*Corresponding author. Email: antonio.durendez@upct.es

information from the Sistema de Análisis de Balances Ibéricos database. The results show that the decision to go public into the MAB is an opportunity to overcome credit constraints, since it is a manner to access to a capital market designed for small-sized companies that would allow family firms to get an objective assessment of the company and immediate liquidity for their shares. The results also confirm that under certain circumstances family firms are more reluctant than non-family firms to go public into the MAB, due to their conservatism and resistance to change.

Keywords: financing sources; going public; alternative stock market; family firms

JEL classification: G10; L26; M13

1. Introducción

Estudios previos han demostrado que las empresas familiares son muy diferentes a las no familiares, puesto que su carácter familiar y la relación familia-empresa les imprime unos rasgos y una cultura propia que le suponen cualidades diferenciadoras. La existencia de 'activos intangibles' como son el grado de dedicación y compromiso de la familia hacia la empresa, los conocimientos tácitos y particulares de hacer negocios, así como la existencia de una cultura inimitable son fuente de ventajas competitivas (Hoy & Verser, 1994; Peteraf, 1993). Habbershon, Williams y MacMillan (2003) señalan que la interacción de diferentes subsistemas como son la unidad familiar, la empresa y los miembros de la familia dan lugar a un efecto sinergia que favorece los resultados de la empresa familiar. Así, se ha puesto de manifiesto que se diferencian de las empresas no familiares en numerosas características como el estilo de gestión y su toma de decisiones, el tamaño, las posibilidades de pervivencia, la rentabilidad, hasta su forma de financiarse.

Uno de los rasgos diferenciales de las empresas familiares es su estructura financiera y, por tanto, sus fuentes de financiación (Collis & Jarvis, 2002; McMahon & Davies, 1994; Randøy & Goel, 2003; Romano, Tanewski, & Smyrnios, 2001; Trostel & Nichols, 1982). Así, los estudios previos sobre financiación y características financieras de las empresas familiares han puesto de manifiesto que las empresas familiares tienen una jerarquía propia respecto de sus preferencias de financiación (Barton & Matthews, 1989; Hamilton & Fox, 1998; Mishra & McConaughy, 1999). De hecho, se han encontrado evidencias de que las empresas familiares son, en general, más adversas al riesgo cuando toman decisiones de financiación ajena. De manera que suelen tener políticas de dividendos más restrictivas que fomentan la retención de beneficios a favor de una mayor autonomía financiera (Romano et al., 2001).

Dentro de las posibilidades de financiación que encuentran las empresas familiares está la decisión de cotizar en un mercado bursátil. Opción que tradicionalmente permite obtener una fuente de financiación alternativa a la bancaria para nuevos proyectos de crecimiento, para la diversificación de riesgos, aumentar la visibilidad, el prestigio y reputación de la empresa, profesionalizar la gestión, obtener una evaluación objetiva de la empresa, así como para proveer de liquidez a las acciones (Gill & Pope, 2004; Pagano & Röell, 1998; Wieland, 2001). Aunque la decisión de cotizar en bolsa tampoco está exenta de costes, tales como la pérdida de control de los accionistas, altos requerimientos de información, la falta de recursos y la resistencia al cambio (Becchetti & Trovato, 2002; Berggren, Olofsson, & Silver, 2000). Además, en el caso de las empresas familiares, la decisión de salir a bolsa tiene connotaciones particulares, ya que es una decisión que supone dar acceso al capital a inversores ajenos a la familia empresaria, ceder control y aumentar la transparencia, al tiempo que puede ser una decisión estratégica para superar el problema de la sucesión generacional y ayudar a la supervivencia de la empresa (Jaskiewicz, Gonzalez, Menendez, & Schiereck, 2005; Mazzola & Marchisio, 2003).

No obstante, el mercado de capitales ha quedado tradicionalmente restringido a las grandes empresas familiares por los altos costes de acceso y los requerimientos de información. Para superar estas limitaciones nacieron los conocidos como ‘segundos mercados’ que daban cabida a empresas que por su dimensión no tenían la capacidad de entrar a cotizar en el mercado bursátil tradicional, siendo el germen de los denominados ahora ‘mercados alternativos’. En este sentido, la aparición de un mercado alternativo de valores de renta variable es muy reciente en España. Concretamente, en 2008 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) autorizó a Bolsas y Mercados Españoles (BME) a poner en funcionamiento el tercer segmento de negociación de un Mercado Alternativo (MAB) para empresas en expansión.

El objetivo de este trabajo de investigación es conocer el interés que tienen las empresas familiares por salir a cotizar al MAB a la hora de planificar sus estrategias de financiación, así como comprobar cuáles son los principales obstáculos y las ventajas de salir al MAB, estableciendo un análisis comparativo entre las empresas familiares y las no familiares y discriminando entre aquellas que sí muestran intención por salir al MAB frente a las que no lo consideran. Con esta finalidad se plantean las siguientes preguntas de investigación: ¿Están interesadas las empresas familiares en salir al MAB? ¿Cuáles son las principales ventajas e inconvenientes que encuentran las empresas familiares en salir a cotizar al MAB? ¿Existen diferencias significativas de comportamiento ante la salida al MAB entre las empresas familiares y no familiares? Para ello se lleva a cabo un estudio empírico sobre una muestra de 830 empresas españolas, de las que 477 son familiares y 353 son no familiares.

Este trabajo contribuye a cubrir la ausencia de estudios sobre cómo se enfrentan las empresas familiares a la decisión de cotizar en mercados organizados para empresas en expansión como el MAB en España, el AIM (Alternative Investment Market) del Reino Unido, o Alternext perteneciente a Nyse-Euronext, de Francia. Adicionalmente, en la literatura previa son escasos los estudios sobre las características de las empresas familiares cotizadas (Braun, Francis, & Kohers, 2003; Ebihara, Kubota, Takehara, & Yokota, 2014; Farinós, García & Martínez, 2013; Jaskiewicz et al., 2005; Miralles, Miralles & Lisboa, 2012; Sacristán, 2001), siempre referidas a empresas familiares de muy gran tamaño y completamente consolidadas en sus sectores de actividad. Por ello, es muy necesario que se desarrollen trabajos que analicen las posibilidades de acceso a mercados bursátiles como el MAB, destinados a favorecer la cotización en mercados organizados de las acciones de pequeñas y medianas empresas, que posibilitan una nueva opción para favorecer su competitividad. En el caso español cobra especial importancia dado que el MAB no ha conseguido una amplia aceptación en el tejido empresarial (FUNCAS, 2007). En este sentido, y en un contexto de crisis financiera, la propia Unión Europea, a través del Banco Central Europeo (2012, 2013), ha reconocido la fuerte restricción financiera que sufren las empresas españolas por parte del sistema bancario, propiciando que el Gobierno Español (Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, 2012) se comprometiera al fortalecimiento y promoción de fuentes de financiación alternativas a la bancaria, como puede ser el MAB. Por tanto, los resultados de este trabajo tienen implicaciones importantes, tanto para la Administración como para las empresas y consultores especializados, de cara a planificar de forma más adecuada la salida al MAB de las pequeñas y medianas empresas, incluyendo a las empresas familiares.

Los resultados obtenidos confirman que las empresas familiares se enfrentan de manera diferente ante la decisión de cotizar en bolsa. Así, se obtiene evidencia de que la salida al MAB supone una oportunidad para que las pymes puedan superar restricciones crediticias, ya que el acceso a un mercado de capitales diseñado para empresas de reducido

tamaño les permitiría conseguir una valoración objetiva de la empresa y la liquidez inmediata para sus acciones. De igual forma, los resultados también confirman que, en presencia de incentivos a la salida, las empresas familiares son más reacias que las no familiares a salir a cotizar al MAB, por su mayor conservadurismo y resistencia al cambio. Por su parte, son la pérdida de control y de confidencialidad las barreras que más efecto limitador poseen sobre las pymes que se plantean la salida.

De acuerdo con el objetivo establecido, el trabajo se ha organizado de la siguiente manera: en primer lugar, se explica de forma resumida el funcionamiento del MAB en España. En segundo lugar, se presenta el marco teórico y la revisión de la literatura previa. En tercer lugar, se describe la metodología de investigación, el diseño muestral, las variables y los modelos para el análisis multivariante. En cuarto lugar, se proporciona el análisis de los resultados. Finalmente, se presentan las principales conclusiones de la investigación.

2. El Mercado Alternativo Bursátil

El Mercado Alternativo Bursátil nace en España a través de Bolsas y Mercados Españoles (BME) en marzo de 2008. Este mercado ofrece a las compañías de menor capitalización la posibilidad de cotizar en un mercado bursátil y, de este modo, obtener la financiación necesaria para su crecimiento sin necesidad de acudir a recursos ajenos. Según sus fundadores el MAB es ‘un mercado de valores dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características’ (Bolsas y Mercados, 2008).

Los requisitos reglamentarios para acceder al MAB son de dos tipos: societarios y de carácter jurídico-bursátil. Los primeros comprenden la forma jurídica de sociedad anónima en el tipo societario abierto y la no restricción a la libre transmisibilidad de las acciones, como aspecto consustancial a la propia dinámica de cualquier Mercado de Valores. Mientras que los requisitos de carácter jurídico-bursátil hacen referencia al cumplimiento de los requisitos mínimos como: tener un *free-float* que supere los dos millones de euros, ser titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5% del capital social, contar con un asesor registrado, un proveedor de liquidez y presentar cuentas auditadas con normas internacionales de contabilidad, que requieren altas dosis de transparencia. Por sus características se trata de un mercado claramente diferenciado del mercado bursátil (Olivares, 2008).

El origen del MAB es fruto de experiencias anteriores conocidas como los ‘segundos mercados’ que se creaban para dar cabida a empresas que por su dimensión no tenían la capacidad de entrar a cotizar en el mercado bursátil tradicional por los altos costes de acceso y los requerimientos de información. Concretamente, en el caso español a través del Real Decreto 710/1986 y la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986 se crea un Segundo Mercado de Valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija, que permitía que las pequeñas y medianas empresas pudieran acceder a la financiación a través del mercado de capitales. Sin embargo, nunca llegaron a tener éxito por problemas que se asocian a las exigentes condiciones de acceso y de cotización, a la falta de *market makers* que implicaba una muy poca liquidez del mercado y que ha evitado que las pymes realmente tomaran la decisión de salir a cotizar.

En otros países también se produjeron iniciativas similares, así la primera experiencia se atribuye al mercado estadounidense, concretamente al NASDAQ creado el 8 de febrero

de 1971 y considerado inicialmente como un mercado paralelo de aclimatación, que dio paso al actualmente conocido como NASDAQ OMX. A raíz del fracaso de los segundos mercados bursátiles, como señala Blanco (2008), han nacido los conocidos como *nuevos mercados*, *terceros mercados*, *mercados para pymes* o también conocidos como *mercados alternativos*, pensados para pequeñas empresas con gran potencial de crecimiento, innovadoras y de sectores relacionados con la ciencia y la tecnología, siguiendo patrones de organización y procedimientos similares a los del mercado norteamericano NASDAQ. Existen en la actualidad numerosos índices bursátiles de pequeñas y medianas empresas, así como mercados alternativos bursátiles como el MAB en todos los continentes. En Europa los de más transcendencia y reconocimiento son: el AIM (*Alternative Investment Market*) de la Bolsa de Londres que es el pionero y más importante, constituido en 1995, en el que cotizan más de 1.000 empresas, y Alternext, perteneciente a Nyse-Euronext, creado en 2005, en el que cotizan aproximadamente 180 compañías. Por su parte, a diciembre de 2013 tan sólo cotizaban en el MAB 21 empresas.

