



**Empresas familiares y sus decisiones de financiamiento: el impacto del
grado de propiedad de la familia**

**Tesis presentada para cumplir con uno de los requisitos para la obtención
del grado académico de Maestro en Finanzas por:**

Julio Enrique Arias Ramos

.....

Evelyn Ysabel Curay Cardoza

.....

Jose Bruno Peña Jaramillo

.....

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 27 de marzo de 2019

Esta tesis

Empresas familiares y sus decisiones de financiamiento: el impacto del grado de propiedad de la familia

Ha sido aprobada por:

.....

Luis Angel Piazzón Gallo (Jurado)

.....

Luis Carlos Chávez-Bedoya Mercado (Jurado)

.....

Alfredo Melchor Mendiola Cabrera (Asesor)

.....

Carlos Antonio Aguirre Gamarra (Asesor)

Universidad Esan

2019

DEDICATORIA

A mi hija, mis padres, hermanos, amigos y Karina
por su sacrificio, apoyo incondicional y aliento constante.

Julio Enrique Arias Ramos

A Dios, a mis padres Pedro y Margoth, a mis hermanos Pedro,
Carolina y Lucía, a mi tía Mónica y a mi familia en general,
a Luis Alberto, a mis hermanos de comunidad y amigos,
por su amor, paciencia y motivación cada día.

Evelyn Isabel Curay Cardoza

A Emma, José y Esperanza por su cariño
e invaluable apoyo en estos años

José Bruno Peña Jaramillo

AGRADECIMIENTO

Agradecemos de manera especial a nuestros asesores, PhD Alfredo Mendiola Cabrera y Mg. Carlos Aguirre Gamarra por su apoyo y compromiso a lo largo a la elaboración de este documento, así como su exigencia para poder alcanzar de manera satisfactoria los objetivos de la presente investigación.

ÍNDICE GENERAL

CAPITULO I. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Antecedentes	1
1.2. Justificación.....	2
1.3. Contribución.....	2
1.4. Objetivo General	3
1.5. Objetivos Específicos	3
1.6. Alcances y Limitaciones	4
CAPITULO II. MARCO METODOLÓGICO	6
2.1. Modalidad de investigación	6
2.2. Tipo de investigación	7
2.3. Formulación del esquema de trabajo.....	7
2.4. Técnicas e instrumentos de acopio de la información.....	8
2.4.1. <i>Fuentes Primarias</i>	8
2.4.2. <i>Fuentes secundarias</i>	9
2.5. Organización de la información	9
2.6. Técnicas de Análisis e Interpretación de la Información	10
2.6.1. <i>Regresión agrupada (pooled)</i>	11
2.6.2. <i>Efectos fijos</i>	12
2.6.3. <i>Efectos aleatorios</i>	12
2.6.4. <i>Contraste de Breusch-Pagan</i>	13
2.6.5. <i>Contraste de Hausman</i>	14
CAPITULO III. REVISION DE LA LITERATURA	15
3.1. Empresa o Sociedad	15
3.2. Empresas Familiares	16
3.2.1. <i>Características de las empresas familiares</i>	17
3.2.2. <i>Diferencias entre las empresas familiares respecto a las no familiares</i> ..	18
3.3. Estructuras de Financiamiento	20
3.3.1. <i>Definiciones</i>	20
3.3.2. <i>Riesgo de financiamiento</i>	23
3.4. Revisión de Literatura sobre Estructura de Financiamiento	24
3.4.1. <i>Modigliani y Miller (MM)</i>	25
3.4.2. <i>Teoría de Estructura de Propiedad de la Firma (Jensen y Meckling)</i> ..	27
3.4.3. <i>Static trade-off theory (TOT)</i>	28
3.4.4. <i>Pecking Order Theory (POT)</i>	29

3.4.6	<i>Comparativo entre las teorías de Estructura de Financiamiento y las características de las empresas familiares</i>	32
CAPITULO IV. PROPUESTA DE INVESTIGACIÓN		36
4.1.	Relación entre empresas familiares y estructuras de financiamiento	36
4.2.	Planteamiento de la hipótesis de trabajo	38
4.3.	Modelo de prueba.....	40
4.3.1.	<i>Clasificación de empresa familiar</i>	40
4.3.2.	<i>Variable de endeudamiento</i>	40
4.3.3.	<i>Variable de déficit financiero</i>	41
4.3.4.	<i>Variable de propiedad de la empresa</i>	43
4.3.5.	<i>Variabes características de las empresas</i>	44
4.3.6.	<i>Supuestos de la aplicación del Modelo</i>	45
CAPITULO V. ANÁLISIS DE LA MUESTRA		47
5.1.	Selección de la muestra	47
5.2.	Consistencia de la información	49
5.3.	Características generales de la muestra	50
5.4.	Hechos estilizados de las empresas familiares de Chile, México y Perú	55
5.4.1.	<i>Empresas familiares chilenas</i>	55
5.4.2.	<i>Empresas familiares mexicanas</i>	56
5.4.3.	<i>Empresas familiares peruanas</i>	56
CAPITULO VI. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS		58
6.1.	Elección del modelo	58
6.2.	Análisis de hipótesis.....	60
6.3.	Estimaciones por países y por sectores económicos	68
CAPITULO VII. CONCLUSIONES.....		71
BIBLIOGRAFÍA		73

INDICE DE TABLAS

Tabla 2.1 Esquema de la investigación	8
Tabla 3.1. Definiciones de empresas familiares en la literatura académica	17
Tabla 3.2. Comparativo entre las teorías sobre estructura de capital y su relación con las empresas familiares	33
Tabla 5.1. Distribución inicial de la muestra por países	47
Tabla 5.2. Distribución de muestra de empresas no financieras, por países	48
Tabla 5.3. Apalancamiento promedio (%), por países	48
Tabla 5.4. Apalancamiento promedio (%) por sectores económicos	49
Tabla 5.5. Distribución de empresas de la muestra	51
Tabla 5.6. Distribución de empresas por sectores económicos	52
Tabla 5.7. Principales estadísticos de la muestra	53
Tabla 5.8. Principales estadísticos de empresas familiares de la muestra	53
Tabla 5.9. Principales estadísticos de empresas no familiares de la muestra	53
Tabla 6.1. Test de Breusch-Pagan	58
Tabla 6.2. Test de Hausman	59
Tabla 6.3. Test de Chow	60
Tabla 6.4. Teoría del Pecking Order en empresas familiares (Modelo Agregado)	61
Tabla 6.5. Teoría del Pecking Order en empresas familiares (Modelo Desagregado)	62
Tabla 6.6. POT: Empresas familiares vs no familiares (Modelo Agregado)	63
Tabla 6.7. POT: Empresas familiares vs no familiares (Modelo Desagregado)	63
Tabla 6.8. POT: Empresas familiares altamente concentradas vs levemente concentradas (Modelo Agregado)	64
Tabla 6.9. POT: Empresas familiares altamente concentradas vs levemente concentradas (Modelo Desagregado)	65
Tabla 6.10. POT: Empresas familiares y no familiares (Modelo de Lopez-Gracia) .	67
Tabla 6.11. POT: Empresas chilenas familiares vs no familiares	68
Tabla 6.12. POT: Empresas mexicanas familiares vs no familiares	69
Tabla 6.13. POT: Empresas peruanas familiares vs no familiares	69
Tabla 6.14. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector primario	69
Tabla 6.15. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector metales	70
Tabla 6.16. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector comercio	70
Tabla 6.17. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector alimentos	70

CURRICULUM VITAE

JULIO ENRIQUE ARIAS RAMOS

Magíster en Finanzas de ESAN. Bachiller en Contabilidad y Finanzas de la Universidad Ricardo Palma. Experiencia en administración de empresas y dominio de las herramientas computacionales de gerencia. Aspiración de desarrollo profesional en gerencia de grandes conglomerados empresariales.

