

El 'empresario-inversor' y las relaciones cruzadas de rentabilidad-riesgo entre sus activos reales y financieros**

Juan David Arranz García y José David Vicente Lorente

Universidad de Salamanca, Facultad de Economía y Empresa,

Departamento de Administración y Economía de la Empresa

Campus "Miguel de Unamuno", 37007 Salamanca

RESUMEN

Este trabajo constituye un primer intento en explorar las posibles interacciones entre las decisiones de inversión real y financiera de un agente que se comporta simultáneamente como empresario y como inversor en el mercado de valores. En concreto, planteamos un conjunto de hipótesis sobre la relación entre riesgo y resultados de la inversión en activos reales, y sobre indicadores análogos relativos a su cartera de valores. Tomando al 'empresario-inversor' como unidad de análisis, contrastamos la relación existente entre indicadores de la rentabilidad y crecimiento de la empresa, y medidas del riesgo y rentabilidad de las SICAV de las cuales son propietarios significativos. A partir de una muestra que incluye 69 empresarios que, a su vez, son propietarios significativos de SICAVs durante el periodo 2006-2010, nuestros resultados confirman que existen relaciones negativas significativas entre el crecimiento de la empresa real y la rentabilidad de la SICAV, y relaciones positivas significativas entre rentabilidades de la empresa y de la SICAV.

Palabras clave: empresario-inversor, rentabilidad-riesgo, información, recursos gerenciales, activos reales, activos financieros, SICAV

ABSTRACT

This work represents a first attempt to explore possible interactions between the decisions of real and financial investment of an agent that behaves simultaneously as an entrepreneur and investor in the stock market. Specifically, we propose a set of hypotheses about the relationship between risk and investment results in real assets, and similar indicators relating to their portfolio. Taking the 'entrepreneur-investor' as the unit of analysis, we test several hypotheses related to the relationship between indicators of profitability and business growth, and measures of risk and return of investment companies (SICAV) which are significantly owned by the entrepreneur. From a sample that includes 69 businessmen who, in turn, own SICAVs significant during the period 2006-2010, our results confirm that there are significant negative relationships between growth of real business and profitability of the fund, and yields significant positive relationships between the company and the SICAV.

Keywords: entrepreneur-investor, risk-return, information, managerial resources, real assets, financial assets, SICAV

** Los autores agradecen la ayuda financiera del proyecto ECO 2010-2178 de la Dirección General de Investigación del Ministerio de Educación, y de los fondos FEDER

INTRODUCCIÓN

Uno de los aspectos fundamentales de la actividad empresarial es el elevado grado de incertidumbre acerca de sus resultados. En esencia, el riesgo es un factor inherente a la toma de decisiones en el ámbito empresarial, sean éstas estratégicas u operativas. De acuerdo con Knight (1921) el riesgo inherente a la actividad empresarial está excluido de posibles contratos de seguros por un doble motivo. En primer lugar la incertidumbre asociada a muchas de las decisiones del empresario es idiosincrásica y no es mensurable lo cual imposibilita la aplicación de técnicas actuariales para la valoración de dicho riesgo. En segundo lugar, la relación entre un empresario y un ‘eventual asegurador’ frente a posibles pérdidas está sujeta a un problema de conflicto de intereses (‘moral hazard’). En este contexto, el empresario se caracteriza por su menor grado de aversión del riesgo y de su superior capacidad para decidir en situaciones que involucran un elevado grado de incertidumbre.

Por tanto, la función del riesgo y la capacidad del empresario para su gestión resultan aspectos clave para profundizar en cuestiones especialmente relevantes dentro de la Administración de Empresas y, en concreto, dentro del ámbito de la Dirección Estratégica. Es más, el análisis del riesgo ha constituido uno de los aspectos centrales en el desarrollo de modelos o teorías que tratan de justificar la toma de un amplio abanico de decisiones empresariales así como de sus resultados.

Así desde el ámbito de las Finanzas, encontramos modelos de elección racional por parte de individuos inversores, a la hora de seleccionar la composición de una cartera tales como el CAPM (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; y Black, 1972), basado en la teoría de selección de carteras de Markowitz (1952).

En el ámbito de la investigación en Dirección Estratégica, la gestión del riesgo constituye un aspecto nuclear de las decisiones de diversificación corporativa (Chiu, 2007), innovación (Genus & Coles, 2006) internacionalización (Figueira de Lemos et al, 2011), reestructuración (Muñoz-Bullón & Sánchez-Bueno, 2011), opciones reales ‘real options’ (McGrath, 1999).

A pesar de la abundancia de propuestas teóricas acerca del papel del riesgo en las decisiones estratégicas, los resultados empíricos distan de ser concluyentes y, en muchos casos resultan contradictorios. Por ejemplo, el trabajo seminal de Bowman (1980) vino a cuestionar el principio ampliamente aceptado dentro de la ortodoxia financiera de que la rentabilidad media de un activo está positivamente relacionada con su riesgo. El análisis empírico de Bowman así como trabajos posteriores (Fiegenbaum & Thomas, 1988) vienen a confirmar la

relación negativa entre la variabilidad de los resultados y la rentabilidad media en muestras multisectoriales.

En el ámbito de la Dirección Estratégica, los resultados empíricos ofrecen interesantes aunque todavía escasa evidencia acerca del vínculo entre riesgo y estrategia. Nuestro trabajo trata de profundizar en este aspecto al proponer y contrastar ciertas hipótesis que relacionan el comportamiento del empresario como gestor de su negocio a la vez que toma decisiones como inversor en el mercado de capitales a través del instrumento de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV). Nuestro objetivo básico es analizar, explicar y contrastar la relación entre las decisiones de crecimiento empresarial llevadas a cabo por el empresario y ciertas características básicas de su estrategia y resultados como inversor en el mercado de capitales. Varias son las cuestiones de interés sobre las que nuestro trabajo puede arrojar luz. Dada la ausencia de trabajos publicados en esta cuestión concreta, podemos afirmar que el presente trabajo, constituye un primer intento de carácter exploratorio sobre la relación de los resultados del comportamiento del empresario como gestor de su negocio o como inversor. En otros términos, ¿qué relación existe entre el riesgo y rentabilidad derivados de la actividad real del empresario y los de su comportamiento como inversor en el mercado de capitales? La respuesta a estas cuestiones no sólo ofrece evidencia de interés en sí misma sino que abre nuevas vías para el desarrollo de posibles explicaciones teóricas sobre nuestro conocimiento de las características del empresario además de entender por qué y cómo toma sus decisiones.

MARCO TEÓRICO

Cualquier tipo de decisión se puede medir en términos de rentabilidad esperada y el nivel de riesgo percibido, siendo el empresario el que mejor define esta realidad, ya que su característica principal es la de asumir riesgos para obtener una serie de contraprestaciones (Knight, 1921).

Por tanto, a la hora de estudiar el comportamiento de un agente económico, en su doble vertiente de gestor de activos reales e inversor en activos financieros, podemos diferenciar dos tipos de decisiones en función de su ámbito y naturaleza. Las decisiones relativas a la toma de decisiones del negocio del cual el empresario es propietario significativo ('sector real') y aquellas otras que ejecuta el empresario como inversor en los mercados financieros mediante la compraventa de activos financieros en los mercados de capitales ('sector financiero') y que no están directamente relacionadas con decisiones estratégicas u operativas de su negocio principal.

Desde esta perspectiva nos planteamos la siguiente cuestión: ¿están ambas decisiones relacionadas? En el sector real tomaremos como base del estudio la estrategia de crecimiento empresarial y su rentabilidad. Las decisiones de crecimiento es uno de los aspectos centrales de interés en la literatura en Administración de Empresas, tanto por su trascendencia como por la complejidad e incertidumbre acerca de sus resultados (Rosenberg, 2004). Como bases para la propuesta de hipótesis en este trabajo, partiremos de distintas aproximaciones conceptuales: enfoque de recursos (Wernerfelt, 1984), costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983), gestión de la cadena de valor (Ketchen & Giunipero, 2004). En el apartado de las decisiones de inversión financiera también tomaremos como base el estudio de las variables rentabilidad y riesgo, partiendo de la teoría financiera clásica (Brealey & Myers, 1981) y añadiendo el punto de vista de teorías y evidencia complementarias como la teoría del comportamiento (Kahneman & Tversky, 1979), paradoja de Bowman (1980), y la evidencia de información en redes sociales (Fracassi, 2008).