Los mercados bursátiles alternativos como el MAB se han caracterizado por el abaratamiento de los costes y condiciones de acceso, por buscar figuras de apoyo que asesoren a la empresa en el proceso de salida a bolsa y por buscar instituciones capaces de garantizar una liquidez y negociación mínima de los valores cotizados. Los inversores para este tipo de mercados son, por tanto, inversores cualificados que compensan las carencias de información con sus propias capacidades. No obstante, por definición los mercados alternativos no debieran quedar sólo en manos de inversores cualificados, si no que para garantizar su éxito y beneficiar a la mayoría de inversores, deben servir también para inversores no institucionales. Como señalan Pérez y Palacín (2009) la existencia de mercados como el MAB beneficia a la economía en general y a los inversores en particular, puesto que les permite una mayor diversificación de su cartera accediendo al segmento de pymes en condiciones de rentabilidad, liquidez y seguridad adecuadas.

Las pequeñas y medianas empresas familiares se enfrentan en ocasiones a restricciones financieras muy importantes, que en casos extremos afectan a sus posibilidades de supervivencia. Por ello, la salida a bolsa y la cotización en mercados de capitales organizados son una posibilidad determinante que las empresas familiares deben al menos conocer y plantearse en sus decisiones estratégicas a largo plazo. Estudios previos como Patier y Lorente (2012), Palacín y Jara, (2012), AECA (2011), Castilla, Duréndez, García, Sánchez y De Torres (2009), Soler y Carro (2009) y Cano, García y Guardado (2008) han puesto de manifiesto las numerosas ventajas que aporta el MAB a las pequeñas y medianas empresas en términos de obtención de recursos financieros, liquidez, reconocimiento, crecimiento, valoración y diversificación de riesgos.

3. Revisión de la literatura

3.1. Factores favorecedores de la salida a bolsa

De acuerdo con la literatura previa, hemos resumido las principales razones de la salida a bolsa en función de la naturaleza de los motivos. En concreto, hemos identificado: (1) Razones financieras, debido a que la salida a bolsa es una manera de tener acceso a una fuente de financiación, que sostendrá el crecimiento de la empresa o de un proyecto de inversión y permitirá reequilibrar la estructura financiera; (2) La reputación y la imagen, la salida a bolsa permite aumentar la visibilidad, prestigio y reputación de los agentes externos relacionados con la empresa, obligando a un régimen de transparencia más alto en sus operaciones y en sus estados financieros, que permitan una vigilancia y control de

los inversores; (3) Supervivencia, la institucionalización de la empresa mediante la profesionalización de la gestión, con el fin de evitar problemas en los procesos de la sucesión de la pyme familiar, facilitando la salida de los pequeños accionistas después de la transición generacional sin tener que recurrir a fusiones o adquisiciones que requieren comprar o vender las participaciones; (4) La valoración, la liquidez y la negociación de acciones, la obtención de un valor objetivo de la empresa, con un precio de mercado diario de las acciones; (5) La diversificación de riesgo, mediante la financiación con recursos propios, sin recurrir al aumento de la deuda, la mejora de la ratio de la deuda y la entrada de nuevos socios.

3.1.1. Financiación

De acuerdo con el ciclo de vida de la empresa, las empresas en crecimiento acceden a la financiación externa en la parte de fondos propios (capital riesgo), así como en el lado del pasivo mediante deuda con bancos, instituciones financieras, etc. Además, si las empresas continúan con vida y siguen creciendo, pueden tener acceso a capital público *Stock Exchange* y a los mercados de deuda (Berger & Udell, 1998). De esta manera la posibilidad de acceder a la Bolsa de Valores está vinculada, tradicionalmente, con el tamaño de la empresa. Así, una vez que la empresa supera los problemas asociados con las asimetrías de la información y obtiene una capitalización suficiente puede diversificar su actividad empresarial y presentar un riesgo más bajo (Rajan & Zingales, 1995).

En este sentido, algunas de las ventajas que tienen las pymes al acceder a la Bolsa de Valores se basan en el hecho de que este capital facilita la obtención de crecimiento y diversificación de nuevos proyectos empresariales. Gill y Pope (2004) analizaron las razones de que las pymes salieran a bolsa en el mercado de valores del Reino Unido, siendo la necesidad de recursos financieros externos la razón subyacente de la OPV (primera venta de acciones de una empresa privada al público). En el caso alemán, Fischer (2000) estudió una muestra de empresas que cotizan en el *Neuer Markt*, identificando los factores que provocaron la salida a bolsa de las empresas, siendo el crecimiento de las ventas una de las razones más relevantes. En este sentido, Lee y Lee (2008) señalaron que las OPV son la decisión más importante para los emprendedores que quieren obtener recursos y legitimidad.

3.1.2. Reputación y estatus

Sacristán (2001) y Claver y Gómez (1987) observaron que tanto la reputación de la compañía como su nombre son valores intrínsecos en el precio de la acción. Cuando la empresa tiene un valor de cotización para sus acciones la sociedad gana una imagen de marca, nuevo capital para financiarse y un mayor acceso a la financiación ajena. Así, Beatty y Ritter (1986) encontraron que una vez que la empresa ha mejorado su valor corporativo será más fácil el acceso a los mercados de capitales.

Sirgy (2002) analizó cómo el éxito del negocio, en términos de supervivencia a largo plazo y de crecimiento, depende de la calidad de la relación entre todos los agentes económicos, tanto internos como externos a la empresa, así como del fondo de comercio de la sociedad. En su investigación, halló, sobre una muestra de empresas que cotizan en el AIM (Reino Unido), que ofrecen información voluntaria para atraer inversores y que mantienen una buena reputación. Las compañías que cotizan en el AIM consiguen crecer y mejorar su valoración, manteniendo satisfechos a los inversores y, en esencia, conservando su reputación corporativa (Fombrun & Shanley, 1990; Godfrey, 2005; Houston, 2003;

Suchman, 1995; Wieland, 2001). En este sentido, Nouzille (1985) y Berger y Gaudry (1987) comprobaron que se aumenta la publicidad y la promoción de la empresa de forma gratuita, tanto a nivel nacional como internacional, y que ello tiene un efecto positivo sobre el valor de cotización de las acciones

3.1.3. Supervivencia y sucesión

En la literatura existe un amplio consenso en relación con el pequeño porcentaje de empresas familiares que llegan a la tercera generación. En este contexto, la salida a bolsa de una empresa familiar sería una posible solución para el proceso de sucesión familiar, al incrementar la diversificación de los accionistas y financiar el crecimiento futuro de la empresa (Mazzola & Marchisio, 2003). Según Bessler y Bittelmeyer (2008), la financiación de capital mediante la oferta pública de acciones es esencial para garantizar el éxito a largo plazo de las empresas. Por lo tanto, la decisión de salir a bolsa y la cotización en el mercado de valores es también una estrategia de supervivencia para el largo plazo de la empresa familiar.

3.1.4. Negociación y valoración

Las OPV proporcionan liquidez a las acciones de la compañía. Aunque la liquidez no sólo depende de la decisión de salir a cotizar en la Bolsa de Valores, sino también del volumen de operaciones. En general, la probabilidad de salir a cotizar aumenta de acuerdo con el tamaño de la empresa y este hecho también tiene un efecto sobre la liquidez de las acciones (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Este efecto liquidez se asume tradicionalmente como una de las principales razones para salir al mercado bursátil (Brau et al., 2003).

Zingales (1995) y Field (1998) investigaron sobre cómo el hecho de estar la compañía inmersa en un proceso de *due diligence*, con el propósito de vender la empresa, podría alentar a las pymes a salir a bolsa. Esto implica que las OPV también se entienden como una estrategia para obtener un valor objetivo, fiable y comparable de la empresa.

3.1.5. Diversificación de riesgos

Para aquellas empresas que han tenido períodos de intensa inversión y crecimiento, la salida a bolsa tiene la ventaja de permitir un reajuste de los pasivos, la reducción de la deuda y la obtención de capital según los resultados de Pagano et al. (1998) y Rydqvist y Högholm (1995), ya que supone obtener las ventajas de la diversificación de la propiedad del capital (Benninga, Helmantel, & Sarig, 2005).

Otro motivo para cotizar es la posibilidad de ampliar el capital con nuevos inversores. Las OPV originan, generalmente, un aumento significativo de la dispersión de la propiedad, que afecta a los incentivos de los accionistas a ejercer un control sobre los directivos (Jensen & Meckling, 1976). Pagano y Röell (1998) señalaron que las empresas no cotizadas con alta concentración de la propiedad están más controladas por los accionistas. Así, la salida a bolsa será un mecanismo para disgregar la propiedad del capital entre un gran número de accionistas minoritarios. Según Harjoto y Garen (2005), la salida a bolsa permite a los accionistas obtener una cartera más diversificada, así como adquirir fondos adicionales para nuevas inversiones.

Los resultados de estudios empíricos previos han demostrado que el coste de la financiación ajena mediante préstamos puede disminuir en el caso de que la pyme salga

a cotizar. En ese sentido, Pagano, Panetta y Zingales (1996) obtuvieron evidencia consistente de la reducción de las restricciones financieras cuando la empresa llevó a cabo la salida a bolsa, ya que el coste de los préstamos a corto plazo disminuyó, debido al creciente número de entidades de crédito dispuestas a prestar recursos. Del mismo modo, al proporcionar la OPV más información sobre la compañía, las entidades de crédito pueden reducir los costes de obtención de información externa. Rajan (1992) apoya la hipótesis de que el mercado de valores ofrece a las empresas una alternativa de financiamiento externo que disminuye el poder de negociación de las instituciones financieras. Holmstrom y Tirole (1993) concluyeron que la salida a bolsa proporciona una fuente de financiación sustitutiva de la financiación bancaria con un coste más bajo.

3.2. Factores limitadores de la salida a bolsa

De acuerdo con la literatura previa, hemos agrupado los principales obstáculos y los problemas asociados con la decisión de salir a bolsa. Estos serían en resumen: (1) Factores externos, tales como trámites complejos, elevadas exigencias de información, desconocimiento del funcionamiento del mercado de valores, pérdida de valor de empresa (infravaloración); (2) motivos de control, debido a la pérdida de control de los accionistas; (3) Resistencia al cambio de gerentes-propietarios y gerentes externos; (4) La falta de recursos especializados, por el tamaño de la empresa, sector de actividad específico, etc.

3.2.1. Factores externos

Algunas de las principales barreras a las que se enfrentan las empresas cuando se evalúa la posibilidad de salir a bolsa hacen referencia a factores externos, incluyendo complejos procedimientos para poder cotizar, ya que se exige la divulgación de mucha información y una gran transparencia. Las empresas también se enfrentan a un mercado desconocido que posee unas características muy particulares. En este sentido, MORI (2000) expuso que la barrera más importante de la salida a bolsa es el coste asociado a una alta divulgación de información. Ritter (1987) indicó que la OPV supondría importantes costes fijos para la empresa. Esto significa que sólo las empresas grandes o las que necesitan recursos evalúan realmente la decisión de salir a bolsa, siendo más difícil para las pymes.

En ocasiones, cuando las empresas salen a bolsa el precio inicial de las acciones ofrecidas es menor que su precio real lo que implica una pérdida de valor de la empresa que los empresarios no pueden controlar. Este efecto es conocido por los investigadores en finanzas y en mercados bursátiles como efecto 'infravaloración' de la acción (Certo, Covin, Daily, & Dalton, 2001). Además, la infravaloración puede ser mayor en empresas de alta tecnología debido a asimetrías de información particulares (Guo, Lev, & Zhou, 2005).