FORMACIÓN

- | | |
|--------------------|--|
| 2016 - 2018 | ESAN Graduate School of Business
Maestría en Finanzas–Mención en Finanzas Corporativas |
| 2016 - 2018 | Barcelona School of Management – Pompeu Fabra
Máster en Gerencia Bancaria y Financiera |
| 2006 - 2009 | Universidad Ricardo Palma
Bachiller en Contabilidad y Finanzas |
| 1991 - 2001 | Inst. Superior Leonard Euler
Técnico en Administración de Empresas |

EXPERIENCIA:

- | | |
|--------------------|--|
| 2009 - 2019 | One Touch Solutions SAC.
Gerente General |
| 2007 - 2009 | AV Integradores SAC.
Asistente Contable |
| 2005 - 2007 | Restaurant ASIAC
Administrador |

1997 - 2005 **Minero Metalúrgico Andina SAC**
Asistente de Comercio Exterior

1996 - 1997 **Máster Service SAC**
Jefe de Almacén

CURSOS Y SEMINARIOS:

- Demografía y Nichos de Mercado: estrategias para el Éxito Competitivo (URP).
- Administración Dinámica del Riesgo y la Oportunidad: El Enfoque de Continuidad de los Negocios y su Implementación (URP).
- El Nuevo Administrador Multicultural del Conocimiento: Mas Allá de la Etnicidad y los Idiomas (URP).
- Gestión Financieras Para Empresas (SENATI).
- Costos y Presupuestos (SENATI).
- Diseño y Evaluación de Nuevos Proyectos (SENATI).

CURRICULUM VITAE

EVELYN YSABEL CURAY CARDOZA

Magíster en Finanzas con mención en Finanzas Corporativas, Universidad ESAN.
Máster en Gerencia Bancaria y Financiera, Universitat Pompeu Fabra. Bachiller en Ciencias Sociales con mención en Economía, Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Especialista con más de 7 años de experiencia en consultoría, valorizaciones, precios de transferencia y asesoría financiera.

FORMACIÓN

- 2016 - 2018** **ESAN Graduate School of Business**
Maestría en Finanzas – Mención en Finanzas Corporativas
- 2016 - 2018** **Barcelona School of Management – Pompeu Fabra**
Máster en Gerencia Bancaria y Financiera
- 2006 - 2012** **Pontificia Universidad Católica del Perú**
Bachiller en Ciencias Sociales con mención en Economía

EXPERIENCIA:

- 2012 - 2019** **Market Facilitators S.A.C.**
Gerencia de Operaciones
Senior Analyst
- 2014** **INDECOPI**
Comisión de Fiscalización de Dumping y Subsidios
Analista Externo

2010

CENTRUM Católica

Área de Investigación Académica

Asistente de Investigación

CURSOS Y SEMINARIOS:

- Curso “Software Stata 10” (PUCP)
- Seminario: “Implicancias del DL 1312 en la normativa tributaria” (IPDT – Instituto Peruano de Derecho Tributario)

CURRICULUM VITAE

JOSE BRUNO PEÑA JARAMILLO

Magíster en Finanzas de ESAN. Licenciado en Gestión y Bachiller en Gestión Empresarial por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Experiencia en áreas de riesgo en el sistema financiero.

FORMACIÓN

- 2016 - 2018** **ESAN Graduate School of Business**
Maestría en Finanzas – Mención en Mercado de Capitales
- 2016 - 2018** **Barcelona School of Management – Pompeu Fabra**
Máster en Gerencia Bancaria y Financiera
- 2007 - 2013** **Pontificia Universidad Católica del Perú**
Licenciado en Gestión

EXPERIENCIA:

- 2016 - 2019** **Scotiabank Perú**
Analista de Políticas y Gestión de Información
- 2014 - 2016** **Scotiabank Perú**
Analista de Políticas de Riesgo
- 2014** **Interseguro Compañía de Seguros**
Analista de Riesgo Operacional

CURSOS Y SEMINARIOS:

- Taller SQL Server y Modelamiento de Base de Datos (CIBERTEC)
- Capacitación en Normas Internacionales de Información Financiera (Ernst & Young)
- Programa de Gestor de riesgos financieros: Cumplimiento Normativo, Riesgo Operacional, Riesgo de Mercado y Riesgo Crediticio (Bolsa de Valores de Lima -Bursen)

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo principal de la presente tesis es realizar una investigación aplicada sobre el impacto del grado de propiedad de la familia en las decisiones de financiamiento en una muestra de empresas familiares y no familiares que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Se considera relevante poder identificar cómo se financian las empresas familiares debido a que éstas tienen características propias que afectan sus decisiones de financiamiento, como buscar trascender en el tiempo manteniendo el control por parte de una misma familia. Para tal fin se debe cumplir con los siguientes fines específicos:

- Revisar las definiciones más importantes relacionadas a las empresas familiares y empresas no familiares.
- Revisar las teorías de estructura de capital que pueden ser aplicables a las empresas familiares y utilizarla para analizar la muestra tomada.
- Analizar las características principales de la muestra de empresas familiares que cotizan en la BVL, BCS y BMV.
- Analizar los estados financieros de las empresas que listan en la BVL, BCS y BMV en el periodo 2010-2017 a través del método o teoría escogida.
- Evaluar las diferencias en las decisiones de financiamiento de las empresas familiares y no familiares de la muestra.

El orden establecido para la presente investigación es, en primer lugar, partir de que las empresas familiares tienen una manera propia de financiarse debido a sus características inherentes y objetivos particulares. Posteriormente, se revisan las definiciones de empresa, empresa familiar, y se revisa cronológicamente la literatura de estructura de financiamiento para luego poder escoger la que se considera que mejor puede explicar las decisiones de financiamiento de las empresas analizadas.

Después de recabar y analizar la información, ésta es clasificada por su relevancia en el presente trabajo, por ejemplo, la información de las investigaciones es ordenada cronológicamente de acuerdo con su fecha de realización o publicación.