Partiendo de estos enfoques, avanzaremos en la propuesta de hipótesis relativas a la relación entre ambos tipos de decisiones (inversión real – inversión financiera) para clarificar el comportamiento dual del ‘empresario-inversor’.

Relación rentabilidad real – rentabilidad financiera

Desde la perspectiva neoclásica de la teoría económica, el objetivo principal del capitalista es maximizar el valor de su capital (Sundaram & Inkpen, 2004), y por tanto, maximizar la rentabilidad total, como la suma de la rentabilidad de los activos reales, más la rentabilidad de las inversiones financieras. Los individuos, entendidos como inversores racionales, persiguen maximizar su rentabilidad, vista en conjunto e integrada por la totalidad de los activos, reales y financieros.

El enfoque de recursos (Barney, 1991; Peteraf, 1993; Wernerfelt, 1984) nos plantea la existencia de ciertos recursos y capacidades como determinantes fundamentales en la explicación de la rentabilidad de una empresa. Las capacidades directivas asumen una función principal a la hora de gestionar el resto de recursos de la empresa y conseguir una ventaja competitiva (Aaker, 1989). Así por ejemplo, existen capacidades propias del directivo, como pueden ser la capacidad de análisis, la identificación de nuevas oportunidades de negocio y la propia capacidad de asunción de riesgos, que son elementos clave en la gestión de una empresa, y fundamentales a la hora de generar una ventaja competitiva.

Una empresa puede conseguir mayores beneficios no por tener mejores recursos, sino por gestionarlos mejor (Mahoney, 1995). Además, partiendo de la diferenciación entre recursos y capacidades, podemos considerar a estos últimos dinámicos, en cuanto al carácter fijo de los primeros (Dierickx & Cool, 1989), siendo la experiencia del directivo (como acumulación de recurso gerencial) un factor positivo para el aprovechamiento de nuevas oportunidades de crecimiento (Kor, 2003).

Dentro de la clasificación habitual de los recursos internos (Teece, 1982; Chatterjee & Wernerfelt, 1991), destacan los recursos intangibles, los cuales, en función de sus especiales características (escasez, movilidad imperfecta y especificidad) pueden constituir fuentes de ventajas competitivas duraderas. En esta categoría de recursos se encuentra la información. Este activo puede considerarse estratégico en la medida que el acceso a información no disponible por terceros puede situar a un empresario en una situación de privilegio a la hora de identificar oportunidades de negocio en su proceso de toma de decisiones. Así mismo, la disponibilidad de dicha información tiene un evidente valor para un inversor en la medida que le permite reducir la incertidumbre y generar expectativas más precisas sobre el valor de un activo negociable. De hecho la existencia y control de dicha información en este último caso reviste un particular interés para el regulador en la medida que puede desembocar en fenómenos de 'insider trading' cuando los ejecutivos utilizan información privada para conseguir utilidades superiores a los de un agente externo, bien mediante acciones propias o a través de terceros.

Hall (1992) situaba a la información y las redes de la empresa (conjunto de relaciones de la empresa, tanto internas como externas) como algunos de los activos intangibles más relevantes a la hora de explicar el éxito empresarial. La información se transmite a agentes ajenos a las empresas (Cohen et al, 2008), debido a diversos vínculos sociales, como por ejemplo la educación (Cohen et al 2010). Los ejecutivos están integrados dentro de una red social que incluye a sus contactos desde su etapa formativa, además de los conocidos en su etapa profesional, con los que intercambian información que afecta a su toma de decisiones (Fracassi & Tate, 2012), en especial en lo relativo a decisiones financieras corporativas (Fracassi, 2008), ya que existe una serie de información de acceso restringido para agentes externos a la red social de la que forman parte los ejecutivos.

La información reúne ciertas características de interés que la califican como 'recurso estratégico' (Barney, 1991). En primer lugar es un recurso polivalente, es decir, puede admitir usos alternativos sin pérdida de valor. Por ejemplo, las actividades relativas a la gestión de un negocio en el sector real permiten acceder a datos como las necesidades de cliente, previsión de demanda y

tecnología, de conocimiento limitado por parte de agentes externos a las actividades empresariales en dicho sector. Esta información puede ser útil para crear expectativas más precisas acerca de las oportunidades de inversión o el valor de activos financieros negociados en mercados públicos. Desde esta perspectiva, la mayor rentabilidad del negocio de un 'empresario-inversor' puede ser indicativa de la existencia de información igualmente útil para conseguir mayor rentabilidad de su cartera de activos negociables en los mercados financieros.

Estos argumentos explican una relación positiva en el caso de suponer las capacidades gerenciales similares para empresas o sectores diferentes, por tanto:

Hipótesis 1a: la rentabilidad de los activos reales está positivamente relacionada con la rentabilidad de los activos financieros

Por otra parte, las habilidades de los agentes son heterogéneas y por tanto los 'empresarios-inversores' pueden contar con distintos niveles de capacidad de análisis y evaluación, habilidad para liderazgo y motivación de sus empleados o en la pericia en identificar oportunidades de inversión. Todas ellas conforman un catálogo de capacidades de gestión cuyo alcance está limitado en función del tiempo disponible por parte del 'empresario-inversor' para el ejercicio de sus actividades y de la especificidad de dichas capacidades. En este sentido, el mayor esfuerzo y dedicación por parte de un agente en su función empresarial iría en detrimento del resto de sus actividades, y en concreto, de su dedicación a la gestión de su cartera de inversiones en activos negociables que sufriría de la menor atención recibida por parte del 'empresario-inversor' o como resultado de la delegación de dichas actividades en terceros.

En el mismo sentido operaría el argumento que sostiene que las capacidades directivas son en gran medida específicas (Penrose, 1959) y, por tanto, de menor valor cuando son aplicadas a actividades distintas de la función empresarial en un determinado negocio o sector. En otros términos, partiendo del supuesto de que la información o capacidades gerenciales son específicas al sector o negocio se deduce que un gestor con información o capacidades privilegiadas no necesariamente obtendrá mejores resultados en su papel de inversor.

Estos argumentos nos llevan a plantear la siguiente hipótesis competitiva con la anterior.

Hipótesis 1b: la rentabilidad de los activos reales está negativamente relacionada con la rentabilidad de los activos financieros

Relación riesgo real – rentabilidad financiera

Cuando una empresa se enfrenta a un proyecto de inversión, una de las cuestiones que se plantea es la forma de financiarlo. Bajo unas hipótesis bastante restrictivas, Modigliani y Miller (1958) propusieron que la forma de financiar estos proyectos era irrelevante para el valor de la empresa, estando determinado específicamente por las decisiones de inversión.

Alternativamente, la teoría de la elección jerárquica de las fuentes de financiación (Myers & Majluf, 1984) propone un orden de elección (definido por el nivel de información asimétrica existente) de la forma de financiación a la hora de afrontar un proyecto de inversión: siendo con recursos autogenerados la primera opción, deuda la segunda, y por último la emisión de acciones. La empresa podrá financiar un mayor número de proyectos más arriesgados (en los que existe mayor nivel de información asimétrica) obteniendo mayor rentabilidad en las inversiones financieras del empresario. Es decir, los proyectos más arriesgados (con mayor información asimétrica) reducen la posibilidad de financiación externa (endeudamiento bancario, emisión deuda o ampliación de capital de socios que no lo son actualmente), de modo que el empresario utiliza los fondos derivados de su cartera de valores para invertirlos en su negocio real, ya que esta opción es la que le permite optimizar el coste de capital.