3.2.2. Pérdida del control

En la mayoría de los casos, pero especialmente en el caso de empresas familiares, una vez que la empresa obtiene acceso a la bolsa, los miembros de la familia se muestran reticentes a aumentar el capital debido a que pierden el control de la empresa cuando las acciones son negociadas en el mercado (Benninga et al., 2005; Berggren et al., 2000; Cooley & Edwards, 1983; Cressy & Olofsson, 1997; Giudici & Paleari, 2000; Jordan, Lowe, & Taylor, 1998). En cierto modo, el hecho de perder el control de la empresa no puede implicar simplemente la pérdida de expansión y consolidación de oportunidades. Además,

el hecho de evitar la pérdida de control puede suponer una menor creación de valor por parte de la empresa familiar (Claessens & Fan, 2002; Lins, 2003).

3.2.3. *Resistencia al cambio*

Otra razón que puede influir en la decisión de salir a bolsa es la resistencia al cambio de los propietarios y gerentes, que no son capaces de adaptarse y superar el proceso que implica la decisión de cotizar en el mercado de valores. Esta resistencia al cambio es, en muchos casos, debido a la pérdida de confidencialidad causada por los mayores requisitos de información y la transparencia necesaria de los reguladores (Maksimovic & Pichler, 2001; Yosha, 1995).

Los costes de selección adversa implican una desventaja en la decisión de salir a bolsa. Chemmanur y Fulghieri (1999) encontraron que el coste de selección adversa es el obstáculo más importante, sobre todo cuando la empresa es joven y más pequeña, debido a su escasa visibilidad.

3.2.4. *Falta de recursos*

Según Brau et al. (2003), el tamaño de la empresa es un factor que indica la capacidad de la empresa no cotizada para competir con éxito y poder salir a bolsa. En ese sentido, que las pequeñas empresas carezcan de recursos es una limitación inicial en las decisiones de salida a bolsa. Así, según los resultados de una encuesta realizada por el Departamento de Comercio e Industria del Reino Unido (2002), algunas de las barreras más comunes en el acceso al mercado de valores son la duración del proceso de la OPV y los recursos necesarios para ejecutar la operación.

Algunos autores han identificado que la decisión de salir a bolsa difiere en función del sector de actividad, siendo especialmente problemática para los empresarios de las empresas de alta tecnología (Lee & Lee, 2008). Chaddad y Reuer (2009) encontraron que la inversión normalmente disminuye en el período posterior a la salida a bolsa, por lo que no se continúa creciendo debido a restricciones financieras que surgen después de la OPV.

El Banco Central Europeo (2009) realizó una encuesta sobre las fuentes de financiación para las pymes en Europa, siendo el tamaño de la empresa el principal problema para acceder al mercado de valores. En la encuesta, el 77% de las pymes admiten que tienen un tamaño pequeño para cotizar. Sin embargo, afirman que la pérdida de control de los accionistas no es un obstáculo tan importante, ya que es solamente un problema real para el 2% de los encuestados. En relación con los requisitos de información, sólo el 1% de las pymes creen que son demasiado altos.

3.3. *Planteamiento de hipótesis*

La gestión financiera en la empresa familiar viene determinada por los objetivos que la familia tiene en la empresa (McMahon & Davies, 1994; Randøy & Goel, 2003; Trostel & Nichols, 1982). Los principios teóricos que explican la composición de la estructura financiera de la empresa familiar se basan en los marcos teóricos que soportan la Teoría de la Agencia y la Teoría de la Jerarquía Financiera.

Fama (1985), basándose en la *Teoría de la Agencia*, ha sostenido que las empresas familiares soportan menos costes de agencia, en términos de conflicto de intereses, entre las partes que intervienen en la empresa, que las no familiares y, por tanto, son más eficientes. Posteriormente, McConaughy, Matthews, y Fialko (2001) corroboraron la

proposición teórica de agencia, al comprobar una mayor eficiencia en el funcionamiento de la empresa familiar. En este sentido, Carney y Gedajlovic (2002) llegaron a la conclusión de que mantener conjuntamente la propiedad y el control de la empresa supone alcanzar mayores cotas de rentabilidad a corto plazo.

Por otro lado, las hipótesis de la *Teoría de la Jerarquía Financiera* establecen un orden preferencial en las opciones de financiación de la empresa (Myers & Majluf, 1984). Estudios empíricos basados en esta teoría que han comparado empresas familiares y no familiares concluyen que las empresas familiares mantienen menores niveles de deuda que las empresas no familiares (Gallo, Tápies, & Cappuyns, 2000; McConaughy et al., 2001; Mishra & McConaughy, 1999). En este sentido, la reticencia a usar ampliaciones de capital con socios nuevos es una característica propia de la empresa familiar, puesto que estas ampliaciones de capital diluyen el control familiar (Gallo & Vilaseca, 1996). De forma que el conservadurismo financiero que caracteriza a la empresa familiar la hace preferir la financiación propia frente a la ajena aún a costa de obtener un menor crecimiento o rentabilidad, siempre que permita asegurar la continuidad de la misma.

Siguiendo el razonamiento previo cabe esperar un comportamiento diferenciado de las empresas familiares frente a las no familiares ante la posibilidad de salida al MAB, por ello planteamos las siguientes hipótesis de investigación:

H1: Existen diferencias de comportamiento entre las empresas familiares y las no familiares ante la decisión de cotizar en el MAB en la ausencia de incentivos.

H2: Existen diferencias de comportamiento entre las empresas familiares y las no familiares ante la decisión de cotizar en el MAB en presencia de incentivos.

4. Metodología

4.1. Diseño muestral

La población objeto de estudio está formada por toda aquella empresa que cumpla los requisitos para el acceso al MAB según la Circular 5/2010 del Mercado Alternativo Bursátil sobre las características de las sociedades emisoras. Fundamentalmente, podrán incorporarse al mercado aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas. El capital social debe estar totalmente desembolsado y sin restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones. Además, hemos exigido que las empresas incluidas en el estudio estuvieran obligadas a elaborar cuentas anuales en formato normal y que se encontraran en fase de crecimiento, en términos de volumen de ventas, y con unos fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros, lo que les permitiría disponer de un capital flotante para su cotización en los mercados (Crespo & García, 2007). Hemos eliminado de la población las empresas pertenecientes a los sectores eléctrico, educación, asegurador, bancario, empresas públicas y empresas ya cotizadas. De esta forma, y a partir de la base de datos *Sistema de Análisis de Balances Ibéricos*, se identifica un marco muestral de 6.992 empresas. Con este marco de referencia se realizó un diseño general de la muestra basado en los principios del muestreo estratificado en poblaciones finitas. La población de empresas ha sido segmentada de acuerdo al criterio de actividad de la empresa y su localización. Los sectores de actividad establecidos se han determinado partiendo de la clasificación: Industria, Construcción, Comercio y Servicios.

La muestra finalmente obtenida fue de 830 empresas españolas, de las cuales 477 son familiares y 353 no familiares, que representan el 57,5% y el 42,5% del total

respectivamente. La muestra se escoge a través de un sistema estratificado por sector de actividad que arroja un error muestral de $\varepsilon = \pm 3,4\%$, considerando un marco muestral de 6.992 empresas y asumiendo criterios de muestreo aleatorio simple, para el caso de máxima indeterminación [P (probabilidad del fenómeno) = q (probabilidad complementaria) = 50%] y un nivel de confianza del 95% ($k = 2$). En la [Tabla 1](#), se ofrece un mayor detalle de la composición de la muestra por tamaño de la empresa y por sector de actividad. En concreto, se observa como en el caso de empresas familiares predominan las de tamaño mediano con un total de 269 empresas frente a las 180 no familiares. Por sector de actividad, las empresas familiares pertenecen mayoritariamente al sector industrial (206) al igual que las no familiares (143). En la [Tabla 2](#) se muestra el grado de interés de las empresas por acudir al MAB a la hora de planificar sus actividades financieras. Así, podemos apreciar cómo 97 empresas (11,7% de las empresas encuestadas) señalan que en un horizonte de corto y medio plazo están considerando al MAB como una alternativa financiera en sus estrategias de expansión en el caso de que no existan incentivos a la salida. Sin embargo, cuando existen incentivos la cantidad de empresas interesadas se eleva considerablemente hasta alcanzar las 151. Estos valores descriptivos ponen de manifiesto que las medidas de incentivo, tanto en forma de bonificaciones fiscales o en ayudas económicas, a la salida a cotizar a bolsa y en concreto al MAB, tal y como ya se han llevado a cabo en comunidades como la Generalitat de Cataluña, Comunidad de Madrid, Xunta de Galicia o el Gobierno de Aragón, pueden ser medidas que tengan un efecto persuasor de dicha salida.

Tabla 1. Muestra Empresas Familiares vs No Familiares por tamaño y sector.

	Casos Empresas Familiares	% Empresas Familiares	Casos Empresas No Familiares	% Empresas No Familiares
Pequeñas	71	16,9%	24	7,8%
Medianas	269	63,9%	180	58,2%
Grandes	81	19,2%	105	34,0%
Industria	206	47,6%	143	44,7%
Construcción	64	14,8%	28	8,8%
Comercio	85	19,6%	69	21,6%
Servicios	78	18,0%	80	25,0%
Total		100,0%		100,0%

Tabla 2. Descriptivos sobre la decisión de salir a cotizar al MAB, Familiar vs No Familiar.

Empresas que sin incentivos en su planificación financiera consideran como alternativa la salida al MAB	Empresas que con incentivos en su planificación financiera consideran como alternativa la salida al MAB		
	Familiar	No Familiar	Total
Sí a corto plazo (próximos 2 años)	13	12	3,0%
Sí a medio-largo plazo (más de 2 años)	48	24	8,7%
No	412	313	88,2%
Total	473	349	100,0%

	Empresas que con incentivos en su planificación financiera consideran como alternativa la salida al MAB		
	Familiar	No Familiar	Total
Sí	109	42	25,0%
No	233	222	75,0%
Total	342	264	100,0%

4.2. Variables y modelo de investigación

4.2.1. Modelo

El objetivo de este trabajo es conocer el interés que tienen las empresas familiares por salir a cotizar al MAB, así como comprobar cuáles son los principales obstáculos y las ventajas de salir al MAB, estableciendo un análisis comparativo entre las empresas familiares y las no familiares y discriminando entre aquellas que sí muestran intención por salir al MAB frente a las que no lo consideran. Para obtener la información necesaria para llevar a cabo el estudio empírico, y tras el soporte teórico que justificaran las variables a considerar, se elaboró un cuestionario dirigido al director general o gerente de la empresa (ver anexo 1).

Para verificar la fiabilidad del cuestionario a la hora de medir las variables cualitativas sobre los «factores favorecedores de la salida al MAB» y los «factores limitadores de la salida al MAB», se ha aplicado el modelo de consistencia interna desarrollado por Cronbach en 1951 y conocido por «Método Alfa de Cronbach» que permite saber si el cuestionario ha sido elaborado correctamente y acorde con los fines propuestos. En este sentido, la validez y fiabilidad de las escalas utilizadas muestra un valor de 0,896, para el bloque de ítems sobre motivos para cotizar en el MAB, y de 0,885, para el conjunto de ítems sobre las barreras que limitan la salida a bolsa y que suponen unos valores razonables.

La técnica de recogida de información fue la entrevista telefónica. Se realizaron test de control en el proceso de elaboración de la encuesta, y el trabajo de campo se llevó a cabo durante los meses de junio a septiembre de 2010. El cuestionario fue sometido a un pre-test con 5 asesores registrados y con profesionales de Bolsas y Mercados Españoles, con el fin de obtener una encuesta depurada y realista que ofreciera unos resultados consistentes. Tras procesar los datos generados por las respuestas obtenidas, se ha procedido a su validación y análisis de consistencia, para detectar tanto errores de cumplimentación como de grabación. Así, se analizan las posibles inconsistencias de rango en las respuestas a las preguntas formuladas y se valida la muestra. Tras la depuración de los datos, se ha procedido al volcado de datos, codificación, etiquetado de variables y preparación de la matriz de datos.