Se revisa la información recabada y se presentan las siguientes hipótesis:

- Hipótesis 1: la teoría de Pecking Order explica las decisiones de financiamiento en las empresas familiares.
- Hipótesis 2: la teoría de Pecking Order explica las decisiones de financiamiento mejor en las empresas familiares que en las no familiares.
- Hipótesis 3: a mayor grado de propiedad (ownership) por parte de una familia, el Pecking Order explica mejor las decisiones de financiamiento.
- Hipótesis 4: a mayor longevidad de la empresa familiar existe menor necesidad de financiarse mediante deuda.
- Hipótesis 5: las empresas familiares con altas fuentes internas de flujo de caja tienen una menor cantidad de deuda.

Luego de haber formulado las hipótesis se procede a trabajar con la información de las empresas analizadas, se descarga una base de datos que consolida los estados financieros y las memorias anuales reportadas por las empresas que cotizan en la BVL BCS, BMV, para el período comprendido entre los años 2010 y 2017. Se procede a validar la data obtenida de la base de datos, para así contar con información fiable y que pueda dar resultados confiables. Se hace una revisión aleatoria de 20 empresas con sus estados financieros publicados en sus páginas web o información de páginas especializadas en finanzas, validando que la información de la base de datos coincidiese con estas fuentes. Las empresas que tuviesen ausencia de información se filtran y no se toman en cuenta.

Durante la elaboración de la base de datos se consideran organizaciones que cotizaron en sus mercados de valores locales durante el periodo 2009-2017. Sin embargo, dado que las principales variables a ser evaluadas en esta investigación se refieren a variaciones entre el periodo actual (t) y el periodo anterior (t-1), se decide acotar el periodo de análisis para los años comprendidos entre el 2010 hasta el 2017 inclusive. Por lo tanto, se retira de la muestra final aquellas empresas que solo cuentan

con información financiera pública para un año, por la imposibilidad de efectuar dichos cálculos.

Producto de la presente investigación se cuenta con las siguientes conclusiones principales:

-Las empresas familiares son organizaciones con características propias que si bien comparten el mismo objetivo que las empresas no familiares, como maximizar la utilidad del accionista, también tienen otros objetivos no económicos, como trascender en el tiempo y transferir el control familiar de la empresa a través de las generaciones. Este tipo de objetivos particulares afectan su aversión al riesgo además de sus decisiones de financiamiento.

-De acuerdo con el análisis de la muestra de empresas que listan en los mercados de capitales de Chile, México y Perú, se puede notar que las empresas familiares tienen ratios de cobertura y ratios de liquidez más conservadores que las empresas no familiares. Podríamos atribuir esto a que las empresas familiares son más adversas al riesgo que sus pares no familiares y tienen una visión a largo plazo.

-De acuerdo con la teoría revisada y los resultados obtenidos, podemos concluir que las organizaciones familiares obedecen no solo a razones financieras y económicas, sino también a intereses inherentes a su cultura organizacional. Asimismo, las decisiones de financiamiento de las empresas no podrían explicarse por una sola teoría debido a los diversos factores que influyen, acorde con lo que Myers (1984) denominó como “Capital Structure Puzzle”.

CAPITULO I. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

Las empresas familiares son uno de los tipos de organizaciones más comunes e históricamente importantes en la economía mundial (Ernst & Young, 2017). Este tipo de compañías, que es gestionada por una o más familias (Molina P. , 2016), tiene sus propias características, ventajas y desventajas lo que adicionado a su importancia en la economía las hacen organizaciones útiles de estudiar y entender.

El 90% de empresas peruanas tienen origen familiar (La República, 2013); además, brindan empleo a 70% de la población y aportan al PBI en un 40% (La República, 2018). Considerando que este tipo de organizaciones suele tener una tasa de quiebra alta (Gestión, 2018) debido a la falta de recursos, se ha considerado importante investigar cómo toman sus decisiones de financiamiento.

Las razones detrás de las decisiones de financiamiento han sido estudiadas durante los últimos 60 años, siendo una de las pioneras las que presentan las proposiciones de Modigliani y Miller que estudian la relevancia de la deuda en el valor de las organizaciones (1958). Para la presente investigación se ha partido de la publicación de Myers "*The Capital Structure Puzzle*" la misma que analiza cómo las compañías toman sus decisiones de financiamiento y en la que se menciona que se realiza a través de la teoría Static Trade-Off y/o través de la teoría de Pecking Order. La teoría de Static Trade-off propone que las organizaciones se financian buscando una estructura óptima que aproveche los beneficios que se generan de los escudos fiscales. Por otro lado, la teoría de Pecking Order propone que las organizaciones se financian primero con las utilidades generadas por el negocio, luego por deuda y, por último, abriendo la propiedad de la organización emitiendo nuevo capital (Myers, 1984).

Se considera relevante poder identificar cómo se financian las empresas familiares debido a que éstas tienen características propias que afectan sus decisiones de financiamiento, como buscar trascender en el tiempo manteniendo el control por parte de una misma familia (Niethardt, 2008). Un ejemplo relevante de longevidad en el

control de una organización por parte de una familia es el caso del hotel japonés Hoshi Ryokan, el mismo que fue fundado en el año 718 y que a la fecha sigue siendo administrado por la familia Hoshi (Carrizo, 2007).

1.2. Justificación

Las empresas familiares cuentan con algunas ventajas sobre otro tipo de organizaciones debido a que la familia trabaja por un bien común, por la confianza que existe entre los socios y el apoyo de la familia en los momentos claves. Asimismo, este tipo de organizaciones también presenta retos como atraer a profesionales exitosos, problemas de sucesión y la posibilidad de poder trasladar problemas familiares a la empresa. (Matute, Fabián, Pacheco, Trinidad, & Ureta, 2010) . Una dificultad adicional se presenta en las decisiones de financiamiento de la organización, las mismas que pueden influir de manera significativa en el éxito o fracaso de este tipo de organizaciones.

Según un estudio realizado por Pricewaterhousecooper (2017), las empresas familiares peruanas experimentaron una caída en su desempeño, solo el 58% sostuvo un crecimiento de ventas ese año. Asimismo, las empresas familiares peruanas que esperaron crecer más de un 10% consideraron que financiarían su crecimiento, en primer lugar, con capital propio, seguido por préstamo bancario, financiamiento contra capital, entre otros. De acuerdo con este estudio, resulta relevante profundizar en cómo se financian las empresas familiares y si éstas siguen dicho patrón.

1.3. Contribución

La primera organización humana conocida es la familia, por lo que la empresa familiar es el tipo de organización empresarial más longeva, asimismo, este tipo de organizaciones son importantes para la economía de los países y el éxito de éstas se refleja en el crecimiento de las naciones (Barroso & Barriuso, 2014).

Se considera que las decisiones de financiamiento son uno de los factores clave para que las organizaciones tengan éxito o fracaso en sus operaciones, además que los

altos niveles de deuda, incapacidad para honrar las obligaciones y excesivos gastos financieros pueden ser causantes de la insolvencia financiera. A través de la presente investigación se busca contribuir con el entendimiento de las decisiones de financiamiento en las empresas familiares en Perú, México y Chile. De esta manera los gestores de empresas familiares podrían entender mejor la dificultad que presenta gestionar este tipo de organizaciones debido a que no se basarían necesariamente en criterios de optimización del valor de la organización sino en que sus accionistas no estarían dispuestos a ceder el control de la organización debido a que las empresas familiares tienen características propias como el trascender en el tiempo y que el control se mantenga en la familia a través de las generaciones (Niethardt, 2008).