El planteamiento de elección de proyectos en función de los fondos disponibles es similar al de las rentas ricardianas. Asumiendo que el 'empresario-inversor' se enfrenta a un conjunto de inversiones heterogéneo en términos de riesgo y rentabilidad esperados, cabe argumentar que el proceso de selección de inversiones operará de modo secuencial: en primer lugar se emprenden los proyectos menos arriesgados para, posteriormente, optar a inversiones con mayor nivel de incertidumbre. Así, con mayor disponibilidad de recursos propios (mayor rentabilidad de las inversiones financieras), se emprenderán proyectos cada vez más arriesgados.

Considerando que los proyectos de inversión en activos reales y financieros son, en esencia, decisiones que afectan de manera conjunta al patrimonio del 'empresario-inversor' es previsible que una mayor rentabilidad de los activos financieros, pondrá a disposición del inversor una mayor disponibilidad de recursos financieros para financiar proyectos más arriesgados, también en

activos reales, máxime cuando el acceso a la financiación resulte limitado por fenómenos de información asimétrica entre el proveedor de fondos y su cliente (Myers & Majluf, 1984).

Para el caso de financiación ajena, el proveedor de fondos en un mercado competitivo (la entidad financiera) puede entender que la rentabilidad obtenida de los activos financieros, es una señal que distingue a los mejores empresarios ya que son capaces de elegir las mejores inversiones. Por tanto, la rentabilidad de la cartera de valores de un empresario puede ser interpretada por el prestamista como una señal creíble y observable de la disponibilidad de recursos de “mayor calidad” (en términos de información privada). En otros términos, la mayor rentabilidad obtenida por el empresario en sus activos negociables ofrece a su prestamista una mayor confianza sobre el criterio del empresario a la hora de seleccionar proyectos de inversión para su negocio. Desde esta perspectiva, el proveedor de fondos puede ofrecer mejores condiciones (mayor cantidad de fondos o con menor coste) para financiar proyectos empresariales a aquellos empresarios que se han revelado en el pasado como “buenos inversores” en el mercado financiero. Así el empresario obteniendo mayor rentabilidad de sus inversiones financieras, podría apalancarse en mayor medida para emprender nuevos proyectos, cada vez más arriesgados.

Hipótesis 2a: el riesgo de los activos reales está positivamente relacionado con la rentabilidad de los activos financieros

Bajo el enfoque de la empresa vista como agente estratégico (Porter, 1980, 1985), la visión tradicional veía a cada una de estas empresas como entes totalmente independientes, que luchaban para obtener una mayor rentabilidad, lo cual induciría a un incremento de la rivalidad de las unidades productivas en un mercado. Debido al incremento de los mercados globales las empresas están tratando de reinventar sus negocios y mantener su ventaja competitiva a través de la colaboración (Bititci et al, 2004). La competencia ha pasado de realizarse entre empresas a entre cadenas de valor (Horvath, 2001) y es muy importante la colaboración dentro de la cadena de valor integrando los socios comerciales (Barratt & Oliveira, 2001) y compartiendo la información y los beneficios (McLaren et al, 2002).

Considerando a las entidades financieras como proveedores de recursos financieros para la empresa real, esta colaboración entre ambas resulta ser positiva en el entorno competitivo que se sitúa la empresa. Suponiendo que la

misma entidad financiera que actúa como proveedor de fondos, se encarga también de la gestión de inversiones financieras del 'empresario-inversor', pueden existir determinadas contraprestaciones pactadas por las partes. Por un lado, el banco es un proveedor de fondos para la actividad real de la cual el empresario es propietario y gestor pero además, el banco actúa como agente intermediario en los mercados financieros. La relación entre un banco y un 'empresario-inversor' no debe contemplarse como una suma de contratos independientes (esto es, la provisión de fondos, gestión y asesoramiento de la cartera de activos financieros, entre otros) sino que supone una relación entre la entidad financiera y el 'empresario-inversor' que considera todas las prestaciones y contraprestaciones entre ambos agentes de manera conjunta. Por ejemplo, el hecho de que un banco garantice un proyecto de inversión real con un cierto nivel de riesgo, puede exigir una compensación en términos de mayores comisiones de gestión o inversiones en determinados activos financieros, no necesariamente óptimas consideradas aisladamente pero que sí resultan deseables para ambas partes vistas globalmente.

Hipótesis 2b: el riesgo de los activos reales está negativamente relacionado con la rentabilidad de los activos financieros

Relación rentabilidad real – riesgo financiero

El problema de información asimétrica existente entre propiedad y control dentro de una organización genera costes de agencia (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen 1983). La divergencia de intereses entre ambas partes puede originar una menor rentabilidad, debido por ejemplo a que los propietarios de un negocio buscan el máximo beneficio, mientras que sus gestores pueden ejercitar su control sobre la organización para buscar la seguridad económica.

Siguiendo con el planteamiento expuesto en las hipótesis 2, si consideramos al gestor de las inversiones financieras, existe un problema de agencia, en el que el principal es el inversor (propietario), y el gestor (entidad financiera) es el agente. Éste último puede no tener los mismos objetivos que el principal y se deberán incurrir en unos costes de control para minimizar el conflicto principal-agente

El problema es similar al estudiado en las relaciones de diversificación y resultado. Las estrategias de diversificación representan los conflictos entre directivos y accionistas (Denis et al, 1999), en este caso gestores e inversores, diversificando para reducir su riesgo laboral (Amihud & Lev, 1981, 1999), dando continuidad a su gestión de los activos financieros.

Con activos reales menos rentables, los empresarios tendrán que dedicar más tiempo y esfuerzo a la empresa real, teniendo menos tiempo y capacidad de control sobre el agente o gestor de las inversiones financieras, originando una mayor diversificación financiera (es decir, reduciendo el riesgo financiero) por un interés individual del agente para mejorar su seguridad económica. Esto es así debido a la capacidad limitada del empresario, y su tiempo limitado para atender el negocio real y la gestión de sus inversiones financieras.

Hipótesis 3a: la rentabilidad de los activos reales está positivamente relacionado con el riesgo de los activos financieros

Un enfoque alternativo es el planteamiento de la teoría prospectiva o prospect theory (Kahneman & Tversky, 1979). Los individuos no son aversos al riesgo independientemente de la situación en la que se encuentran, sino que esta posición al riesgo de los individuos varía en función del contexto, e incluso de cómo los agentes perciben y evalúan la incertidumbre en función de la interpretación del problema en términos de costes o beneficios. Así, con rentabilidades esperadas superiores a un nivel objetivo, los individuos son aversos al riesgo; pero con rentabilidades esperadas menores a ese nivel objetivo, los individuos tienen un comportamiento propenso al riesgo (Núñez Nickel & Cano Rodríguez, 2002).

Este comportamiento actúa también en las tomas de decisión empresariales (Bowman, 1982; Fiegenbaum & Thomas, 2004), existiendo una relación positiva entre rentabilidad y riesgo a partir del nivel objetivo, y negativa por debajo de éste. Así, con menores rentabilidades, la actitud al riesgo varía, disminuyendo la aversión al riesgo. Una menor rentabilidad por decisiones de inversión en activos reales, disminuiría la aversión al riesgo, y el individuo invertiría en activos financieros más arriesgados.

Hipótesis 3b: la rentabilidad de los activos reales está negativamente relacionado con el riesgo de los activos financieros

Relación riesgo real – riesgo financiero

A efectos de valorar una cartera de activos, desde el punto de vista de la economía financiera, no se diferencia entre activos reales y financieros. Los modelos de valoración de carteras no establecen comportamientos distintos del inversor en función de los tipos de activos, si bien la gran mayoría de los trabajos empíricos relativos a modelos de valoración de activos tienen como unidad de análisis los activos financieros negociables en mercados oficiales debido a la disponibilidad y accesibilidad de la información para este tipo de activos.