El planteamiento de la investigación se estructura en dos fases. En primer lugar, se realiza un análisis univariante donde se analizan las diferencias de comportamiento entre empresas familiares y no familiares, en relación con las principales barreras y motivaciones para salir al MAB. En segundo lugar, se realiza un análisis multivariante, a través de un modelo de regresión logística binaria, considerando la intención de salir al MAB. El análisis multivariante basado en la decisión de cotizar también ha considerado la existencia o no de incentivos, lo que da lugar a que, para cada uno de los dos modelos, se planteen dos variables dependientes en función de que existan o no ayudas.

El análisis multivariante se desarrolla a través de dos modelos de regresión, un modelo básico (1) y un modelo ampliado en el que se incluyen los efectos interacción entre las variables explicativas significativas y las variables de control (2). Dichos modelos se han segmentado a su vez en función de la existencia o no de incentivos a la salida al MAB.

El modelo de investigación básico que se plantea es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 MAB_a(0, 1) = & \alpha + \beta_1 \text{Crecimiento} + \beta_2 \text{Financia} + \beta_3 \text{Liquidez} + \beta_4 \text{Imagen} \\
 & + \beta_5 \text{Gobierno} + \beta_6 \text{Riesgo} + \beta_7 \text{Costes} + \beta_8 \text{Confid} + \beta_9 \text{Control} \\
 & + \beta_{10} \text{Recursos} + \beta_{11} \text{EmpresaFamiliar} + \lambda \text{VariablesControl} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Adicionalmente el modelo que considera los efectos interacción entre las variables significativas y las de control es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 MAB_a(0, 1) = & \alpha + \beta_1 Crecimiento + \beta_2 Financia + \beta_3 Liquidez + \beta_4 Imagen + \beta_5 Gobierno \\
 & + \beta_6 Riesgo + \beta_7 Costes + \beta_8 Confid + \beta_9 Control + \beta_{10} Recursos \\
 & + \gamma_{ij} Factores_i * VariablesControl_j + \beta_{11} EmpresaFamiliar \\
 & + \lambda VariablesControl + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

4.2.2. Variables

Para identificar a la empresa familiar se han desarrollado multitud de definiciones.¹ No obstante, lo que caracteriza a la empresa familiar es un enfrentamiento entre dos culturas distintas, negocio y familia, pero bajo un paraguas común que es la empresa familiar (Schwass, 2000). En este trabajo, siguiendo estudios como los de Sharma, Chrisman y Chua (1997), Romano et al. (2001) y Monreal, Calvo, García, Meroño, Ortiz y Sabater (2002), se considera empresa familiar aquella que reúne las siguientes características: propiedad y control de la empresa en la misma familia e influencia de la familia en la toma de decisiones, quedando recogida en una variable dicotómica denominada ‘Empresa Familiar’ en la [Tabla 3](#).

La variable dependiente es la decisión de salir al MAB: es una variable dicotómica que mide la intención de salir a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil, toma valor 1 cuando la empresa de cara al futuro en su planificación financiera considera a corto o medio plazo como alternativa la salida al MAB y toma valor 0 cuando la empresa no tiene intención de salir a cotizar. A su vez, la variable dependiente se ha diferenciado en función de que existan o no incentivos por parte de la Administración de cara a cotizar en el MAB.

Las variables independientes y su cálculo se detallan en la [Tabla 3](#). Se distingue entre aquellas que suponen motivos y barreras para cotizar, así como las que son variables de control que identifican el carácter familiar y la propiedad familiar, el conocimiento previo sobre el MAB, la antigüedad de la empresa, el tamaño, el sector de actividad, la rentabilidad y el endeudamiento.

5. Análisis de resultados

5.1. Análisis univariante

En la [Tabla 4](#) se recogen las diferencias de medias respecto a los principales motivos que pueden conducir a las empresas a decidir cotizar en el MAB, considerando el carácter familiar de la empresa, así como distinguiendo si la existencia o no de incentivos puede afectar a dicha salida. En el caso de que no existan incentivos para la salida a bolsa, se puede apreciar que el orden de preferencia se ve ligeramente alterado, según que la empresa sea o no familiar. Así, para las empresas no familiares posibilitar la conversión en liquidez de sus acciones se convierte en un motivo más importante para salir al MAB que para las empresas familiares, con valores significativos de 3,01 y 3,16 respectivamente. Por otra parte, los resultados muestran que tienen una mayor importancia, de cara a salir a cotizar al MAB, la resolución de los problemas en el proceso de sucesión y el hecho de asegurar la continuidad del negocio en el caso de las empresas familiares (2,89 y 3,30), que cuando se trata de empresas no familiares (2,32 y 2,97).

Tabla 3. Definición de variables.

<i>Variables Dependientes</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>Estudios Previos</i>
Decisión salir al MAB	MAB	La decisión sobre la salida a cotizar al MAB es una variable dicotómica que recoge las empresas que contemplan la salida frente al resto. Se ha considerado también la variable dependiente en el supuesto de que existieran incentivos a la salida al MAB		Farinos y Sanchis (2009); Poulsen y Stegemoller (2008); Gleason et al. (2007); Brau et al. (2003); Sacristán Navarro (2001); Pagano et al. (1998)
<i>Variables Independientes:</i>				
<i>Motivos para cotizar</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>Estudios Previos</i>
Financiar el crecimiento	CRECIMIENTO	Se define como el factor que suma la cuestiones sobre financiar el crecimiento de la empresa y aumentar las inversiones en $I + D + i$	+	Gill and Pope (2004); Fischer (2000); Mazzola y Marchisio (2003); Pagano et al. (1998); Rajan (1992); Holmstrom and Tirole (1993); Jain y Kini (1999); Marchisio y Ravasi (2000); Lee and Lee (2008); Gleason et al. (2007); Farinós and Sanchis (2009); Sacristán Navarro (2001); Carpenter y Rondi (2006); Poulsen and Stegemoller (2008), Brau et al. (2003)
Reequilibrar la estructura financiera	FINANCIA	Se incluye mediante la cuestión sobre la intención de superar restricciones crediticias	+	Gill and Pope (2004); Fischer (2000); Mazzola and Marchisio (2003); Pagano et al. (1998); Rajan (1992); Holmstrom and Tirole (1993); Jain and Kini (1999); Marchisio and Ravasi (2000); Lee and Lee (2008); Poulsen and Stegemoller (2008), Brau et al. (2003); Carpenter and Rondi (2006); Farinós and Sanchis (2009)
Valoración y liquidez	LIQUIDEZ	Se construye mediante la adición de las cuestiones que preguntan sobre la conversión en liquidez de las acciones y la obtención de una valoración objetiva para la empresa	+	Pagano et al. (1998); Zingales (1995); Field (1998); Brau et al. (2003); Jaskiewicz et al. (2005); Gleason et al. (2007); Mazzola and Marchisio (2003); Röell (1996); Brau et al. (2003); Sacristán Navarro (2001)

(Continued)

Tabla 3. (Continued).

<i>Variables Independientes: Motivos para cotizar</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>Estudios Previos</i>
Reputación e imagen	IMAGEN	Se construye con la cuestión que valora la obtención de notoriedad e imagen de la empresa	+	Nouzille (1985); Berger and Gaudry (1987); Sirgy (2002); Suchman (1995); Wieland (2001); Marchisio and Ravasi (2000); Liu, Ahlstrom y Yeh (2006); Farinós and Sanchis (2009); Röell (1996); Pagano et al. (1998)
Mecanismos de gobierno	GOBIERNO	Es la variable que se forma por las cuestiones que versan sobre la profesionalización de la gestión, ayudar al proceso sucesorio, asegurar la continuidad e implantar gobierno corporativo	+	Ward (2001); Maug (2001); Mazzola and Marchisio (2003); Sirgy (2002); Jaskiewicz et al. (2005); Bessler and Bittelmeier (2008); Sacristán Navarro (2001); Pagano et al. (1998)
Diversificación Riesgo	RIESGO	Se mide con la pregunta sobre la intención de diversificar el riesgo de la empresa	+	Rajan y Zingales (1995); Pagano et al. (1998); Rydqvist and Högholm (1995); Mazzola and Marchisio (2003); Benninga et al. (2005); Harjoto and Garen (2005); Gleason et al. (2007); Carpenter and Rondi (2006); Astudillo, Braun y Castañeda (2011)

<i>Variables Independientes: Barreras para cotizar</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>Estudios Previos</i>
Elevados costes de salida	COSTES	Se define mediante la adición de las cuestiones sobre los elevados costes de salida, los tramites complejos y las elevadas exigencias de información	-	Ritter (1987); MORI (2000); Certo et al. (2001); Guo et al. (2005); Harjoto and Garen (2005); Sacristán Navarro (2001); Röell (1996); Pagano et al. (1998); Carpenter and Rondi (2006); Brau et al. (2003)
Pérdida de confidencialidad	CONFID	Se mide a través de la cuestión que pregunta por la importancia de la pérdida de confidencialidad para la empresa	-	Farinós and Sanchis (2009); Sacristán Navarro (2001); Röell (1996); Pagano et al. (1998)

(Continued)

Tabla 3. (Continued).

<i>Variables Independientes: Barreras para cotizar</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>Estudios Previos</i>
<i>Pérdida de control</i>	CONTROL	Se mide a través de las cuestiones sobre pérdida de control, turbulencia de los mercados bursátiles y resistencia al cambio de propietarios y directivos	-	Yosha (1995); Maksimovic y Pichler (2001); Cooley y Edwards (1983); Cressy y Olofsson (1997); Jordan et al. (1998); Giuidici y Paleari (2000); Berggren et al. (2000); Classens et al. (2002); Lins (2003)
<i>Falta de recursos</i>	RECURSOS	Se mide mediante las cuestiones que preguntan por la falta de información sobre el MAB, la existencia de sistemas de control insuficientes y la falta de personal especializado	-	Brau et al. (2003); Lee and Lee (2008); Chaddad and Reuer (2009)
<i>Variables de Control</i>	<i>Etiqueta</i>	<i>Concepto y Cálculo</i>		
<i>Empresa Familiar</i>	E.FAMILIAR	En una variable dummy que recoge los valores (0,1) distinguiendo según si la empresa es o no familiar, en los casos en que propiedad y control recaen sobre la misma familia		
<i>Propiedad Familiar</i>	PROPIEDAD	En una variable dummy que recoge los valores (0,1) distinguiendo cuando una familia posee la mayor parte de participación en el capital social		
<i>Conocimiento MAB</i>	INFORMADO	En una variable dummy que recoge los valores (0,1) distinguiendo según la empresa sea conocedora o no previamente de la existencia del MAB		
<i>Rentabilidad</i>	RENTABILIDAD	La rentabilidad se mide a través de la variable rentabilidad económica, es decir el cociente entre el resultado del ejercicio y el activo total		
<i>Endeudamiento</i>	ENDEUDAMIENTO	El endeudamiento se mide a través del cociente entre el endeudamiento a largo plazo sobre el activo total		
<i>Tamaño de la empresa</i>	TAMAÑO	Las empresas se clasifican en pequeñas, medianas y grandes empresas según los criterios establecidos por la UE en términos de empleo y de activo total (dummy con valor 0 pyme y 1 grande).		
<i>Sector económico</i>	SECTOR	La muestra de empresas se clasifica en cuatro sectores de actividad: industria, construcción, comercio y servicios, recogidas en una dummy (0; industria y construcción y 1; comercio y servicios)		
<i>Antigüedad</i>	EDAD	El criterio de edad se basa en el valor de la mediana de la muestra, considerando empresas jóvenes y en desarrollo hasta 22 años de vida, y maduras las mayores		

Tabla 4. Motivos que favorecen la salida al MAB según EF vs ENF.