1.4. Objetivo General

Realizar una investigación aplicada sobre el impacto del grado de propiedad en las decisiones de financiamiento en una muestra de empresas familiares que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) comparándolas con las empresas no familiares.

1.5. Objetivos Específicos

- 1.5.1. Revisar las definiciones más importantes relacionadas a las empresas familiares y empresas no familiares.
- 1.5.2. Revisar las teorías de estructura de capital que pueden ser aplicables a las empresas familiares y utilizarla para analizar la muestra tomada.
- 1.5.3. Analizar las características principales de la muestra de empresas familiares que cotizan en la BVL, BCS y BMV.
- 1.5.4. Analizar los estados financieros de las empresas que listan en la BVL, BCS y BMV en el periodo 2010-2017 a través del método o teoría escogida.
- 1.5.5. Evaluar las diferencias en las decisiones de financiamiento de las empresas familiares y no familiares de la muestra.

1.6. Alcances y Limitaciones

a) Alcances

- 1.6.1. Se realiza una revisión de literatura sobre empresas familiares para poder conocer sus principales características en relación con sus decisiones de financiamiento.
- 1.6.2. Se revisa las principales teorías sobre estructuras de financiamiento entre las que resaltan las de Modigliani Miller, Teoría de Agencia, Static Trade-Off y Pecking Order.
- 1.6.3. Se revisa la estructura de financiamiento de empresas familiares y no familiares a través de los estados financieros auditados de las empresas que cotizan en las bolsas de valores de Perú, México y Chile.
- 1.6.4. Se utilizan los estados financieros convertidos a dólares americanos usando el tipo de cambio del cierre de cada periodo de medición debido a las diferentes monedas en las que trabajan las organizaciones analizadas.
- 1.6.5. Se comparan los resultados acerca de las decisiones de financiamiento de empresas familiares y no familiares, de acuerdo con la aplicación del modelo de la teoría escogida.

b) Limitaciones

- 1.6.6. Las limitaciones están relacionadas a no poder contar con estados financieros que tengan la información completa de las cuentas contables necesarias para analizar la estructura de financiamiento, así como no poder contar con la información de grado de propiedad de todas las empresas de las bolsas seleccionadas.
- 1.6.7. La base de datos extraída del sistema Orbis nos permite contar con estados financieros de los periodos 2009 al 2017 por lo que información antes del 2009 no podrá ser utilizada.
- 1.6.8. La presente investigación no es un estudio de tipo predictivo.
- 1.6.9. Los cálculos de la presente investigación se realizan sobre valores contables, sin considerar los valores de mercado de las empresas, ya que se debe tener en cuenta que el valor de los activos en el mercado suele ser, en la mayoría de los casos, mayor al valor expuesto en libros o estados financieros.

1.6.10. La información que se obtiene de la base de datos para trabajar la presente investigación es de carácter longitudinal, es decir nos permite distinguir sucesos de corto, medio y largo plazo, su distribución y su continuidad. Sin embargo, los modelos de estructura de capital son de carácter transversal, los cuales permiten un análisis descriptivo y analítico.

CAPITULO II. MARCO METODOLÓGICO

En el presente capítulo se expone el marco metodológico aplicado en este documento, la modalidad y tipo de trabajo de investigación; el esquema de trabajo, así como las técnicas de acopio de la información necesarias para luego identificar la clasificación, codificación y jerarquización. Esta investigación al ser cuantitativa se apoya en una cantidad importante de data la misma que debe ser organizada en bases de datos tabuladas que son revisadas para descartar información que no estuviese disponible o presentase errores. Esto finalmente permite que podamos contar con información estructurada y validada para finalmente hacer uso de técnicas de análisis e interpretación de la información.

2.1. Modalidad de investigación

De acuerdo con lo propuesto por Hernández (2014), el presente documento es una investigación cuantitativa debido a que es secuencial y probatoria. Se dice que es secuencial y probatoria porque cada etapa es consecuente de la siguiente y no se pueden saltar pasos, su orden es riguroso.

El orden establecido para la presente investigación es primero, partir de la idea de investigación, la misma que se define en que las empresas familiares tienen una manera propia de financiarse debido a sus características inherentes y objetivos particulares. Posteriormente, se revisan las definiciones de empresa, empresa familiar, y se revisa cronológicamente la literatura de estructura de financiamiento para luego poder escoger la que se considera que mejor puede explicar las decisiones de financiamiento de las empresas analizadas. Asimismo, se plantean las hipótesis en función a la literatura revisada y estudios empíricos previos realizados por diversos investigadores.

Finalmente, se analiza la data a través de la aplicación del modelo econométrico de Pecking Order lo que conlleva a la posterior revisión e interpretación de los resultados.

2.2. Tipo de investigación

La presente es una investigación no experimental debido a que no se manipulan de manera deliberada variables, es decir, no se hacen variar de forma intencional las variables independientes para ver su efecto sobre las otras variables (Hernández, 2014).

Asimismo, la investigación es transaccional y correlacional-causal debido a que se han definido variables endógenas y exógenas de acuerdo con las teorías revisadas. La presente investigación busca confirmar que existe una correlación entre ambas, sustentada estadísticamente.

La investigación es longitudinal y de panel debido a que recolectamos información de un conjunto de empresas, y los analizamos en distintos periodos de tiempo, del 2010 al 2017.

2.3. Formulación del esquema de trabajo

A continuación, la Tabla 2.1. presenta el esquema que se seguirá en la presente investigación.

Tabla 2.1 Esquema de la investigación

Capítulo	Título	Propósito
I	Introducción	Presentar el contexto de la investigación, los antecedentes, la justificación del tema, la contribución de realizar la presente investigación para poder entender la estructura de financiamiento en empresas familiares. Se presentan los objetivos generales y específicos; el alcance y las limitaciones de la investigación.
II	Marco Metodológico	Presentar la metodología que se utiliza para la investigación, mostrando los pasos que se debe seguir y los resultados que deben buscarse. Se presentan las herramientas econométricas que se utilizan.
III	Revisión de la literatura	Revisar los textos más representativos que se han escrito respecto a las empresas familiares y respecto a las decisiones de financiamiento, partiendo de Modigliani Miller, la Teoría de agencia, el Static Trade-off y el Pecking Order. Identificar cuál es el modelo que se considera que mejor explicaría las decisiones de financiamiento en las empresas familiares de la muestra.
IV	Propuesta de investigación	Identificar la relevancia de la estructura de financiamiento en las empresas familiares, plantear la hipótesis sustentada en la revisión bibliográfica, además de detallar el modelo que a utilizar para analizar la estructura de financiamiento e identificar las variables que se utilizan para analizar la información de acuerdo con la ecuación propuesta por Myers en la teoría de Pecking Order.
V	Análisis de la muestra	Se desarrolla un análisis de la muestra tomada, evaluando la consistencia de la data, revisando sus características generales, niveles de apalancamiento, ratios de cobertura de deuda, entre otros.
VI	Análisis de los resultados	Se hace un análisis de los resultados luego de la aplicación del modelo econométrico de Pecking Order. Se busca confirmar o rechazar las hipótesis propuestas en el capítulo IV.
VII	Conclusiones	Exponer los hallazgos logrados al realizar la presente investigación.