Según la teoría financiera, existe una relación positiva entre riesgo y rentabilidad (Brealey & Myers, 1981), es decir, cualquier inversor admite un mayor riesgo en su cartera sólo si va asociada con una mayor rentabilidad esperada. Para carteras de activos con mismo nivel de rentabilidad (y al igual que antes, asumiendo que los individuos son aversos al riesgo), se preferirá la opción con menor riesgo.

Por tanto se espera una compensación de riesgos de los activos que componen un portfolio, bien sean reales o financieros. Es decir, si aumenta el riesgo de una clase de activos, para mantener el mismo nivel de riesgo, debería reducirse en el resto de activos asumiendo que la rentabilidad esperada no varíe. En consecuencia,

Hipótesis 4b: el riesgo de los activos reales está negativamente relacionada con el riesgo de los activos financieros

Aunque a partir del trabajo de Fama y French (1992) y otros trabajos posteriores se ha concluido la no existencia de esa relación positiva, sino negativa, o sin relación (Núñez Nickel & Cano Rodríguez, 2002), siendo un tema de elevado interés para numerosos académicos que ha originado la publicación de numerosos artículos en estas áreas.

Como continuación del enfoque de recursos y capacidades, una capacidad importante en los recursos directivos es la asunción o gestión del riesgo. La actitud frente al riesgo depende de 2 variables: actitud y percepción frente al riesgo (Pennings & Wansink, 2004), siendo la actitud un factor intrínseco al individuo, y que por tanto debería ser compartido para todos los escenarios.

Así, individuos que arriesgan más con sus decisiones de inversión real, también lo harán en sus decisiones de inversión financiera.

Hipótesis 4a: el riesgo de los activos reales está positivamente relacionada con el riesgo de los activos financieros

Figura 1.- Resumen hipótesis

RELACIÓN POSITIVA		
	Rentabilidad Financiera	Riesgo Financiero
Rentabilidad Real	Hipótesis información redes sociales / capacidades gerenciales complementarias	Hipótesis costes de agencia
Riesgo Real	Hipótesis pecking order	Hipótesis actitud riesgo

RELACIÓN NEGATIVA		
	Rentabilidad Financiera	Riesgo Financiero
Rentabilidad Real	Hipótesis capacidades directivas específicas	Hipótesis Prospect Theory
Riesgo Real	Hipótesis compensación proveedor financiero	Hipótesis compensación riesgos

METODOLOGÍA: MUESTRA Y VARIABLES

El análisis del comportamiento dual requiere considerar como unidad de análisis al individuo, persona física, que desempeña actividades de gestión de un negocio del que es propietario significativo y, simultáneamente, toma decisiones como inversor externo (y por tanto con información y capacidad de control limitada) en el mercado financiero.

Este tipo de individuos abundan en la realidad empresarial, si bien existen serias dificultades a la hora de conseguir simultáneamente datos de sus decisiones empresariales e inversoras.

Para salvar estos problemas, nos vamos a centrar en aquellas personas físicas que son propietarias de una SICAV, y aparecen como máximo responsable o alto directivo de una empresa con actividad real.

Las SICAV son un tipo de persona jurídica existente en países como España, Francia, Luxemburgo, Suiza e Italia. En España están reguladas por el Reglamento 1309/2005 de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Están formadas por al menos 100 accionistas, y su capital social mínimo debe ser de 2.400.000 euros.

Cuentan con una serie de restricciones adicionales en cuanto a los porcentajes de inversión: control o diversificación (máximo 5% propiedad de una empresa), inversión (90% mínimo en valores cotizados en mercados oficiales), liquidez (mínimo 3%), vigiladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con la finalidad de ser únicamente un instrumento financiero y no de control de otras empresas.

Se asume que su razón de ser es principalmente fiscal dado que las ganancias realizadas tributan al tipo reducido del 1% frente al tipo general del 35% de las Sociedades Anónimas. Este hecho justifica su utilización por personas físicas con un elevado patrimonio (Ramos Núñez & Ruiz Almendral, 2006; Tusquets Trías de Bes, 2001), siendo un único partícipe poseedor de la amplia mayoría de las acciones, y el resto de partícipes actúan como meros participantes por requisitos legales.

No todas las inversiones de nuestra unidad de análisis se verán reflejadas en movimientos de las SICAV. Esta información es difícilmente accesible, si bien mediante el estudio de las SICAV podemos acceder a una base de datos representativa del comportamiento inversor del empresario con ciertas garantías basadas en la homogeneidad de los criterios y el realismo de la valoración o contabilización.

Para construir la base de datos partimos del listado obtenido en la CNMV con las SICAV. De la base de datos con 3.083 SICAV existentes, seleccionamos a sus correspondientes Presidentes del Consejo de Administración, y que de una forma muy probable son sus propietarios mayoritarios o significativos. A partir del listado de los citados Presidentes del Consejo de Administración de la totalidad de las SICAV registradas en la CNMV hemos cruzado esta información con la base de datos de las 5.000 mayores empresas españolas del año 2010 (ordenadas por importe de ventas), publicada por la Revista Actualidad Económica y elaborada por Iberinform Internacional (Grupo Crédito y Caución).

En esta base de 5.000 empresas, seleccionamos a sus presidentes y consejero delegado o director general. Y construimos una base de datos con aquellas personas (coincidiendo nombre y apellidos) en las que aparecen en al menos una empresa de las 5.000, y en al menos una SICAV.

Una vez identificados los 'empresarios-inversores', recopilamos datos de la empresa más significativa para el empresario (negocio principal), y datos de sus inversiones financieras. Para obtener datos contables de las empresas reales, utilizamos la base de datos Thomson, y para obtener datos de las inversiones de las SICAV, utilizamos base de datos facilitada por CNMV.

El período utilizado son 5 años (desde 2006-2010), y tras descartar aquellos individuos de los que no poseíamos información de ambos activos, nos queda una muestra final de 69 'empresarios-inversores', con 265 observaciones.

Para varias de nuestras hipótesis partimos del supuesto inicial de que la entidad financiera que actúa como gestor de las inversiones financieras de la SICAV del empresario, es además proveedor de fondos para su empresa real. La amplia mayoría de las gestoras de las SICAV (no específicamente de las SICAV de nuestra muestra sino de todas en general) pertenecen a alguno de los grandes bancos comerciales de España. Y parece normal que esta doble función se realice por parte de las entidades financieras. Esta además podría ser la explicación de por qué un mismo individuo tiene varias SICAV: no existiendo límites máximos de capital, una optimización de costes (menos procedimientos burocráticos, facilidades en la gestión) nos llevaría a que todo el patrimonio invertido en SICAV estuviese en una única SICAV. Pero en la práctica, hay individuos que poseen varias SICAV, por lo que una posible explicación sería la de compensación a las entidades financieras por otras relaciones contractuales existentes entre el propietario de la SICAV y la entidad financiera. Y que debido a tener que ofrecer compensaciones a varias entidades financieras, haya que separar la inversión financiera en varias SICAV.

Variables de interés

Nuestro objetivo es analizar las relaciones entre las variables estratégicas de las decisiones tomadas como empresario, en concreto la decisión de inversión o crecimiento del negocio en el sector real, y las variables representativas de rentabilidad y riesgo asociadas a su comportamiento como inversor.

Riesgo activos reales (Cract): Para medir el riesgo de la empresa real utilizaremos el crecimiento de los activos, como indicativo del riesgo en la actividad real, siendo utilizado para medir el crecimiento de la empresa (Sturdivant et al, 1985; Hamilton & Shergill, 1992). Centrándonos en una decisión estratégica fundamental como es el crecimiento empresarial, ampliamente estudiada en la literatura (Weinzimmer et al, 1998), esta variable se calcula como la variación del activo de la empresa real en relación al activo inicial. Las decisiones que afectan al crecimiento de la empresa son muy importantes ya que alteran el riesgo de su supervivencia. Es por ello que lo tomaremos como indicativo del riesgo en las decisiones como empresario.

El cálculo de la variación del activo entre períodos para identificar la tasa de crecimiento, supone la pérdida de tamaño muestral en su dimensión longitudinal con lo cual son 177 las observaciones que utilizaremos para el análisis empírico.