	Sin Incentivos		Con Incentivos	
	Empresas Familiares	Empresas no Familiares	Empresas Familiares	Empresas no Familiares
Financiar el crecimiento de la empresa	3,65	3,70	3,55	3,57
Notoriedad e imagen de la empresa	2,93	2,92	2,79	2,89
Posibilitar la conversión en liquidez de las acciones	3,01*	3,16*	2,91	3,04
Obtener una valoración objetiva de la empresa	2,95	2,98	2,84	2,89
Superar restricciones crediticias	3,05	3,13	2,97	3,04
Diversificar el riesgo de la empresa	3,11	3,05	3,03	2,97
Incrementar las inversiones en I + D + i	2,82	2,79	2,79	2,67
Profesionalizar la gestión	2,88	2,76	2,82	2,65
Resolver problemas en el proceso de sucesión	2,89***	2,32***	2,83***	2,20***
Asegurar la continuidad del negocio	3,30***	2,97***	3,21***	2,86***
Implantar gobierno corporativo	2,61	2,55	2,53	2,44

Notas: Las preguntas se realizan en una escala Likert con un intervalo entre 1 = total desacuerdo a 5 = total acuerdo. El test de contraste de medias no paramétrico aplicado es la U de Mann-Whitney. El test paramétrico ANOVA ofrece los mismos resultados salvo para el factor que mide la conversión en liquidez de las acciones y se aplica para comprobar la consistencia de los resultados. Diferencias estadísticamente significativas: (*): $p < 0.1$; (**): $p < 0.05$; (***): $p < 0.01$.

Cuando se han comparado los resultados entre empresas familiares y no familiares en el escenario de que existieran incentivos a la salida al MAB, los resultados significativos se mantienen respecto de los factores sobre la resolución de los problemas en el proceso de sucesión y el hecho de asegurar la continuidad del negocio en el caso de las empresas familiares (2,83 y 3,21), así como cuando se trata de empresas no familiares (2,20 y 2,86). Sin embargo, el factor sobre la conversión en liquidez de las acciones presenta diferencias no significativas.

Al comparar los resultados atendiendo a la estructura de propiedad y la existencia de incentivos respecto de los factores que suponen barreras a cotizar (ver [Tabla 5](#)), se aprecian numerosas diferencias estadísticamente significativas entre las empresas familiares y no familiares. Así, en el caso de que no existan incentivos de la Administración, la pérdida de control de la empresa se convierte en la barrera más importante para las empresas familiares (3,86), frente al valor de 3,38 que muestran las empresas no familiares. Esta barrera se impone sobre las decisiones económicamente más racionales, ya que puede hacer preferir al empresario renunciar al crecimiento o a la entrada de capital ajeno a la familia, que supondría la salida a bolsa en el Mercado Alternativo, con tal de no perder el control del negocio (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003; Romano et al., 2001), olvidándose que son medidas que podrían asegurar el crecimiento y la supervivencia de la empresa.

En segundo lugar, por orden de importancia, para las empresas familiares está la resistencia al cambio de los propietarios (3,73), cuando en el caso de las empresas no

Tabla 5. Barreras que limitan la salida al MAB según EF vs ENF.

	Sin Incentivos		Con Incentivos	
	Empresas Familiares	Empresas no Familiares	Empresas Familiares	Empresas no Familiares
Pérdida de control	3,86***	3,38***	3,89***	3,27***
Trámites complejos	3,23**	3,01**	3,23**	2,98**
Elevadas exigencias de información	3,34***	3,08***	3,36**	3,03**
Pérdida de confidencialidad	3,33***	3,06***	3,35***	2,96***
Elevados costes de salida	3,47**	3,20**	3,48***	3,12***
Turbulencia de los mercados bursátiles	3,64	3,52	3,68	3,50
Falta de información sobre el MAB	3,44	3,30	3,48*	3,25*
Resistencia al cambio de los propietarios	3,73***	3,31***	3,73***	3,33***
Resistencia al cambio de los directivos	3,32***	2,96***	3,30***	2,95***
Sistemas de control de la gestión insuficientes	2,96***	2,66***	2,93***	2,49***
Falta de personal interno especializado	3,07**	2,84**	3,03**	2,77**

Notas: Las preguntas se realizan en una escala Likert con un intervalo entre 1 = total desacuerdo a 5 = total acuerdo. El test de contraste de medias no paramétrico aplicado es la U de Mann-Whitney. El test paramétrico ANOVA ofrece los mismos resultados salvo para el factor que mide la conversión en liquidez de las acciones y se aplica para comprobar la consistencia de los resultados. Diferencias estadísticamente significativas: (*): $p < 0.1$; (**): $p < 0.05$; (***) : $p < 0.01$.

familiares se le concede una menor importancia al descender el valor medio a 3,31. Adicionalmente, las empresas familiares le conceden una mayor relevancia, como barreras de entrada al MAB, a los elevados costes de acceso al mercado que deben soportar, con un valor de 3,47 frente al 3,20 de las empresas no familiares. Las empresas familiares también conceden una mayor importancia que las no familiares a las elevadas exigencias de información que supone cotizar en el MAB, la pérdida de confidencialidad, la resistencia al cambio de los directivos, el complejo proceso de tramitación que comporta salir a cotizar, a la falta de personal interno especializado y, en menor medida, a que los sistemas de control de la gestión sean insuficientes.

En el caso de que se considere la posibilidad de que existan incentivos para la salida al MAB, los resultados significativos se mantienen en el mismo sentido para todas las variables salvo para el caso de aquellas que miden la falta de información sobre el MAB, ya que en el caso de existencia de incentivos las diferencias entre empresas familiares y no familiares sí son estadísticamente significativas y reflejan un valor de 3,48 para las empresas familiares frente al 3,25 de las no familiares. Esto supone que las empresas familiares conceden una mayor importancia, como factor limitador de la salida al MAB, a la falta de información sobre dicho mercado, y justifica que se realicen campañas de difusión e información sobre el MAB que reduzcan la brecha informativa.

Los resultados ponen de manifiesto la aversión al riesgo y el conservadurismo que caracteriza a las empresas familiares frente a las no familiares en sus decisiones de financiación y de control sobre la empresa, en consonancia con estudios previos (Collis & Jarvis, 2002; Randøy & Goel, 2003; Romano et al., 2001).

5.2. Análisis multivariante

5.2.1. Decisiones de salida al MAB en ausencia de incentivos

En la **Tabla 6** se muestran los resultados de los modelos (1) y (2) suponiendo la no existencia de incentivos para la salida a cotizar en el MAB. De forma que en el modelo (1) no se tienen en cuenta los efectos de interacción entre las variables de contraste y las variables de control, mientras que en el modelo (2) se recogen los efectos individuales de aquellas variables de contraste significativas sobre variables de control que resultan de interés.

Tabla 6. Motivos y Barreras para salir a cotizar al MAB con ausencia de incentivos.

Variables	Modelo 1	Modelo 2	
		Efectos Interacción	Efectos Interacción
<i>Motivos para cotizar</i>			
CRECIMIENTO	0,187 (0,802)	0,215 (0,991)	0,184 (0,752)
FINANCIA	0,163 (1,167)	0,189 (1,563)	0,135 (0,778)
LIQUIDEZ	0,456** (6,208)	0,213 (0,170)	2,160*** (6,738)
IMAGEN	-0,142 (0,905)	-0,156 (1,066)	-0,151 (1,013)
GOBIERNO	0,282 (2,160)	0,308 (2,450)	0,365* (3,417)
RIESGO	-0,124 (0,536)	-0,156 (0,823)	-0,138 (0,641)
<i>Barreras para cotizar</i>			
COSTES	0,058 (0,097)	0,074 (0,155)	0,127 (0,438)
CONFID	-0,182 (1,532)	-0,167 (1,232)	-0,197 (1,682)
CONTROL	-0,195 (0,854)	-0,229 (1,140)	-0,181 (0,683)
RECURSOS	-0,094 (0,200)	-0,063 (0,089)	-0,180 (0,653)
<i>Variables control</i>			
EMPRESA FAMILIAR	-0,119 (0,104)	1,907 (1,713)	-0,025 (0,004)
PROPIEDAD	0,218 (0,302)	-1,828 (1,546)	0,213 (0,280)
INFORMADO	0,826*** (7,626)	1,016 (0,928)	0,896*** (8,362)
EDAD	-0,277 (0,878)	-0,292 (0,958)	-0,354 (0,109)
TAMAÑO	-0,066 (0,039)	-0,004 (0,000)	1,665 (2,372)
SECTOR	-0,233 (0,563)	-0,228 (0,537)	2,214** (4,350)
RENTABILIDAD	-0,089 (0,054)	-0,082 (0,045)	0,004 (0,000)
ENDEUDAMIENTO	0,207 (0,059)	0,128 (0,023)	0,273 (0,101)
<i>Variables Multiplicativas</i>			
MT.LIQUID*FAMILIAR		-0,607 (2,126)	
MT.LIQUID*PROPIEDAD		0,615 (2,154)	
MT.LIQUID*INFORMADO		0,057 (0,035)	
MT.LIQUID*EDAD			0,044 (0,020)
MT.LIQUID*TAMAÑO			-0,537* (2,772)
MT.LIQUID*SECTOR			-0,750** (5,360)
-2 Log verosimilitud	331,057	328,288	330,509
Test Hosmer-Lemeshow	5,177 (0,738)	4,846 (0,774)	5,709 (0,680)
X ² (Modelo)	39,590***	42,360***	40,138***
R ² Cox y Snell	0,081	0,086	0,082
R ² Nagelkerke	0,148	0,158	0,150
N	471	471	471

Notas: La variable dependiente es la variable dummy (dicotómica) sobre la intención o no de salir a cotizar al Mercado Alternativo Bursátil. Se muestran los valores de los coeficientes β . Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico de Wald. La bondad del ajuste y la significatividad del modelo se comprueban con los valores del logaritmo de la verosimilitud (-2 log), del estadístico Chi-cuadrado sobre el cambio del -2log del modelo, con la observación de la R² de Cox y Snell y R² de Nagelkerke, así como con test de Hosmer y Lemeshow. * $p \leq 0.1$; ** $p \leq 0.05$; *** $p \leq 0.01$.

Concretamente, el análisis de los resultados en su conjunto para el modelo (1) pone de manifiesto que el principal motivo que lleva a las empresas a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil es la obtención de liquidez. Estos resultados confirman los de estudios previos en cuanto a las motivaciones tradicionales para salir a cotizar en mercados de capitales organizados (Benninga et al., 2005; Marchisio & Ravasi, 2000; Pagano et al., 1998). En este sentido, se produce una búsqueda de conversión en liquidez para las acciones y la obtención de una valoración objetiva para la empresa (LIQUIDEZ) (0,456; $p \leq 0.05$). En cuanto a las principales barreras que surgen ante la decisión de salir a cotizar en el MAB no se han encontrado resultados estadísticamente significativos cuando no existen incentivos para la salida.

Respecto de la influencia del carácter familiar en las decisiones de cotización en el MAB en la ausencia de incentivos (Tabla 6), no hemos encontrado diferencias estadísticamente significativas en las variables que miden tanto si la empresa es familiar (E. FAMILIAR), dirigidas y gestionadas por la familia, como si la propiedad del capital (PROPIEDAD) está mayoritariamente en manos de una familia aunque no participe en la gestión. De forma que los resultados del análisis univariante no se confirman para el análisis multivariante en ausencia de incentivos.

Adicionalmente, se han incluido variables de control sobre características genéricas de las empresas encuestadas. De ellas, la única que refleja valores significativos es aquella que recoge si se conocía previamente la existencia del Mercado Alternativo Bursátil. En concreto, se comprueba que aquellas empresas que tenían información previa sobre el MAB son más proclives a su salida (INFORMADO) (0,826; $p \leq 0.01$). Con cierta lógica, esto demuestra que aquellas que se habían informado previamente era por la existencia de un interés a priori por la posibilidad de cotizar en el MAB, siendo su efecto recogido por dicha variable. Este mismo comportamiento para la variable INFORMADO se mantiene en el modelo en el que se considera el efecto interacción entre la variable LIQUIDEZ con el TAMAÑO y el SECTOR.