Fuente: Elaboración propia

2.4. Técnicas e instrumentos de acopio de la información

En la búsqueda de la información necesaria para llevar adelante el presente trabajo, se busca información de fuentes primarias y secundarias.

2.4.1. Fuentes Primarias

De acuerdo con Hernández (2014), las fuentes primarias son información de primera mano donde se incluyen resultados de estudios que pueden ser publicados en libros, revistas, papers, tesis, páginas de internet, entre otras.

En general, las fuentes primarias de información utilizadas se han centralizado en la literatura revisada para la definición de empresas y empresas familiares, así como la revisión de literatura relacionada a estructuras de financiamiento como los papers, libros y revistas especializadas en finanzas relacionadas a Modigliani y Miller, Teoría de Agencia, Static Trade-Off, Pecking Order Theory, entre otros.

2.4.2. Fuentes secundarias

De acuerdo con Maranto (2015), las fuentes secundarias son las que recopilan información de fuentes primarias. Para realizar la presente investigación se descarga una base de datos que consolida los estados financieros y las memorias anuales reportadas por las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Lima y Bolsa Mexicana de valores, para el período comprendido entre los años 2010 y 2017. El sistema que se utiliza es el Orbis que es complementado con la información de Yahoo Finance para la información de pago de dividendos. Esta información se trabaja de manera estructurada en una base datos tabulados.

2.5. Organización de la información

Después de recabar y analizar la información, ésta es clasificada por su relevancia en el presente trabajo, por ejemplo, la información de las investigaciones es ordenada cronológicamente de acuerdo con su fecha de realización o publicación.

Por otro lado, en relación con la información de las empresas extraídas del Orbis, se manejan dos bases de datos, una de datos generales en los que se incluye la constitución accionarial de la organización y, por otro lado, una base de datos que cuenta con los Estados Financieros de las organizaciones.

Se trabaja la base de datos de constitución accionarial y se determina el porcentaje de propiedad de la organización por parte de una o varias familias. Para la base de datos de Estados Financieros se agrupan las columnas que muestran las cuentas contables que se utilizan para la aplicación de los modelos econométricos.

Por último, se unen las bases de datos de estados financieros con la de propiedad accionarial a través de la llave primaria “número de identificación” y se genera una base de datos en formato Data Panel para que pueda ser analizada posteriormente mediante el software estadístico STATA.

2.6. Técnicas de Análisis e Interpretación de la Información

Se procede a validar la data obtenida de la base de datos, para así contar con información fiable y que pueda dar resultados confiables. Se hace una revisión aleatoria de 20 empresas con sus estados financieros publicados en sus páginas web o información de Yahoo Finance validando que la información de la base de datos coincidiese con estas fuentes. Las empresas que tuviesen ausencia de información se filtran y no se toman en cuenta. Un mayor detalle de la validación de la data y de la selección de ésta se presenta en el Capítulo V de la presente investigación.

En cuanto a las técnicas de análisis, de acuerdo con las investigaciones revisadas en diversas revistas especializadas en finanzas, para llevar a cabo la evaluación de las hipótesis planteadas, en la presente investigación se aplica un método estadístico de datos de panel.

Los datos de panel, también denominados datos longitudinales, consisten en observaciones que combinan una dimensión temporal con otra transversal. Es decir, las observaciones son:

- de un corte transversal de unidades individuales, $i = 1, \dots, N$
- repetidas en el tiempo, $t = 1, \dots, T$

Considerando la hipótesis planteada, en este caso se trata de empresas familiares que han mostrado un respectivo comportamiento en cuanto a su estructura de financiamiento para el período comprendido entre los años 2010 y 2017. Tal como explica (Greene, 2012), a diferencia de los datos de sección cruzada, “los conjuntos de datos de panel (...) permiten al investigador mucha más flexibilidad para modelizar las

diferencias de comportamiento entre individuos”, por lo cual esta técnica sería adecuada para la evaluación propuesta.

El modelo de regresión clásica para datos de panel (Greene, 2012) es el siguiente:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\alpha + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Existen K regresores en x_{it} , sin incluir el término constante α es el efecto individual que se considera constante a lo largo del tiempo t, y específico para la unidad de sección cruzada individual.

De acuerdo con la revisión literaria realizada, los modelos relevantes para esta investigación son los modelos de data panel estáticos, cuya evaluación se distingue según el tratamiento de α , tal como se desarrolla a continuación.

2.6.1. Regresión agrupada (pooled)

Un modelo lineal estático para datos de panel se puede estimar consistentemente por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) si se supone que z_i incluye un solo intercepto. Con lo cual el modelo lineal quedaría expresado de la siguiente forma:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + u_{it} \quad (2)$$

Sin embargo, es posible que,

$$Cov(X_{it}; u_{it}) \neq 0 \quad \dots (3)$$

Es decir, los errores u_{it} no serían independientes e idénticamente distribuidos (i.i.d.) debido a que las observaciones podrían estar agrupadas de forma natural por individuos i y probablemente existirá heterocedasticidad entre ellos. Por lo tanto, como plantea Montero (2011, pág. 2) este problema se soluciona mediante el anidamiento de datos.

2.6.2. Efectos fijos

Uno de los modelos de regresión de datos anidados es el modelo de efectos fijos, el cual toma en cuenta un término constante α_i para cada grupo en el modelo de regresión (Gujarati & Porter, 2010). El estimador de efectos fijos (también conocido como el estimador "within") es utilizado para referirse a un estimador para los coeficientes en el modelo de regresión. Si se supone efectos fijos, se impone que los efectos del tiempo son independientes para cada entidad que posiblemente esté correlacionada con los regresores.

Sea un modelo de efectos individuales:

$$y_{it} = \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad \dots (4)$$

Se supone que:

$$E[\varepsilon_{it} | \alpha_i, x_{1it}, \dots, x_{kit}] = 0 \quad \dots (5)$$

Con lo que, la estimación de los parámetros β requiere la eliminación de α_i

2.6.3. Efectos aleatorios

Éste enfoque especifica que α es un error específico de grupo similar a ε_{it} , a excepción de que para cada grupo existe una única extracción muestral, que aparece en la regresión de forma idéntica en cada periodo. Se puede estimar eficientemente mediante el modelo de mínimos cuadrados generalizados (MCG).