Rentabilidad activos reales (ROA): Tomaremos el ROA, calculado como la relación entre el resultado neto contable y el valor de los activos, para medir la rentabilidad. Esta medida es ampliamente utilizada y está relacionada con otros indicadores del desempeño (Keats & Hitt 1988).

Riesgo activos financieros (DivH): Para medir el riesgo de los activos financieros, planteamos su medida con un índice de diversificación. Para ello calcularemos la fragmentación de la inversión, es decir, la participación de cada inversión sobre el total del importe.

Los índices de diversificación más ampliamente utilizados son el índice de entropía y el índice de Herfindahl. El índice de entropía (Jacquemin & Berry, 1979; Palepu, 1985), se define de la siguiente forma:

$$\text{Div E} = \sum P_i \ln (1 / P_i)$$

Siendo P_i la participación de la i -inversión sobre el total de la inversión de la Sicav.

El Índice de Herfindahl se define de la siguiente forma:

$$\text{Div H} = \sum P_i^2$$

Siendo P_i la participación de la i -inversión sobre el total de la inversión de la Sicav.

Existe una alta correlación entre ambas medidas. Debido a que existe una tendencia al uso del índice de entropía para medir la diversidad y del índice de Herfindahl para medir la concentración (Acar & Sankaran, 1999), optamos por éste último para medir el riesgo de los activos financieros.

Resaltar además que este índice tiene una relación negativa con respecto al riesgo: una mayor índice de Herfindahl, nos indica un alto grado de diversificación, es decir, de bajo riesgo.

Rentabilidad activos financieros (RentSicav): Rentabilidad de la SICAV en relación al total de la inversión, siendo similar a la variable de rentabilidad utilizada para la empresa real, ya que el total de la inversión coincidiría con el activo total

Variables de control

Como variables de control utilizaremos una serie de variables de la empresa con actividad real, como son el tamaño de la empresa, endeudamiento y edad. El tamaño de la empresa (**Lact**) se mide como el logaritmo natural del valor

contable de los activos de la empresa (Hart & Oulton, 1996). Utilizamos el logaritmo natural de los activos totales para medir el tamaño, siguiendo a trabajos previos (Kim & Mathur, 2008). El endeudamiento (**End**) se calcula como la relación de las deudas sobre el activo total, interpretado como la parte del activo financiado con recursos ajenos (Short & Keasey, 1999). La edad de la empresa (**Edad**) es la diferencia en años desde el cierre de los estados financieros hasta la fecha de constitución, y la variable edad de la empresa al cuadrado (**Edad²**), para identificar el eventual efecto cuadrático que pudiera tener sobre la variable dependiente

Tabla 1.- Estadísticos descriptivos

Variable	N	Mean	Median	S.D.	Min	Max
Cract	177	-0,0051	-0,0184	0,2116	-0,4716	1,2470
ROA	177	0,0459	0,0241	0,1786	-0,1589	1,8418
DivH	177	0,1374	0,0850	0,1362	0,0144	0,8007
RentSicav	177	-0,0229	0,0053	0,1332	-0,4948	0,3674
Lact	177	5,0025	4,8451	1,5042	2,4033	10,2870
End	177	0,5792	0,5874	0,2563	0,0003	1,3278
Edad	177	31,3847	25,8167	21,5129	3,0000	109,6444
Edad ²	177	1.445,1890	666,5003	1.972,2620	9,0000	12.021,9100

Tabla 2.- Matriz de correlaciones

	Cract	ROA	DivH	RentSicav	Lact	End	Edad	Edad ²
Cract	1,0000							
ROA	0,4517***	1,0000						
DivH	-0,1159	-0,1075	1,0000					
RentSicav	-0,1132	0,0412	-0,0497	1,0000				
Lact	0,0451	-0,0484	0,0778	0,0205	1,0000			
End	-0,1220	-0,4473***	0,1554*	-0,0689	0,1668	1,0000		
Edad	-0,0495	-0,0964	0,0672	0,0304	0,2400**	-0,2626***	1,0000	
Edad ²	-0,0493	-0,0731	0,1250†	0,0411	0,2401**	-0,1909	0,9452***	1,0000

† p<0,1 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001

Modelos estimados y muestras

Para el contraste de nuestras hipótesis recurriremos a distintos modelos de regresión con datos de panel cuya especificación, en términos generales vendría dada por las siguientes expresiones:

$$\text{Cract}_{it} = \lambda_i + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{DivH}_{it} + \beta_3 \text{RentSicav}_{it} + \beta_4 \text{Lact}_{it} + \beta_5 \text{End}_{it} + \beta_6 \text{Edad}_{it} + \beta_7 \text{Edad}_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

$$\text{ROA}_{it} = \theta_i + \alpha_1 \text{Cract}_{it} + \alpha_2 \text{DivH}_{it} + \alpha_3 \text{RentSicav}_{it} + \alpha_4 \text{Lact}_{it} + \alpha_5 \text{End}_{it} + \alpha_6 \text{Edad}_{it} + \alpha_7 \text{Edad}_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

Estas especificaciones corresponden a modelos representativos del riesgo (Cract_{it}) y de la rentabilidad (ROA_{it}) de la inversión en el sector real del empresario-inversor. Se han estimado tres versiones de las especificaciones citadas. La especificación sin efectos individuales ('pooled data') se asume que $\lambda_i = \lambda$ y que $\theta_i = \theta$ para todo i . Para las especificaciones alternativas de datos de panel se asume que λ_i y que θ_i son efectos individuales fijos (modelo de efectos fijos) o bien aleatorios (modelo de efectos aleatorios). Para la determinación de la verosimilitud de las distintas especificaciones hemos utilizado el contraste de la F de Snedecor para la igualdad de efectos fijos (contraste modelo "pooled data" vs. Modelo de efectos fijos) y el contraste de Hausman para la contrastación del modelo de efectos fijos frente al modelo de efectos aleatorios.

Con el fin de asegurar la robustez de los resultados frente a datos con valores extremos hemos construido dos muestras. Una de ellas incluye todos los datos resultantes tal y como se describen en la sección 'Metodología'. Alternativamente hemos construido una submuestra de la anterior que excluye las observaciones consideradas valores extremos de las variables ROA, ROE y Cract (ROA superior al 20%, ROE superior al 60%, y Cract superior al 30%). Con esta submuestra se pretende controlar el efecto de situaciones especiales en los valores de estas variables sobre los resultados, como por ejemplo fusiones de empresas o adquisiciones. La submuestra resultante cuenta con 166 observaciones, de 68 'empresarios-inversores'

De acuerdo con nuestro diseño y especificaciones, el contraste de las distintas hipótesis puede verificarse mediante el contraste de significación individual de los coeficientes tal y como se resume en el siguiente cuadro:

Figura 2.- Coeficientes según hipótesis

HIPÓTESIS	Rentabilidad Financiera	Riesgo Financiero
Rentabilidad Real	H1a: $\alpha_3 > 0$	H3a: $\alpha_2 < 0^*$
	H1b: $\alpha_3 < 0$	H3b: $\alpha_2 > 0^*$
Riesgo Real	H2a: $\beta_3 > 0$	H4a: $\beta_2 < 0^*$
	H2b: $\beta_3 < 0$	H4b: $\beta_2 > 0^*$

*Debido al índice utilizado para medir el riesgo de las inversiones financieras, el signo de los coeficientes cambia, ya que por ejemplo la relación positiva entre rentabilidad real y riesgo financiero (H3a), debido a que mayor riesgo financiero implica menor DivH, el coeficiente (α_2) deberá ser negativo. Y de la misma forma para hipótesis 3b, 4a y 4b y sus coeficientes α_2 , β_2 , y β_2 , respectivamente.

RESULTADOS

Las tablas 1 y 2 muestran los estadísticos descriptivos y la matriz de correlaciones de las variables de la muestra.