El análisis de los resultados en su conjunto para el modelo (2), que considera los efectos interacción en ausencia de incentivos, pone de manifiesto que el principal motivo que lleva a las empresas a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil es la obtención de liquidez y la mejora de los mecanismos de gobierno que ayuden a garantizar la continuidad de la empresa. Estos resultados confirman los de estudios previos en cuanto a las motivaciones tradicionales para salir a cotizar en mercados de capitales organizados. De una parte la búsqueda de la conversión en liquidez para las acciones y la obtención de una valoración objetiva para la empresa (LIQUIDEZ) (2,160; $p \leq 0.01$); de otra parte, establecer mecanismos de gobierno que aseguran la continuidad y pervivencia de la empresa, con medidas como profesionalizar la gestión, implantar un gobierno corporativo o resolver problemas sucesorios (GOBIERNO) (0,365; $p \leq 0.1$).

En el modelo (2) que considera las variables de control edad, tamaño y sector no se han encontrado resultados estadísticamente significativos sobre las principales barreras que surgen ante la decisión de salir a cotizar en el MAB. Sin embargo, sí se obtienen valores significativos respecto de la variable que recoge la tenencia de información previa sobre el MAB (INFORMADO) (0,896; $p \leq 0.01$) y respecto al sector de actividad (SECTOR) (2,214; $p \leq 0.05$). Por tanto, aquellas empresas que ya tienen conocimiento e información previa sobre el MAB manifiestan una mayor propensión a salir a cotizar. En cuanto al sector de actividad al que pertenecen, son las empresas de los sectores comercio y servicios las que ofrecen un mayor interés en cotizar en el MAB frente a aquellas de los sectores industrial y de la construcción.

En un posterior análisis sobre los efectos interacción entre las variables de control EDAD, TAMAÑO y SECTOR, con la variable que mide la importancia de la obtención de liquidez en la salida al MAB, se comprueba que la interacción tamaño y liquidez refleja un valor negativo y significativo (LIQUIDxTAMAÑO) ($-0,537$; $p \leq 0.1$), que recoge que para la salida al MAB el factor liquidez se convierte en más importante para las pequeñas y medianas empresas que para las grandes. Confirmando los resultados previos sobre la importancia de la liquidez en la salida a bolsa (Brau et al., 2003; Pagano et al., 1998), así como el hecho de que sea un factor más relevante para las pymes, puesto que el Mercado Alternativo Bursátil está diseñado para jóvenes empresas y empresas en expansión (Bolsas y Mercados, 2008). En relación con el efecto interacción entre la variable SECTOR y la LIQUIDEZ, se obtienen también valores negativos y significativos (LIQUIDxSECTOR) ($-0,750$; $p \leq 0.05$). Esto implica que las estrategias de salida al MAB como método de obtención de liquidez sean más importantes en el caso de las empresas que pertenecen a los sectores industrial y de la construcción.

5.2.2. Decisiones de salida al MAB en presencia de incentivos

En la [Tabla 7](#) se muestran los resultados de los modelos (1) y (2) suponiendo la existencia de incentivos para la salida a cotizar en el MAB. De forma que en el modelo (1) no se tienen en cuenta los efectos de interacción entre las variables de contraste y las variables de control, mientras que en el modelo (2) se recogen los efectos individuales de aquellas variables de contraste significativas sobre variables de control que resultan de interés.

Concretamente, el análisis de los resultados en su conjunto para el modelo (1) pone de manifiesto que los principales motivos que afectan a las empresas en su decisión de salir a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil son los factores riesgo, confidencialidad y control. Al analizar los resultados de la [Tabla 7](#), se observa un cambio importante respecto de los resultados obtenidos en el modelo en el que no se consideran incentivos para la salida al MAB. En este sentido, la variable que mide la importancia de la cotización en el MAB como medio para diversificar el riesgo de la empresa refleja un valor negativo y significativo en el modelo (1) (RIESGO) ($-0,270$; $p \leq 0.1$). De manera que la variable riesgo gana una importancia que no tenía ante la falta de incentivos y que implica que ante la presencia de incentivos las empresas consideran que, en la salida al MAB, son mayores las connotaciones negativas de dicha diversificación que las positivas que puede conllevar la reducción de la deuda externa a favor de la entrada de nuevo capital. Dentro de esas connotaciones negativas estaría el aumento en la dispersión de la propiedad con nuevos accionistas minoritarios y la posibilidad de que aumentaran los costes de agencia entre propietarios y directivos (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

En relación con las variables clasificadas como barreras para cotizar, se hallan valores significativos en las que miden la confidencialidad y el control. Así, en el modelo (1) se obtiene un valor negativo y significativo respecto de la confidencialidad (CONFID) ($-0,281$; $p \leq 0.05$). Este resultado conlleva que, ante la presencia de incentivos a la salida, las empresas consideran que la pérdida de confidencialidad es un factor relevante que puede limitar la salida al MAB, más aún en el caso de que existan ayudas, puesto que las empresas que acuden a algún tipo de ayuda pública para salir al mercado bursátil tendrán que ofrecer más información y transparencia frente a terceros y, a su vez, como mínimo rendir cuentas y ser fiscalizados por quienes otorgan dichas ayudas (Por ejemplo, las ayudas recibidas de ENISA para sufragar los costes de salida, o las concedidas por instituciones de Comunidades Autónomas como IMADE, IGAPE o INFO).

Tabla 7. Motivos y Barreras para salir a cotizar al MAB con la existencia de incentivos.

Variables	Modelo 2		
	Modelo 1	Efectos Interacción	Efectos Interacción
<i>Motivos para cotizar</i>			
CRECIMIENTO	-0,096 (0,282)	-0,094 (0,266)	-0,115 (0,381)
FINANCIA	-0,043 (0,098)	-0,036 (0,067)	-0,075 (0,275)
LIQUIDEZ	-0,151 (0,796)	-0,159 (0,863)	-0,130 (0,555)
IMAGEN	0,021 (0,025)	0,030 (0,051)	0,005 (0,001)
GOBIERNO	-0,260 (2,193)	-0,257 (2,084)	-0,291 (2,320)
RIESGO	-0,270* (2,962)	-0,522 (0,901)	0,605 (0,570)
<i>Barreras para cotizar</i>			
COSTES	-0,126 (0,453)	-0,114 (0,368)	-0,084 (0,189)
CONFID	-0,281** (3,970)	-0,329 (0,350)	0,966 (1,191)
CONTROL	0,448** (5,148)	0,492 (0,516)	-0,867 (0,673)
RECURSOS	-0,115 (0,343)	-0,101 (0,261)	-0,145 (0,493)
<i>Variables control</i>			
EMPRESA FAMILIAR	-0,007 (0,000)	-2,136 (1,316)	-0,075 (0,046)
PROPIEDAD	-1,113*** (7,963)	-0,823 (0,180)	-1,017** (6,190)
INFORMADO	0,112 (0,160)	0,199 (0,019)	0,186 (0,406)
EDAD	-0,200 (0,504)	-0,155 (0,283)	1,201 (0,690)
TAMAÑO	0,276 (0,670)	0,266 (0,560)	0,756 (0,222)
SECTOR	-0,135 (0,218)	-0,129 (0,194)	-0,067 (0,002)
RENTABILIDAD	-0,359 (1,344)	-0,363 (1,160)	-0,186 (0,217)
ENDEUDAMIENTO	-0,448 (0,302)	-0,475 (0,325)	-0,254 (0,090)
<i>Variables Multiplicativas</i>			
MT.RIESGO*FAMILIAR		0,178 (0,316)	
MT.CONFID*FAMILIAR		0,473 (1,951)	
MT.CONTROL*FAMILIAR		-0,018 (0,002)	
MT.RIESGO*PROPIEDAD		0,173 (0,195)	
MT.CONFID*PROPIEDAD		-0,300 (0,540)	
MT.CONTROL*PROPIEDAD		0,025 (0,002)	
MT.RIESGO*INFORMADO		-0,005 (0,000)	
MT.CONFID*INFORMADO		0,021 (0,005)	
MT.CONTROL*INFORMADO		-0,028 (0,006)	
MT.RIESGO*EDAD			-0,068 (0,065)
MT.CONFID*EDAD			-0,273 (0,859)
MT.CONTROL*EDAD			-0,068 (0,036)
MT.RIESGO*TAMAÑO			-0,196 (0,317)
MT.CONFID*TAMAÑO			-0,960** (4,948)
MT.CONTROL*TAMAÑO			1,019** (4,259)
MT.RIESGO*SECTOR			-0,360 (1,661)
MT.CONFID*SECTOR			0,181 (0,395)
MT.CONTROL*SECTOR			0,161 (0,194)
-2 Log verosimilitud	347,410	343,608	335,453
Test Hosmer-Lemeshow	1,631 (0,990)	7,716 (0,462)	19,230 (0,014)
X ² (Modelo)	61,524***	65,326***	73,481***
R ² Cox y Snell	0,159	0,168	0,186
R ² Nagelkerke	0,232	0,245	0,273
N	356	356	356

Notas: La variable dependiente es la variable dummy (dicotómica) sobre la intención o no de salir a cotizar al Mercado Alternativo Bursátil. Se muestran los valores de los coeficientes β . Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico de Wald. La bondad del ajuste y la significatividad del modelo se comprueban con los valores del logaritmo de la verosimilitud (-2 log), del estadístico Chi-cuadrado sobre el cambio del -2log del modelo, con la observación de la R² de Cox y Snell y R² de Nagelkerke, así como con test de Hosmer y Lemeshow. * p ≤ 0.1; ** p ≤ 0.05; *** p ≤ 0.01.

Adicionalmente, se observan valores positivos para la variable que mide la posible pérdida de control que supone la salida al MAB asociada con las turbulencias de los mercados bursátiles y la resistencia al cambio de propietarios y directivos (CONTROL) (0,448; $p \leq 0.05$). En los casos en los que las empresas cuentan con ayudas e incentivos para cotizar no se considera que la pérdida de control pueda condicionar dicha salida, de manera que son empresas que ya demuestran ser proactivas y más dadas al cambio al contar y solicitar dichas ayudas.

Respecto de la influencia del carácter familiar en las decisiones de cotización en el MAB en la presencia de incentivos (Tabla 7), hemos encontrado diferencias estadísticamente significativas en la variable que mide si la propiedad del capital (PROPIEDAD) está mayoritariamente en manos de una familia, aunque no la gestione, mientras que para la variable que mide si la empresa se puede considerar familiar (E. FAMILIAR) no se obtienen valores significativos. De forma que los resultados del análisis univariante se confirman en parte para el análisis multivariante en presencia de incentivos, puesto que las empresas familiares concedían una mayor importancia a los motivos que las empresas no familiares, pero especialmente manifiestan una mayor importancia en los casos de las barreras (véase las Tablas 4 y 5). Este mayor conservadurismo y resistencia al cambio de las empresas de propiedad familiar es lo que confirma el análisis multivariante en la presencia de incentivos, puesto que los resultados del modelo (1) confirman que las empresas de capital familiar (aunque no sean también gestionadas por la familia) son más reacias a la salida al MAB (PROPIEDAD) (-1,113; $p \leq 0.01$).