Sea un modelo de efectos individuales:

$$y_{it} = \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad \dots (6)$$

Donde:

$$\begin{aligned} E[\alpha_i|X_{it}] &= 0; & \text{Var} [\alpha_i|X_{it}] &= \sigma^2 \\ E[\varepsilon_i|X_{it}] &= 0; & \text{Var} [\varepsilon_i|X_{it}] &= \sigma^2 \end{aligned}$$

Esto implica que los regresores son exógenos respecto al término de error compuesto:

$$u_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}; \quad \dots (7)$$

$$E[u_{it}|x_{it}] = 0 \quad \dots (8)$$

Además, se tiene una estructura de correlación particular

$$\text{Corr} (u_{it}, u_{is}) = \frac{\sigma_\alpha^2}{\sigma_\alpha^2 + \sigma_\varepsilon^2}, t \neq s \quad \dots (9)$$

Por lo tanto, se puede estimar eficientemente mediante MCGF, que se obtiene estimando por MCO el modelo transformado:

$$(y_{it} - \hat{\theta}_i \bar{y}_i) = \alpha (1 - \hat{\theta}_i) + (X_{it} - \hat{\theta}_i \bar{X}_i)' \beta + \alpha_i (1 - \hat{\theta}_i) + (\varepsilon_{it} - \hat{\theta}_i \bar{\varepsilon}_i) \quad \dots (10)$$

Donde:

$$\theta_i = 1 - \sqrt{\sigma_\varepsilon^2 / (T_i \sigma_\alpha^2 + \sigma_\varepsilon^2)}$$

2.6.4. *Contraste de Breusch-Pagan*

En primer lugar, se debe evaluar si se debe aplicar un modelo de regresión agrupada (pooled) o un modelo de datos anidados. Para ello, se aplica un test conocido como la prueba de Breusch-Pagan (BP), en la cual se tiene como hipótesis nula que:

$$\text{Var} (u_i) = 0 \quad \dots (11)$$

También denominado “test del Multiplicador de Lagrange”, si se confirma la hipótesis nula, se tendría que la varianza de u_{it} es significativamente igual a cero; es decir, si el p-value es mayor de 0.95, es mejor usar MCO. Por el contrario, si el p-value es menor de 0.05, la hipótesis nula no se confirma, por lo tanto, es mejor utilizar los modelos anidados, ya sea el de efectos fijos o el de efectos aleatorios. Esto debido a que la varianza de u_{it} es significativamente distinta de cero, es decir, existe un componente inobservable de la varianza asociado a cada individuo.

2.6.5. *Contraste de Hausman*

En segundo lugar, es importante evaluar si el modelo adecuado para analizar los datos es el de efectos fijos (estimaciones consistentes) o el de efectos aleatorios (estimaciones eficientes), para lo cual se desarrolla una prueba conocida como el “test de Hausman”.

Bajo la hipótesis nula H_0 de que se cumplen los supuestos del modelo de efectos aleatorios, ambos estimadores deberían ser similares y consistentes, tanto el de efectos fijos como el de efectos aleatorios. El estadístico de contraste mide la “distancia” que existe entre ambas estimaciones por lo que, si es grande, se estaría rechazando la hipótesis nula H_0 , con lo cual se opta por realizar la evaluación con el modelo de efectos fijos.

$$(\hat{\beta}_{EF} - \hat{\beta}_{EA})' [Var(\hat{\beta}_{EF}) - Var(\hat{\beta}_{EA})]^{-1} (\hat{\beta}_{EF} - \hat{\beta}_{EA})' \sim \chi^2_{(k)} \quad \dots (12)$$

CAPITULO III. REVISION DE LA LITERATURA

En el presente capítulo, se revisan diferentes autores y se explican los conceptos claves que resultan necesarios para la realización de la presente investigación. El objetivo es poder contar con información relevante y de fuentes confiables que sirvan de marco para poder entender a profundidad el objeto de estudio y posteriormente formular hipótesis basadas en una revisión de literatura a profundidad.

Se inicia por entender el concepto de empresa y de empresa familiar; conocer las principales definiciones y las características principales de estas últimas. Luego, se revisa información relevante sobre estructura de financiamiento, partiendo desde las proposiciones de Modigliani y Miller, y continuando con las diversas teorías que tratan de explicar la estructura de financiamiento de las empresas como la Teoría de Agencia, Static Trade-Off y Pecking Order, considerando lo importante que son los conceptos de control y trascendencia en el tiempo para las decisiones de financiamiento en empresas familiares. Por último, se identifica la teoría que se considera que mejor explica las decisiones de financiamiento en las empresas familiares.

3.1. Empresa o Sociedad

Según el diccionario de la Real Academia Española, empresa es la entidad en la que intervienen el capital y el trabajo como factores de producción de actividades industriales o mercantiles o para la prestación de servicios.

Existen varios tipos de empresas, esto dependerá del objetivo, misión, fines, tamaño, propietarios, ubicación geográfica, etc. Para los fines de la presente investigación, es necesario conocer la naturaleza y/o características de las empresas que cotizan en bolsa. Estos tipos de organizaciones se rigen por las regulaciones de sus respectivos países las mismas que son:

- Ley General de Sociedades (Ley N° 26887)- Perú
- Ley General de Sociedades Mercantiles- México
- Ley de Mercado de Valores-Chile

3.2. Empresas Familiares

Para definir empresas familiares, primero es relevante definir a la familia, la misma que no presenta un consenso en su definición. Según explica Jossierand (1950):

“La familia se entiende en sentidos diferentes, más o menos comprensivos, que podrían representarse en círculos concéntricos de extensión variable: i) *Latu sensu*: la familia engloba a todas las personas unidas por un lazo de parentesco o de afinidad; se extiende hasta a límites lejanos de hasta duodécimo grado de acuerdo con el derecho peruano. ii) En un sentido más restringido se denomina familia a las personas que viven bajo el mismo techo: padre, madre, hijos, entre otros. Se convierte en un cuasi sinónimo de hogar. iii) Se entiende por familia a la agrupación constituida por padre, madre e hijos

De acuerdo con la Constitución Política del Perú, en el análisis que realiza el constitucionalista Enrique Bernal (1999), se define a la familia como las personas que guardan relaciones de parentesco en el cuarto grado de consanguinidad y en el segundo grado de afinidad. En esta definición se incluyen a los tatarabuelos, tataranietos, primos hermanos, sobrinos nietos, tíos abuelos, padres, abuelos, hijos, nietos, suegros y cuñados.

En la academia, diversos autores se han acercado a una definición teórica del concepto de empresa familiar. En la Tabla 3.1 se presenta las definiciones principales de empresa familiar.

Tabla 3.1. Definiciones de empresas familiares en la literatura académica

Autor	Definición
Barnes y Hershon (1976)	Organización controlada y administrada por uno o varios miembros de una misma familia
Rosenblatt, Demik, Anderson y Johnson (1985)	Es aquella en la que la mayoría de la propiedad o el control radica en una única familia y en la que dos o más miembros de la familia participan o participaron en su momento
Bork (1986)	Es la que ha sido fundada por un miembro de familia y se ha transmitido o se espera que se transmita a sus descendientes
Lansberg, Perrow y Rogolsky (1988)	Es una organización en la cual miembros de la familia tienen control legal sobre la propiedad
Grabinsky y Streider, citado por Vélez et al. (2000)	Es aquella cuya propiedad, dirección y control de las operaciones está en manos una familia, quienes toman las decisiones básicas estratégicas y operativas y asumen por completo la responsabilidad de sus acciones
Le Van (2000), Citado por Rueda	Empresa donde la propiedad y el control están en manos de una familia, y dichos miembros familiares ocupan puestos decisivos en la compañía
Dyer (2003)	Organización en la cual las decisiones con relación a su dirección y control son influidas por la relación de aquella con una o varias familias
Vélez et al. (2008)	Es aquella en la cual las personas de una o más familias ligadas por vínculos de parentesco poseen la suficiente propiedad accionaria de la empresa, el control de las decisiones y aplican un modelo de gestión interdependiente con el proceso de sucesión

Fuente: Paula Molina (2016)
Elaboración propia.