Debido al período temporal seleccionado (2006-2010, con una profundización en la crisis iniciada en 2007), la muestra tiene valores medios de crecimiento de activo negativos, lo que denota una reducción del tamaño de las empresas. Así mismo la rentabilidad de las empresas reales, tiene una media de un 4,59%, y una mediana de un 2,41%. La rentabilidad media de las SICAV se sitúa en un -2,29%, y un valor para su mediana del 0,53%.

Las tablas 3 y 4 muestran los resultados obtenidos de las regresiones. En ellas por simplificar las variables representativas, no se introducen los resultados las variables dummy por años (2006-2010)

La tabla 3 muestra los resultados obtenidos del modelo representativo del riesgo real. En ella se evidencia la relación negativa existente entre la rentabilidad financiera y el riesgo del sector real para todos los modelos (hipótesis 2b) a un nivel de confianza del 99,9% en la muestra total para los 3 versiones planteadas; del 99% en la muestra sin valor extremos para modelo sin efectos individuales y con efectos aleatorios; y del 95% para modelo de efectos fijos en muestra sin valores extremos.

La bondad del ajuste de los modelos sin efectos individuales y con efectos individuales aleatorios es significativa al 99,9%. En el modelo de efectos individuales fijos, el contraste de la F de Snedecor no descarta la igualdad de efectos fijos, para la muestra total, aunque sí en la submuestra a un nivel de confianza del 95%

Tabla 3.- Resultados Variable Dependiente Riesgo real

Cract	REGRESIÓN POOLED DATA		EFECTOS ALEATORIOS		EFECTOS FIJOS	
	Muestra complet a	Sin valores extremos	Muestra complet a	Sin valores extremos	Muestra complet a	Sin valores extremos
ROA	0,613*** (0,090)	0,777*** (0,204)	0,613*** (0,090)	0,748*** (0,210)	0,728*** (0,201)	-0,374 (0,356)
Div H	-0,081 (0,109)	-0,015 (0,082)	-0,081 (0,109)	-0,014 (0,083)	-0,115 (0,209)	0,065 (0,141)
RentSicav	-0,579*** (0,157)	-0,308** (0,115)	-0,579*** (0,157)	-0,312** (0,114)	-0,627*** (0,166)	-0,271* (0,119)
Lact	0,004 (0,100)	0,014* (0,007)	0,004 (0,100)	0,014† (0,007)	0,382* (0,152)	0,618*** (0,119)
End	0,080 (0,678)	0,031 (0,056)	0,080 (0,068)	0,030 (0,058)	0,396† (0,235)	-0,023 (0,170)
Edad	0,001 (0,002)	0,000 (0,002)	0,001 (0,002)	0,000 (0,002)	-0,139** (0,048)	-0,025 (0,034)
Edad²	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
_Cons	-0,124 (0,077)	-0,128* (0,059)	-0,124 (0,077)	-0,126* (0,061)	1,386 (1,410)	-2,488* (1,036)
N	177	166	177	166	177	166
R2	0,319	0,183	0,319	0,183	0,009	0,017
R2 ajustado	0,278	0,130				
F^a	7,79***	3,47***				
χ² Wald^b			77,87***	32,07***		
F^c					1,28	1,68*
Hausman^d					30,74***	32,17***

† p<0,1 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001

F^a: significatividad modelo regresión pooled data

χ² Wald^b : bondad del ajuste efectos aleatorios

F^c: contraste significación efectos fijos
individuales

Hausman^d: contraste significación efectos fijos versus efectos aleatorios

Tabla 4.- Resultados Variable Dependiente Rentabilidad Real

ROA	REGRESIÓN POOLED DATA		EFECTOS ALEATORIOS		EFECTOS FIJOS	
	Muestra complet a	Sin valores extremos	Muestra complet a	Sin valores extremos	Muestra complet a	Sin valores extremos
Cract	0,354*** (0,052)	0,110*** (0,029)	0,212*** (0,042)	0,052* (0,025)	0,161*** (0,044)	-0,033 (0,031)
Div H	-0,550 (0,083)	0,012 (0,031)	0,033 (0,079)	0,013 (0,031)	0,007 (0,099)	0,022 (0,042)
RentSicav	0,330** (0,121)	0,048 (0,044)	0,204* (0,083)	-0,009 (0,035)	0,086 (0,083)	-0,040 (0,036)
Lact	0,007 (0,007)	0,000 (0,003)	0,003 (0,010)	0,001 (0,003)	-0,280*** (0,068)	0,091* (0,039)
End	-0,328*** (0,045)	-0,146*** (0,018)	-0,303*** (0,056)	-0,147*** (0,021)	-0,080 (0,112)	-0,109* (0,049)
Edad	-0,005** (0,002)	0,000 (0,000)	-0,004* (0,002)	0,000 (0,000)	-0,008 (0,023)	-0,006 (0,010)
Edad²	0,000* (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
_Cons	0,307*** (0,054)	0,129*** (0,020)	0,294*** (0,082)	0,152*** (0,017)	1,631* (0,645)	-0,099 (0,316)
N	177	166	177	166	177	166
R2	0,449	0,411	0,434	0,393	0,014	0,000
R2 ajustado	0,416	0,373				
F^a	13,51***	10,83***				
χ² Wald^b			65,40***	68,24***		
F^c					5,69***	3,53***
Hausman^d					ND	26,44**

† p<0,1 * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001

F^a: contraste significación modelo regresión pooled data

χ² Wald^b : bondad del ajuste efectos aleatorios

F^c: contraste significación efectos fijos individuales

Hausman^d: contraste significación efectos fijos versus efectos aleatorios

Con el contraste de Hausman de los efectos fijos frente a los efectos aleatorios, a un nivel de confianza del 99,9% deberíamos optar por el modelo de efectos fijos. Aunque debido al contraste de significación de efectos individuales, deberíamos optar por la regresión pooled data.

La rentabilidad real (ROA) aparece en todos los modelos con una relación positiva con el riesgo real a un nivel de confianza del 99,9% (a excepción del modelo de efectos fijos con la submuestra), por tanto estos resultados corroboran la hipótesis 2b.

El riesgo financiero no es significativo para ninguno de los modelos. Por tanto no hay evidencia de relación entre riesgo y rentabilidad, no pudiendo aceptar hipótesis 4a ni hipótesis 4b. Estos resultados contradicen la relación positiva de la teoría clásica si tomamos el conjunto de los activos reales y financieros, siendo consistentes con los resultados ofrecidos por Bowman y trabajos posteriores.

Por último comentar que el tamaño de la empresa (Lact) tiene una relación positiva a un nivel de confianza del 95% en el caso de la submuestra para modelos sin efectos individuales y efectos fijos. Cuanto mayor es la empresa, mayor es el riesgo, acorde al planteamiento de rentas ricardianas en lo relativo al riesgo. Y la edad tiene una relación negativa a un nivel de confianza del 99,9% en la muestra total para el modelo de efectos fijos, que refleja que las empresas más antiguas, son las que menos riesgo asumen.

La tabla 4 muestra los resultados obtenidos del modelo representativo de la rentabilidad real. En ella se evidencia la relación positiva existente entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad real (hipótesis 1a) a un nivel de confianza del 99% en la muestra total para el modelo sin efectos individuales; y del 95% para el modelo de efectos aleatorios. Este resultado es menos robusto frente a la exclusión de los valores extremos, ya que al eliminarlos de la regresión, la relación entre ambas rentabilidades resulta no significativa.

La bondad del ajuste de los modelos sin efectos individuales y con efectos individuales aleatorios es significativa al 99,9%. El contraste de significación de efectos individuales descarta la igualdad de efectos fijos para ambas muestras a un nivel de confianza del 99,9%

Con el contraste de Hausman de los efectos fijos frente a los efectos aleatorios, a un nivel de confianza del 99,9% deberíamos optar por el modelo de efectos fijos en la submuestra, no obteniendo resultados concluyentes para la muestra total

El riesgo real aparece en todos los modelos para la muestra total con una relación positiva con la rentabilidad real a un nivel de confianza del 99,9% , así como la submuestra con el modelo sin efectos individuales. En la submuestra

para los modelos con efectos individuales el nivel de confianza se reduce al 95% en efectos aleatorios, y no es significativo para el modelo de efectos fijos.