Al considerar en el modelo (2) los efectos de las variables de control, edad, tamaño y sector y su efecto interacción sobre las variables explicativas con valor significativo, se observa que las variables explicativas pierden su significatividad ante la importancia del efecto TAMAÑO sobre las variables CONFID y CONTROL. No obstante, se mantiene el valor significativo sobre la variable PROPIEDAD, que considera el carácter familiar de la propiedad del capital. En este sentido, la variable interacción entre la variable pérdida de confidencialidad y el tamaño de la empresa refleja un valor negativo y significativo en el modelo (2) (CONFIDxTAMAÑO) (-0,960; $p \leq 0.05$). Estos resultados señalan que, ante la decisión de salir a cotizar al MAB, la pérdida de confidencialidad se percibe como una barrera en el caso de las pequeñas y medianas empresas pero no en el caso de las grandes, confirmando resultados de la literatura previa que asocian una mayor asimetría informativa en las pymes frente a las grandes empresas, acostumbradas a suministrar mucha mayor cantidad de información (Fama, 1985; Fama y French, 2002). En relación con el efecto interacción entre la variable control y el tamaño, se puede apreciar que es en las empresas de mayor tamaño frente a las pymes donde la pérdida de control no se percibe como una barrera para la salida al MAB (CONTROLxTAMAÑO) (1,019; $p \leq 0.05$).

6. Conclusiones

La puesta en marcha del MAB constituye una novedosa vía de ventajas financieras y no financieras para empresas que por su tamaño y características han tenido cerrada la puerta del acceso a los mercados organizados de capitales (Cano et al., 2008; Soler & Carro, 2009). En este contexto, es relevante conocer el grado de interés que tienen las empresas familiares sobre el MAB, así como comprobar cuáles son los principales obstáculos y ventajas que aprecian las empresas familiares ante la decisión de salir a cotizar. Los resultados obtenidos confirman que las empresas familiares se enfrentan de manera diferente a las empresas no familiares ante esta decisión.

Un primer análisis univariante sobre los motivos que favorecen la salida al MAB y sobre las principales barreras que pueden limitar dicha decisión pone de manifiesto que, con independencia de que existan o no ayudas públicas a la salida, las empresas familiares perciben mayores beneficios pero también mayores barreras en la salida al MAB que las empresas no familiares.

Sin embargo en un escenario de ausencia de incentivos y ayudas públicas, el análisis multivariante no permite confirmar que el carácter familiar de la empresa sea un factor determinante ante la decisión de salir a cotizar al Mercado Alternativo Bursátil. De forma que en la ausencia de incentivos, los principales determinantes de salida al MAB, tanto para las empresas familiares como para las no familiares, son la conversión en liquidez de las acciones, la obtención de una valoración objetiva para la empresa (Brau et al., 2003; Gleason, Payne, & Wiggernhorn, 2007), así como la mejora de los mecanismos de gobierno. Este factor liquidez se convierte en el más relevante para el caso de las pequeñas y medianas empresas, que son aquellas para las que se diseña este tipo de mercado bursátil y, en particular, para las que proceden del sector industria y construcción. Adicionalmente, las empresas que previamente tenían conocimiento e información sobre el MAB son las más propensas a salir a cotizar.

En otro sentido, cuando se parte de un escenario en que existan incentivos públicos a la salida al MAB, la propiedad familiar gana protagonismo y refleja que las empresas cuyo capital está participado de forma mayoritaria por una familia (aunque no sean gestionadas por la familia) son más reacias a la salida al MAB. En concreto, lo que más preocupa a las empresas, tanto familiares como no familiares, es la pérdida de confidencialidad que supone la salida al MAB, al quedar obligadas a unos mayores estándares de información periódica y transparencia, especialmente en el caso de las pymes. De igual modo, la pérdida de control que conlleva la salida a bolsa debida a las propias turbulencias de los mercados financieros, así como a la resistencia al cambio de los propietarios y directivos se percibe como un problema para las pequeñas y medianas empresas pero no para las de mayor tamaño (Benninga et al., 2005; Berggren et al., 2000).

Un resultado también relevante es el relacionado con el perfil de empresa con posibilidades reales de acceso al MAB. En este sentido, se ha identificado que por tamaño, serían las pequeñas y medianas las que ofrecen un mayor interés, destacando especialmente la liquidez que ganarían sus acciones. Considerando el sector de actividad, son las pertenecientes al sector servicios y comercio las más proclives a participar en el MAB.

Las implicaciones y la utilidad del estudio son importantes en diferentes ámbitos. Para la Administración es necesario conocer en profundidad cuáles son los factores que favorecen o limitan su desarrollo para aplicar políticas que impulsen que las empresas familiares puedan salir al MAB. Los resultados confirman que la difusión del MAB es una medida relevante para tratar de consolidar el mercado y reducir la brecha informativa. En este sentido, se deberían tomar iniciativas que promovieran un mayor conocimiento sobre su existencia, así como sobre su funcionamiento dirigido a todo tipo de empresas e inversores. Para los gerentes o propietarios de las empresas familiares en expansión este trabajo es de utilidad de cara a gestionar de forma más adecuada la planificación financiera de la empresa, tomando en consideración una posible salida al MAB. También resulta de interés para los consultores y asesores registrados que ofrecen servicios especializados valorando la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse al MAB y asesorándolas en el cumplimiento de las obligaciones para poder participar en el mercado. Sin embargo, el MAB no ha conseguido una amplia aceptación en el tejido empresarial español. Las razones son de diferente naturaleza, entre ellas, la crisis financiera que ha convulsionado los mercados financieros, una escasa cultura financiera en las pymes, falta de información sobre el MAB o la percepción que existe sobre la complejidad y dificultad

de acceso. En este sentido, el estudio realizado por el Gabinete Financiero de FUNCAS (2007) pone de manifiesto la resistencia de las pymes españolas a innovar a la hora de utilizar nuevos mecanismos de financiación alternativos.

Adicionalmente, en el contexto de una grave crisis financiera y de acuerdo con el Banco Central Europeo (2013, 2012), ‘Encuesta sobre el acceso a la financiación de la pequeña y mediana empresa de la zona euro’, España es uno de los países de la UE con mayores restricciones financieras para las pymes en términos de dificultades de acceso al crédito, costes de la financiación, disposición de los bancos a proporcionar préstamos, así como requisitos de garantía. En este sentido, la encuesta realizada por el BCE señala que las necesidades de financiación de las pymes derivadas de la insuficiente disponibilidad de fondos internos son especialmente fuertes en Grecia, España, Italia y Portugal. En esta coyuntura, el Gobierno Español suscribió un Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación (2012), ‘Sobre condiciones de política sectorial financiera’, con el fin de comprometerse al fomento de fuentes de financiación alternativas a las tradicionales bancarias, debido a la excesiva dependencia de la economía española de la intermediación bancaria. Por todo ello, el presente estudio gana en relevancia y debe ayudar al mejor conocimiento y difusión de fuentes de financiación alternativas como el MAB.

Este estudio presenta varias limitaciones que sugieren vías de investigación futuras. En primer lugar, el limitado número de empresas interesadas en cotizar en el MAB provoca que el análisis de los resultados deba tomarse con cautela y no puedan ser generalizados los resultados. A pesar de que la muestra en su conjunto resulta representativa, el actual escenario de crisis económica puede estar condicionando el interés de las empresas por salir al MAB y por tanto los resultados del estudio. Adicionalmente, este estudio se centra en la percepción del propietario o gerente de la empresa y no considera la opinión más especializada de otros actores que juegan un papel fundamental en el MAB como son, la figura del asesor registrado, el proveedor de liquidez o incluso el propio gestor del MAB. Futuros trabajos deberían profundizar de forma integral en todo el proceso de salida al MAB dirigiéndose exclusivamente a las empresas interesadas en este mercado.

Funding

Authors acknowledge the funding of this research by the Spanish Ministry of Science and Innovation [ECO 2011-29080: The innovation of SMEs in Spain: performance, finance, business cycle and regional growth].

Note

1. Un amplio análisis sobre el concepto y definición de empresa familiar puede verse en: Westhead y Cowling (1998) y Wortman (1994).

References

- AECA. (2011). *Potencialidad del mercado alternativo bursátil (MAB) en España*. Madrid: Estudios Empíricos Aeca.
- Anderson, R., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. doi:10.1016/S0304-405X(03)00067-9
- Astudillo, A., Braun, M., & Castañeda, P. (2011). The going public decision and the structure of equity markets. *Journal of International Money and Finance*, 30(7), 1451–1470. doi:10.1016/j.jimonfin.2011.06.019
- Banco Central Europeo. (2009). *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the Euro Area*. Frankfurt: Author.

- Banco Central Europeo. (2012). *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the Euro Area*. Frankfurt: Author.
- Banco Central Europeo. (2013). *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the Euro Area*. Frankfurt: Author.
- Barton, S. L., & Matthews, C. H. (1989). Small firm financing: Implications from a strategic management perspective. *Journal of Small Business Management*, 27(1), 1–7.
- Beatty, R., & Ritter, J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15, 213–232. doi:10.1016/0304-405X(86)90055-3
- Becchetti, L., & Trovato, G. (2002). The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small Business Economics*, 19, 291–306. doi:10.1023/A:1019678429111
- Benninga, S., Helmantel, M., & Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75, 115–132. doi:10.1016/j.jfineco.2003.04.002
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613–673. doi:10.1016/S0378-4266(98)00038-7
- Berger, M., & Gaudry, O. (1987). Le second marché boursier. *Bulletin Du Crédit National*, 53, 1–41.
- Berggren, B., Olofsson, C., & Silver, L. (2000). Control aversion and the search for external financing in swedish smes. *Small Business Economics*, 15(3), 233–24. doi:10.1023/A:1008153428618
- Bessler, W., & Bittelmeyer, C. (2008). Patents and the performance of technology firms: Evidence from initial public offerings in Germany. *Financial Markets & Portfolio Management*, 22, 323–356. doi:10.1007/s11408-008-0089-3
- Blanco Barón, C. (2008). Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Revista De Derecho Y Economía*, 28, 77–102.
- Bolsas y Mercados. (2008). *¿Qué es el MAB?* Madrid. Retrieved from http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_MaB
- Brau, J. C., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. *The Journal of Business*, 76(4), 583–612. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.1086/377032>
- Cano, D., García Mora, A., & Guardado Rodríguez, M. (2008). MAB: Impulso al tejido económico y productivo español. *Revista Bolsa*, 178, 18–28.
- Carney, M., & Gedajlovic, E. (2002). The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies*, 39(1), 123–146. doi:10.1111/1467-6486.00285
- Carpenter, R. E., & Rondi, L. (2006). Going public to grow? Evidence from a panel of Italian firms. *Small Business Economics*, 27(4–5), 387–407. doi:10.1007/s11187-005-4323-3
- Castilla Cubillas, M., Duréndez Gómez-Guillamón, A., García Pérez De Lema, D., Sánchez Andujar, S., & De Torres, C. (2009). *El mercado alternativo bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española*. Granada: Universidad Granada.
- Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6–7), 641–658. doi:10.1002/smj.182
- Chaddad, F. R., & Reuer, J. J. (2009). Investment dynamics and financial constraints in IPO firms. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3, 29–45. doi:10.1002/sej.65.
- Chemmanur, T. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12, 249–279. doi:10.1093/rfs/12.2.249
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71–103. doi:10.1111/1468-2443.00034
- Claver Cortes, E., & Gómez Gras, J. M. (1987). Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil. *Actualidad Financiera*, 3, 122.
- Collis, J., & Jarvis, R. (2002). Financial information and the management of small private companies. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 9(2), 100–110. doi:10.1108/14626000210427357
- Cooley, P. L., & Edwards, C. E. (1983). Financial objectives of small firms. *American Journal of Small Business*, 8(1), 27–31.
- Crespo Espert, J. L., & García Tabuenca, A. (2007). Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados. *Revista De Bolsas Y Mercados Españoles*, 164, 22–27.