3.2.1. Características de las empresas familiares

Según Niethardt (2008) las principales características de las empresas familiares son las siguientes:

- i) Considerando un horizonte de largo plazo, este tipo de organizaciones debería tener mayor rentabilidad debido a su tendencia a ahorrar y acumular beneficios;
- ii) Cuentan con una cultura más específica, pues dicha cultura es compartida entre la empresa y la familia;
- iii) Al disponer de menor burocracia y contar con más canales de comunicación, tomar decisiones se realiza con mayor rapidez;

- iv) Los directivos, al ser propietarios, cuentan con mayor motivación, aunque esto no asegura una mejor formación;
- v) La relación empresa-familia constituye un factor importante respecto de las actividades enfocadas en supervisar y controlar;
- vi) Todas las familias poseen diversas experiencias, valores, estilos, historia que la identifican y diferencian de otras, con lo cual cada empresa se constituye como una organización particular y determinada.

Aunque la definición de empresa familiar comúnmente se asocia a organizaciones de menor tamaño, gestionadas de manera poco profesional, éstas pueden ser empresas bastante grandes y líderes en sus distintas industrias (Hinojosa Garamendi, 2011).

3.2.2. Diferencias entre las empresas familiares respecto a las no familiares

Para poder identificar las diferencias de estos tipos de organizaciones, se realiza primero un recuento de las principales ventajas y desventajas. De acuerdo con Salazar (2005) éstas serían:

Ventajas de las empresas familiares

- i) Relaciones de afecto: los integrantes de la familia suelen caracterizarse por la unión causada por el afecto, además que este tipo de organizaciones es lo suficientemente flexible para adecuarse a los cambios y tienen buena comunicación.
- ii) Comprensión: la convivencia de los miembros de la familia desde el nacimiento genera que haya mayor conocimiento y comprensión de la manera de pensar y de comportarse de los demás.
- iii) Aceptación de la autoridad: existe una relación similar entre la autoridad que se ejerce en la familia con la que se ejerce en la empresa familiar. Esta es aceptada y reforzada en el organigrama de la empresa.
- iv) Flexibilidad en el trabajo, en el tiempo y el dinero: el hecho de la mayor confianza entre los miembros de la familia genera un clima más informal entre éstos por lo que la comunicación puede ser más directa y sin burocracia.

- v) Compromiso: en general, los integrantes de la empresa familiar suelen poner en manifiesto su compromiso con el trabajo, además de mostrar responsabilidad y solidaridad, por lo que dedica su energía y tiempo.

Desventajas de las empresas familiares

- i) Organización y capacitación gerencial: existe una resistencia a elaborar una estructura organizacional en la que se delimiten claramente los puestos y funciones de la organización, por lo que la informalidad en la organización de las relaciones en la familia también se transpone a la empresa.
- ii) Delegación del poder: la propiedad de la organización familiar, así como el liderazgo, el traspaso de la dirección o control a la siguiente generación es una dificultad que se presente de manera frecuente en la empresa familiar.
- iii) Criterios de selección y remuneración de familiares y no familiares: si no se contase con una definición clara de la política de admisión a la organización, la alta dirección suele enfrentarse a la dificultad de emplear a un familiar o brindarle un puesto a un profesional con los méritos suficientes. El mismo problema ocurre con las remuneraciones que se otorgan a los colaboradores.
- iv) Confección del plan de negocios: una gran cantidad de accionistas no suele planificar, debido a la costumbre de dejarse llevar por la experiencia e intuición, aun cuando la planificación de la empresa es clave para la organización.

Habiendo expuesto las ventajas y desventajas de las empresas familiares, se puede identificar que sus principales diferencias con las no familiares radican en los siguientes puntos:

- Autoridad y control: las empresas familiares son dirigidas por un miembro de la familia o una persona designada por ellos donde el control está más centralizado, mientras que en una empresa no familiar el control está más descentralizado y regido principalmente a las directivas de la empresa misma de acuerdo con sus habilidades y desempeño.
- Organización: en estos aspectos son las empresas no familiares las que se ven fortalecidas debido a que, por ser sus acciones más atomizadas, la organización

debe tener una estructura que permita un sistema de control mucho más claro y una organización que reduzca los problemas de agencia.

- **Gestión:** se pone énfasis en la flexibilidad y la fluidez de las operaciones, siendo en la empresa familiar más flexibles.
- **Compromiso y trascendencia:** al ser los colaboradores de la organización miembros de una misma familia, suelen ser más unidos y buscan el bien común, lo que haría que los esfuerzos realizados en el trabajo sean mayores que si trabajasen en una empresa no familiar. Asimismo, buscan que la organización quede en control de la misma familia por lo que las decisiones de inversión pueden ser menos riesgosas y con mayor visión a largo plazo que las empresas no familiares.

3.3. Estructuras de Financiamiento

Todas las organizaciones, incluidas las empresas familiares, cuentan con una estructura de financiamiento que resulta vital para poder hacer frente a sus operaciones actuales y en el futuro, por lo que resulta muy importante conocer y entender cómo funciona el financiamiento en las empresas.

3.3.1. Definiciones

Estructura de financiamiento es referida a cómo una empresa ha sido financiada, siendo posible a través de deuda o a través de capital. La estructura de capital puede ser expresada a través del siguiente ratio:

$$D / C \quad \dots (13)$$

Donde:

$$D = Deuda$$

$$C = Capital$$

Es importante notar que el ratio varía dependiendo de cada empresa y a su vez dependiendo del sector en el que opere la organización. En la búsqueda de una estructura óptima de capital la empresa puede endeudarse o emitir nuevo capital, lo que

produce cambios en el nivel de riesgo asumido y en el rendimiento esperado. A más deuda, aumenta el riesgo de los accionistas y este nivel de apalancamiento requiere un rendimiento esperado mayor. Cuando hay un manejo eficiente de los recursos financieros, la estructura óptima se asocia a una minimización del costo promedio ponderado de los recursos y a la maximización del valor de la empresa (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2012).

De acuerdo con Ross (2012), las fuentes de financiamiento pueden ser de fuente interna o externa al de la organización. De fuente interna pueden ser las utilidades retenidas, las reservas, las provisiones, una ampliación de patrimonio o aumento de capital. De fuente externa se presentan las siguientes alternativas, la primera, aquellas sin garantía ni costo financiero adicional como las cuentas por pagar a proveedores. La segunda, aquellas con garantía y/o pago de un costo financiero adicional, entre las que resaltan los créditos bancarios de largo o corto plazo. Por último, una forma de financiamiento adicional es la emisión de acciones que podrían ser adquiridas por terceros.