El riesgo financiero no es significativo para ninguno de los modelos. Por tanto al igual que en la especificación anterior, no hay evidencia de relación entre riesgo y rentabilidad, no pudiendo aceptar hipótesis 3a ni hipótesis 3b.

En relación a los coeficientes estimados relativos a las variables de control, los resultados confirman la relevancia de otros factores distintos al riesgo y rentabilidad. En concreto, el tamaño de la empresa (Lact) tiene una relación positiva a un nivel de confianza del 95% en el caso de la submuestra para modelo de efectos fijos y una relación negativa para la muestra total a un nivel de confianza del 99,9%. Un mayor tamaño en la empresa implica una mayor rentabilidad, aunque a partir de unos niveles extremos de rentabilidad, la relación se vuelve negativa.

El endeudamiento, que para en el caso del crecimiento del activo (tabla 3) no era significativo, presenta ahora una relación negativa y significativa a un nivel de confianza del 99,9% en ambas muestras para modelo sin efectos individuales y efectos aleatorios (empresas más endeudadas tienen menor rentabilidad). Finalmente la edad de la empresa presenta una relación negativa a un nivel de confianza del 95% en la muestra total para modelos sin efectos individuales y efectos aleatorios, reflejando que las empresas más antiguas, son también las menos rentables.

CONCLUSIONES

Con respecto a los resultados obtenidos y al objetivo planteado en esta investigación, la evidencia de la relación entre rentabilidad y riesgo de las decisiones derivadas de la actividad real con las del comportamiento como inversor en el mercado de capitales, tiene varias implicaciones.

En primer lugar, la relación positiva entre rentabilidades de distintos grupos o conjuntos de inversiones (real y financiera), apoya el enfoque de recursos basado en capacidades gerenciales polivalentes para diferentes sectores, o bien la existencia de información estratégica utilizada en las redes sociales del propietario. En este sentido cabe deducir que en el ámbito de gestión de empresas, los empresarios cuentan con capacidades gerenciales no específicas, que pueden ser aprovechables para la gestión de otro tipo de recursos en otros sectores. Esta capacidad, complementada con la información que un gestor pueda tener, dará lugar a una mayor rentabilidad. Es por ello que los directivos con experiencia en varios sectores, ofrecen una mayor capacidad para mejorar la rentabilidad de una empresa, no sólo por su conocimiento de varios sectores,

sino además por la información estratégica que puede conseguir para el mejor desempeño de su empresa.

Así es de interés el poder conocer la información potencial a la que una empresa se enfrenta a la hora de contratar un nuevo directivo, influenciada por las redes sociales a las que pertenece.

También puede ser valiosa la promoción de actividades sociales por parte del 'empresario-inversor' con el objetivo de afianzar unas redes sociales que le puedan hacer conseguir una mejor información a la hora de tomar decisiones estratégicas.

Como contrapartida, los propietarios deberán ser cautelosos con respecto a la información que un directivo puede ofrecer a sus redes sociales, ya que este fenómeno de "insider trading" puede ocasionar pérdidas a los accionistas actuales. Por ejemplo, será de importancia utilizar sistemas de control para minimizar los costes de agencia, como la participación del directivo en el accionariado de la empresa. En este sentido las implicaciones acerca de la información como recurso potencialmente valioso también deberían ser relevantes para los Organismos Reguladores a la hora de identificar y discriminar comportamientos que pudieran distorsionar la transparencia exigible a todo mercado financiero, derivados del uso de información privilegiada por parte de 'empresarios-inversores'. Evidentemente no es tarea fácil determinar qué actividades de control puede realizar de manera efectiva el regulador frente al uso de información legítimamente obtenida en el desarrollo de una actividad empresarial pero que podría otorgar cierta ventaja en los mercados financieros. En todo caso, para la identificación de dichos comportamientos deberían profundizarse en la naturaleza y contenido de dicha información para valorar si ésta puede considerarse estratégica (y legítima), o bien podría asociarse a una conducta sancionable.

Por ejemplo, la mayor rentabilidad que un directivo puede recibir con la inversión en activos financieros, debido a información existente en su red social, es de vital importancia a la hora, por ejemplo de la fijación de salarios, ya que puede ser visto como un valor añadido, pero también puede ser representativo de un uso ilegítimo de dicha red en términos de intercambios o tráfico de influencias. De acuerdo con nuestros resultados, la elevada correlación entre rendimientos del negocio real y de inversiones financieras del empresario podría servir de señal previa para una investigación más detallada acerca de la legitimidad del uso que los agentes económicos hacen de su información o contactos en su papel de gestor e inversor. En el caso concreto de las SICAV este procedimiento resultaría eventualmente muy efectivo dado que estas sociedades están supervisadas por la CNMV, que cuenta con información precisa y detallada de sus actividades.

En cuanto a la no relación significativa de las variables reales con respecto al riesgo de la inversión financiera, sería interesante poder contar con medidas alternativas de medición, ya que la medida utilizada podría no incluir todos los aspectos del riesgo existente.

Así mismo, este trabajo admite futuras extensiones en función de las limitaciones inherentes al tipo de datos disponibles. En primer lugar, la disponibilidad de indicadores alternativos para la medición del riesgo real y financiero sería de utilidad para verificar la robustez de nuestros resultados e implicaciones. En segundo lugar, en los modelos empíricos planteados podrían existir problemas de simultaneidad, ya que como variables dependientes aparecen el riesgo y la rentabilidad reales, y podrían ser variables explicativas de las otras. Aunque esta limitación no se considera problemática, ya que aunque el modelo se haya construido así, el marco teórico y las hipótesis están planteadas sin considerar variables explicativas ni explicadas, sino relación entre variables.

Nuestros resultados pueden contemplarse como un primer resultado que plantea cuestiones de evidente interés para la investigación futura. Este trabajo constituye una primera evidencia que relaciona comportamientos de una misma persona, en el sector real como empresario, y en el sector financiero como inversor. Nuestro análisis se ha centrado en la decisión estratégica del crecimiento de la empresa, si bien, existen multitud de decisiones estratégicas que podrían estudiarse en función de la relación con determinados comportamientos inversores en el mercado de capitales. Así por ejemplo podría ver cómo se relaciona con estrategias de diversificación, innovación o internacionalización.

Dentro de las decisiones de la empresa real, también sería de especial interés el relacionar decisiones de tipo financiero (emisión de deuda, reparto de dividendos) o cambios en la estructura económico-financiera de la empresa real, con decisiones de inversión del 'empresario-inversor' en el mercado de capitales. También sería interesante estudiar los distintos comportamientos inversores, y su relación con determinados comportamientos de la empresa real.

Al ser el 'empresario-inversor' una unidad de análisis poco estudiada hasta ahora, el campo para las nuevas investigaciones es muy amplio, ya que incluso la tipología del propio empresario-inversor en función de multitud de rasgos o comportamientos, podría afectar de manera conjunta a decisiones de gestión empresarial, e inversoras en el sector financiero.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aaker, D.A. (1989): “Managing assets and skills: the key to a sustainable competitive advantage”, *California Management Review*, 31:2, pp. 91-106

Acar, W. & Sankaran, K. (1999): “The myth of the unique decomposability: specializing the Herfindahl and Entropy measures?”, *Strategic Management Journal*, 20:10, pp. 969-975

Amihud, Y. & Lev, B. (1981): “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers”, *Bell Journal of Economics*, 12:2, pp. 605-617

Amihud, Y. & Lev, B. (1999): “Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?”, *Strategic Management Journal*, 20:11, pp. 1063-1069

Barney, J.B. (1991): “Firm resources and sustained competitive advantage”, *Journal of Management*, 17:1, pp. 99-120

Barratt, M., & Oliveira, A. (2001): “Exploring the experiences of collaborative planning initiatives”, *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 31:4, pp. 266-289.