- Cressy, R. C., & Olofsson, C. (1997). European SME financing: An overview. *Small Business Economics*, 9, 87–96. doi:10.1023/A:1007921004599
- Ebihara, T., Kubota, K., Takehara, H., & Yokota, E. (2014). Market liquidity, private information, and the cost of capital: Market microstructure studies on family firms in Japan. *Japan and the World Economy*, 32, 1–13. doi:10.1016/j.japwor.2014.07.001
- Fama, E. F. (1985). What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, 15, 29–39. doi:10.1016/0304-3932(85)90051-0
- Fama, E. F. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15, 1–33. Retrieved from <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2696797?sid=21104908183241&uid=4&uid=3737952&uid=2>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. doi:10.1086/467037
- Farinós, J. E., & Sanchis, V. A. (2009). Factores determinantes de la salida a bolsa en España. *Working Paper Series IVIE*, 3, 1–47.
- Farinós Viñas, J. E., García Martín, C. J., & Martínez Lobato, F. (2013). La infravaloración de las ofertas públicas iniciales en el mercado español: Empresa familiar versus empresa no familiar. *Revista Europea De Dirección Y Economía De La Empresa*, 22(4), 203–217. doi:10.1016/j.redee.2013.07.001
- Field, L. C. (1998). *The IPO as the first stage in the sale of the firm*. Working Paper. Philadelphia: Pennsylvania State University.
- Fischer, C. (2000). Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt. Working Paper, Social Science Research Network. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=229529
- Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258. doi:10.2307/256324
- FUNCAS. (2007). Pyme y financiación: Un marco conceptual. *Perspectivas Del Sistema Financiero*, 90, 11–20.
- Gallo, M., & Vilaseca, A. (1996). Finance in family business. *Family Business Review*, 9(4), 387–401. doi:10.1111/j.1741-6248.1996.00387.x
- Gallo, M. A., Tápies, J., & Cappuyns, K. (2000). Comparación entre empresas familiares y no familiares: Lógicas financieras y preferencias personales. Documento de Investigación 406, IESE, Universidad de Navarra. Retrieved from <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0406.pdf>
- Gill, B., & Pope, P. F. (2004). The determinants of the going public decision: Evidence from the U. K. Working Paper. IVIE, AD-WP-2004-22.
- Giudici, G., & Paleari, S. (2000). The provision of finance to innovation: A survey conducted among Italian technology-based small firms. *Small Business Economics*, 14, 37–53. Retrieved from <http://link.springer.com/article/10.1023%2FA%3A1008187416389#page-1>
- Gleason, K., Payne, B., & Wiggenhorn, J. (2007). An empirical investigation of going private decisions of US firms. *Journal of Economics and Finance*, 31(2), 207–218. doi:10.1007/BF02751643
- Godfrey, P. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777–798. doi:10.5465/AMR.2005.18378878
- Guo, R., Lev, B., & Zhou, N. (2005). The valuation of biotech IPOs. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20, 423–459.
- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18, 451–465. doi:10.1016/S0883-9026(03)00053-3
- Hamilton, R. T., & Fox, M. A. (1998). The financing preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4, 239–248. doi:10.1108/13552559810235529
- Harjoto, M., & Garen, J. (2005). Inside ownership beyond the IPO: The evolution of corporate ownership concentration. *Journal of Corporate Finance*, 11, 661–679. doi:10.1016/j.jcorpfin.2004.08.002
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101, 678–709. doi:10.1086/261893
- Houston, M. (2003). Alliance partner reputation as a signal to the market: Evidence from bank loan alliances. *Corporate Reputation Review*, 5, 330–342. doi:10.1057/palgrave.crr.1540182

- Hoy, F., & Verser, T. G. (1994). Emerging business, emerging field: Entrepreneurship and the family firm. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 19(1), 9–23.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The life cycle of initial public offering firms. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 26, 1281–1307. doi:10.1111/1468-5957.00298
- Jaskiewicz, P., Gonzalez, V. M., Menendez, S., & Schiereck, D. (2005). Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179–202. doi:10.1111/j.1741-6248.2005.00041.x
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Small Journal of Business Finance and Accounting*, 25(1&2), 1–27. doi:10.1111/1468-5957.00176
- Lee, Y., & Lee, J. (2008). Strategy of start-ups for IPO timing across high technology industries. *Applied Economics Letters*, 15, 869–877. doi:10.1080/13504850600820650
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184. doi:10.2307/4126768
- Liu, Y., Ahlstrom, D., & Yeh, K. S. (2006). The separation of ownership and management in Taiwan's public companies: An empirical study. *International Business Review*, 15(4), 415–435. doi:10.1016/j.ibusrev.2006.04.001
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2), 459–494. doi:10.1093/rfs/14.2.459
- Marchisio, G., & Ravasi, D. (2000). *Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPOs*. 11th Annual World Conference. Tradition or entrepreneurship in the new economy, London: Academic Research Forum Proceedings.
- Maug, E. (2001). Ownership structure and the life-cycle of the firm: A theory of the decision to go public. *Review of Finance*, 5(3), 167–200. doi:10.1023/A:1013804026442
- Mazzola, P., & Marchisio, G. (2003). The strategic role of going public in family businesses' long-lasting growth: A study of Italia IPOs. 14th FBN world conference, Lausana.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49. doi:10.1111/0447-2778.00004
- McMahon, R., & Davies, L. (1994). Financial reporting and analysis practices in small enterprises: Their association with growth rate and financial performance. *Journal of Small Business Management*, 32(1), 9–17.
- Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. (2012). *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera*. Madrid: Author.
- Miralles Marcelo, J. L. M., Miralles Quirós, M., & Lisboa, I. (2012). Empresa familiar y bolsa: Análisis de rentabilidad y estrategias de inversión. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 41(155), 393–416. doi:10.1080/02102412.2012.10779730
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23, 53–64.
- Monreal, J., Calvo-Flores, A., García, D., Meroño, A., Ortiz, P., & Sabater, R. (2002). *La empresa familiar: Realidad económica y cultura empresarial*. 1ª Edición. Madrid: Ed. Civitas.
- MORI. (2000). SMEs attitude to social responsibility. Market and Opinion Research International, February.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nouzille, V. (1985). Ce qui fait courir les entreprises. *Tertiel*, 10, 34–37.
- Olivares Blanco, I. (2008). El mercado alternativo bursátil: Características y diferencias frente al mercado bursátil. *Revista Del Derecho Del Mercado De Valores*, 2, 237–271.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1996). The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy. *European Economic Review*, 40, 1057–1069. doi:10.1016/0014-2921(95)00115-8
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64. doi:10.1111/0022-1082.25448

- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113, 187–225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2586989>
- Palacín-Sánchez, M. ^a. J., & Jara-Corrales, E. M. ^a. (2012). El mercado alternativo bursátil en España: Una valoración. *Cuadernos De Economía*, 35, 77–85. doi:10.1016/S0210-0266(12)70025-0
- Patier, C. C., & Lorente, A. G. (2012). Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: El mercado alternativo bursátil (MAB). *Revista De Estudios Cooperativos*, 109, 81–109.
- Pérez López, C., & Palacín-Sánchez, M. J. (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? *Estrategia Financiera*, 263, 48–57.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14, 179–191. doi:10.1002/smj.4250140303
- Poulsen, A. B., & Stegemoller, M. (2008). Moving from private to public ownership: Selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management*, 37, 81–101. doi:10.1111/j.1755-053X.2008.00005.x
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance*, 47, 1367–1400. doi:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50, 1421–1460. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- Randøy, T., & Goel, S. (2003). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619–637. doi:10.1016/S0883-9026(03)00013-2
- Ritter, J. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19, 269–281. doi:10.1016/0304-405X(87)90005-5
- Röell, A. (1996). The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, 40(3–5), 1071–1081. doi:10.1016/0014-2921(95)00114-X
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16, 285–310. doi:10.1016/S0883-9026(99)00053-1
- Rydqvist, K., & Högholm, K. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1, 287–315. doi:10.1111/j.1468-036X.1995.tb00021.x
- Sacristán Navarro, M. (2001). Análisis de los factores determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar: Una aplicación a la pyme. *Papeles De Economía Española*, 89–90, 217–220.
- Schwass, J. (2000). *Relaciones entre propiedad y profesionales no familiares*. Conferencia de la Cátedra de la Empresa Familiar, Documento 110, Universidad de Barcelona.
- Sharma, P., Chrisman, J., & Chua, J. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 1–35. doi:10.1111/j.1741-6248.1997.00001.x
- Sirgy, M. J. (2002). Measuring corporate performance by building on the stakeholders model of business ethics. *Journal of Business Ethics*, 35, 143–162. doi:10.1023/A:1013856421897
- Soler Vázquez-Guillén, L., & Carro Meano, D. (2009). El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación. *Estrategia Financiera*, 263, 58–62.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20, 571–610. doi:10.5465/AMR.1995.9508080331
- Trostel, A. O., & Nichols, M. L. (1982). Privately-held and publicly-held companies: A comparison of strategic choices and management processes. *Academy of Management Journal*, 25(1), 47–62. doi:10.2307/256023
- Ward, J. L. (2001). Tensión y fracaso empresarial. *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar*, 26, 38–41.
- Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family firm research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(1), 31–57.
- Wieland, J. (2001). The ethics of governance. *Business Ethics Quarterly*, 11(1), 73–87. doi:10.2307/3857870
- Wortman, M. S. (1994). Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7(1), 3–27. doi:10.1111/j.1741-6248.1994.00003.x
- Yosha, O. (1995). Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4, 3–20. doi:10.1006/jfin.1995.1001
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *The Review of Economic Studies*, 62, 425–448. doi:10.2307/2298036

ANEXO: Cuestionario

¿El control mayoritario de su empresa es familiar? (Un grupo familiar tiene más del 50% del capital):

SI NO

Los puestos de dirección, ¿están ocupados mayoritariamente por miembros de la familia?

SI NO

¿Conoce el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)?

El MAB es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, bajo una regulación, procesos y costes adecuados a sus características.

SI NO

¿De cara al futuro en su planificación financiera considera como alternativa la salida al MAB?

SI a corto plazo (en los próximos 2 años)

SI a medio y largo plazo (más de 2 años)

NO

¿La consideraría una alternativa si los incentivos públicos fueran más favorables?

SI NO

Motivos o razones por los que su empresa SI saldría a

cotizar al MAB (INDEPENDIENTEMENTE DE SI

VD TIENE PENSADO O NO SALIR)

Nada importante

Muy importante

	1	2	3	4	5
● Financiar el crecimiento de la empresa	1	2	3	4	5
● Notoriedad e imagen de la empresa	1	2	3	4	5
● Posibilitar la conversión en liquidez de las acciones	1	2	3	4	5
● Obtener una valoración objetiva de la empresa	1	2	3	4	5
● Superar restricciones crediticias	1	2	3	4	5
● Diversificar el riesgo de la empresa	1	2	3	4	5
● Incrementar las inversiones en I+D+i	1	2	3	4	5
● Profesionalizar la gestión	1	2	3	4	5
● Resolver problemas en el proceso de sucesión	1	2	3	4	5
● Asegurar la continuidad del negocio	1	2	3	4	5
● Implantar gobierno corporativo	1	2	3	4	5

Motivos o razones por los que su empresa NO saldría a

cotizar al MAB (INDEPENDIENTEMENTE DE SI

VD TIENE PENSADO O NO SALIR)

Nada importante

Muy importante

	1	2	3	4	5
● Pérdida de control	1	2	3	4	5
● Trámites complejos	1	2	3	4	5
● Elevadas exigencias de información	1	2	3	4	5
● Pérdida de confidencialidad	1	2	3	4	5
● Elevados costes de salida	1	2	3	4	5
● Turbulencia de los mercados bursátiles	1	2	3	4	5
● Falta de información sobre el MAB	1	2	3	4	5
● Resistencia al cambio de los propietarios	1	2	3	4	5
● Resistencia al cambio de los directivos	1	2	3	4	5
● Sistemas de control de la gestión insuficientes	1	2	3	4	5
● Falta de personal interno especializado	1	2	3	4	5