Bititci, U.S., Martínez, V., Albores, P. & Parung, J. (2004): “Creating and managing value in collaborative networks”, *International Journal of Physical Distribution and Logistics Management*, 34:3, pp. 251-268

Black, F. (1972): “Capital market equilibrium with restricted borrowing”, *Journal of Business*, 45:3, pp. 444-455

Bowman, E. (1980): “A risk / return paradox for strategic management”, *Sloan Management Review*, 21:3, pp. 17-31

Bowman E. (1982): “Risk seeking by troubled firms”, *Sloan Management Review*, 23:4, pp. 33-42

Brealey, R. & Myers, S. (1981): *Principles of corporate finance*, McGraw Hill Book Co., New York.

Chatterjee, S. & Wernerfelt, B. (1991): “The link between resources and type of diversification: theory and evidence”, *Strategic Management Journal*, 12:1, pp. 33-48

- Chiu, Y (2007): “Corporate diversification and risk management: methodological approach”, *Journal of Financial Management and Analysis*, 20:2, pp. 1-6
- Cohen, L., Frazzini, A. & Malloy, C. (2008): “The small world of investing: Board connections and mutual fund managers”, *Journal of Political Economy*, 116:5, pp. 951-979
- Cohen, L., Frazzini, A. & Malloy, C. (2010): “Sell-side school ties”, *The Journal of Finance*, 65:4, pp. 1409-1437
- Denis, D., Denis, D. & Sarin, A. (1999): “Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies”, *Strategic Management Journal*, 20:11, pp. 1071-1076
- Dierickx, I. & Cool, K. (1989): “Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage”, *Management Science*, 35:12, pp. 1504-1511
- Fama, E.F. & French, K.R. (1992): “The cross-section of expected stock returns”, *The Journal of Finance*, 47:2, pp. 427-465
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983): “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26:2, pp. 301-326
- Fiegenbaum A & Thomas H. (1988): “Attitudes toward risk and the risk–return paradox: prospect theory explanations”, *Academy of Management Journal*, 31:1, pp. 85–106
- Fiegenbaum, A. & Thomas, H. (2004): “Strategic risk and competitive advantage: an integrative perspective”, *European Management Review*, 1:1, pp. 84-95
- Figueira de Lemos, F., Johanson, J. & Vahlne, J.E. (2011): “Risk management in the internationalization process of the firm: a note on Uppsala model”, *Journal of World Business*, 46:2, pp. 143-153
- Fracassi, C. (2008): “Corporate Finance Policies and Social Networks”, *Working Paper*, University of California at Los Angeles.
- Fracassi, C. & Tate, G. (2012): “External networking and internal firm governance”, *The Journal of Finance*, 67:1, pp. 153-194
- Genus, A. & Coles, A.M. (2006): “Firm strategies for risk management in innovation”, *International Journal of Innovation Management*, 10:2, pp. 113-126

- Hall, R. (1992): "The strategic analysis of intangible resources", *Strategic Management Journal*, 13:2, pp. 135-144
- Hamilton, R.T. & Shergill, G.S. (1992): "The relationship between strategy-structure fit and financial performance in New Zealand: evidence of generality and validity with enhanced controls", *Journal of Management Studies*, 29:1, pp. 95-113
- Hart, P.E. & Oulton, N. (1996): "Growth and size of firms", *The Economic Journal*, 106:438, pp.1242-1252
- Horvath, L. (2001): "Collaboration: the key to value creation in supply chain management", *Supply Chain Management: An International Journal*, 6:5, pp. 205 - 207
- Jacquemin, A.P. & Berry, C.H. (1979): "Entropy measure of diversification and corporate growth", *The Journal of Industrial Economics*, 27:4, pp. 359-369
- Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3:4, pp. 305-360
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979): "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47:2, pp. 263-292
- Keats, B.W. & Hitt, M.A. (1988): "A causal model of linkages among environmental dimensions, macro organizational characteristics, and performance", *Academy of Management Journal*, 31:3, pp. 570-598
- Ketchen, D.J.J. & Giunipero, L.C. (2004): "The intersection of strategic management and supply chain management", *Industrial Marketing Management*, 33:1, pp. 51-56.
- Kim, Y.S. & Mathur, I. (2008): "The impact of geographic diversification on firm performance", *International Review of Financial Analysis*, 17:4, pp. 747-766
- Knight, F.H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*, Hart, Schaffner & Marx. Houghton Mifflin Company, Boston, Ma.
- Kor, Y.Y. (2003): "Experience-based top management team competence and sustained growth", *Organization Science*, 14:6, pp. 707-719
- Lintner, J. (1965): "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *Review of Economics and Statistics*, 47:1, pp. 13-37

- Mahoney, J.T. (1995): "The management of resources and the resource of management", *Journal of Business Research*, 33:2, pp. 91-101
- Markowitz, H. (1952): "Portfolio selection", *The Journal of Finance*, 7:1, pp.77-91
- McGrath, R. G. (1999): "Falling forward: Real options reasoning and entrepreneurial failure", *Academy of Management Review*, 24:1, pp. 13-30.
- McLaren, T., Head, M., & Yuan, Y. (2002): "Supply Chain Collaboration Alternatives: Understanding the Expected Costs and Benefits", *Internet research*, 12:4, pp. 348-364.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958): "The cost of capital, corporate finance and the theory of the investment", *American Economic Review*, 48:3, pp. 261-297
- Muñoz Bullón, F. & Sánchez Bueno, M.J. (2011): "Does downsizing improve organizational performance? An analysis of Spanish manufacturing firms", *The International Journal of Human Resource Management*, 22:14, pp. 2924-2945
- 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, pp.187-221
- Núñez Nickel, M. & Cano Rodríguez, M. (2002): "A review of research on the negative accounting relationship between risk and return: Bowman's paradox", *Omega*, 30:1, pp. 1-18
- Palepu, K. (1985): "Diversification strategy, profit performance and the entropy measure", *Strategic Management Journal*, 6:3, pp. 239-255
- Pennings, J.M.E. & Wansink, B. (2004): "Channel contract behavior: the role of risk attitudes, risk perceptions, and channel members' market structures", *The Journal of Business*, 77:4, pp. 697-724
- Penrose, E.T. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*, Basil Blackwell, Oxford.
- Peteraf, M.A. (1993): "The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view", *Strategic Management Journal*, 14:3, pp. 179-191
- Porter, M. (1980): *Competitive Strategy*, Free Press, New York.
- Porter, M. (1985): *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, Free Press, New York.

Ramos Nuñez, D. & Ruiz Almendral, V. (2006): “Los problemas tributarios de las Sociedades de Inversión en Capital Variable (SICAV)”, *Quincena Fiscal*, 18, pp. 9-34

Sharpe, W.F. (1964): “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *The Journal of Finance*, 19:3, pp. 425-442

Rosenberg, M.M. (2004): “Firm risk, investment and employment growth”, *Journal of Economics and Finance*, 28:2, pp. 164-184

Short, H.& Keasey K. (1999): “Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, 5:1, pp. 79-101

Sturdivant, F.D., Ginter, J.L. & Sawyer, A.G. (1985): “Manager’s conservatism and corporate performance”, *Strategic Management Journal*, 6:1, pp. 17-38

Sundaram, A.K. & Inkpen, A.C. (2004): “The corporate objective revisited”, *Organization Science*, 15:3, pp. 350-363

Teece, D.J. (1982): “Towards an economic theory of the multiproduct firm”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3:1, pp. 39-63

Tusquets Trías de Bes, F. (2001): *La sociedad de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV)*, Marcial Pons, Madrid.

Weinzimmer, L.G., Nystrom, P.C. & Freeman, S.J. (1998): “Measuring organizational growth: issues, consequences and guidelines”, *Journal of Management*, 24:2, pp. 235-262

Wernerfelt, B. (1984): “A resource-based view of the firm”, *Strategic Management Journal*, 5:2, pp.171-180