Es importante notar que las empresas, al escoger su estructura de financiamiento, toman en cuenta la administración eficiente de los recursos monetarios y el uso efectivo de las fuentes de financiamiento. Combinando estos dos elementos, la organización puede tener resultados que permiten su crecimiento sostenido (González-del-Foyo, Basantes-Avalos, Basantes-Avalos, & Bonilla-Torres, 2016).

Como indica González del Foyo (2016) la política de financiamiento resulta en una elección entre el rendimiento esperado y el riesgo que el tomador de decisión está dispuesto a asumir. Existen gerentes de finanzas que prefieren trabajar con altos niveles de fondos propios, aun cuando esto signifique que cuenten con menores utilidades. Es así como éstos no parecen tomar en consideración que al utilizar fuentes externas para generar fondos propios pueden invertir el capital propio en otros objetivos, además de que pueden generar beneficios a la organización por el ahorro fiscal.

Asimismo, es importante tener en cuenta que tener un alto grado de apalancamiento puede provocar que los gastos financieros asociados al uso de dicha fuente se eleven y

se exponga la empresa a una posible suspensión de pagos (González-del-Foyo, Basantes-Avalos, Basantes-Avalos, & Bonilla-Torres, 2016).

De acuerdo con la literatura revisada y partiendo de una perspectiva netamente financiera, una idea que podamos identificar es que la estructura financiera se refiere a la forma en que una empresa financia los activos que generan la rentabilidad esperada al menor costo. Las decisiones de financiación son de suma importancia en la gestión empresarial, de ellas dependen en gran medida la viabilidad y rentabilidad de los negocios. Los responsables en la toma de decisión de financiamiento deben conocer y analizar la estructura correcta con el objetivo de evaluar el impacto en los resultados desde el punto de vista del riesgo, costo y rendimiento.

Adicional a esta información, Barton y Gordon (1988) indican que las finanzas no pueden explicar completamente la estructura de capital de una empresa, sino que debe considerarse además la gestión y estrategias aplicadas en la organización. Estos autores sugieren una perspectiva en la que la estrategia puede ayudar a explicar la decisión de estructura de capital en las empresas; sin embargo, hasta la fecha, el extenso trabajo teórico, financiero y empírico no se han puesto de acuerdo sobre qué factores tienen impacto en la decisión o cómo afecta el desempeño de la empresa.

Usar una perspectiva económica financiera suele ser adecuada para explicar los fenómenos a nivel de economía, pero no para explicar el comportamiento a nivel de empresa. Al proponer una perspectiva de la estrategia como marco para la decisión de la estructura de capital, la aplicación de la investigación administrativa / conductual y la teoría e investigación financiera existente, debería facilitar mejor el entendimiento a nivel empresa (Barton & Gordon, 1988).

Con esto se puede concluir que la estructura de financiamiento no es netamente científica o financiera, si no que existen otras razones o factores que influyen, como el planeamiento estratégico y la gestión.

3.3.2. *Riesgo de financiamiento*

Sin tomar en consideración el uso capital propio, deuda o el uso de ambos, la organización debe pagar a los acreedores o accionistas por usar sus recursos mediante el pago de intereses y dividendos. No poder cumplir con pagarles a dichos grupos de interés constituye un riesgo asociado al financiamiento.

Adicional al coste de financiamiento se presenta otro tipo de riesgo. De acuerdo con Myers (1984):

“Los costos de dificultades financieras incluyen los costos legales y administrativos de la quiebra, así como el riesgo moral, el monitoreo y los costos de contratación que pueden erosionar el valor de la empresa incluso si se evita el incumplimiento formal”.

Entendemos que existe riesgo moral, cuando los tomadores de decisión tienen más información de sus propias acciones que los demás grupos de interés, y utilizan esa información para asumir mayores riesgos, a razón que los costos asociados no recaen sobre ellos (Krugman & Wells, 1953).

En la misma investigación, Myers (1984) indica que las empresas arriesgadas, es decir con mayor tasa de varianza del valor de mercado de los activos de la empresa, deberían prestarse menos, esto debido a que, a mayor tasa de varianza, mayor es la probabilidad de incumplimiento en cualquier paquete de deuda. Las empresas de menor riesgo deberían poder pedir prestado antes de que los costos esperados de dificultades financieras compensen las ventajas impositivas del endeudamiento. Además, las empresas que tienen activos tangibles en mercados activos de segunda mano tomarían menos préstamos que las empresas que poseen activos especializados e intangibles u oportunidades de crecimiento valiosas.

De lo revisado, “el costo esperado de la dificultad financiera depende no solo de la probabilidad de ocurrencia de problemas, sino del valor perdido en caso de que éstos se den. Es más probable que los activos especializados e intangibles o las oportunidades de crecimiento pierdan valor en dificultades financieras” (Myers, 1984).

Los costes o riesgo por financiamiento son variables de suma importancia en la decisión de estructura de financiamiento por parte de los tomadores de decisión, por lo que se deben tomar en cuenta en la ecuación de rentabilidad utilizada.

Adicionalmente, como propone González et al. (2014) las empresas familiares podrían dar beneficios pecuniarios y no pecuniarios como compensaciones muy altas, transacciones entre relacionados, gastos por estatus social o contar con familiares no muy preparados para algunos cargos.

3.4. Revisión de Literatura sobre Estructura de Financiamiento

La siguiente revisión de la literatura tiene como objetivo poder contar con un sustento teórico que permita comprender las variables que participan en las decisiones de financiamiento de las organizaciones y poder definir hipótesis consistentes que luego sean contrastadas con los resultados de la aplicación empírica.

Los administradores de la organización deben buscar la maximización en el valor de la organización, por lo que existe la afirmación que los cambios en la estructura de capital pueden generar beneficios a los accionistas si y solo si el valor de la organización presenta un aumento. Los administradores deben elegir la estructura de capital la misma que, bajo su criterio, presenta el mayor valor para la organización porque esta estructura es la que más beneficios presenta para el accionista (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2012).

Considerando un modelo sin impuestos, el apalancamiento financiero puede aumentar el valor para los accionistas teniendo en cuenta las utilidades por acción (UPA). Si la firma tiene utilidades antes de intereses lo suficientemente altas que superan un punto de equilibrio establecido, luego de incluir la deuda y los gastos financieros, harán que, al repartirse las utilidades entre una menor cantidad de acciones, se genere un retorno mayor para los accionistas, considerando que al tener mayor deuda hay una menor necesidad de financiarse mediante la emisión de acciones.

Es importante hacer la salvedad que aumentar la deuda en la estructura de capital también involucra mayor riesgo, esto debido a que se debe honrar la deuda con los

acreedores y se debe contar con utilidades lo suficientemente altas que permitan hacerlo (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2012).

3.4.1. Modigliani y Miller (MM)

Existe una disyuntiva entre buscar mayor valor de la firma asumiendo mayores riesgos o tener una postura más conservadora, pero sin alcanzar el valor óptimo de la organización. Modigliani y Miller (1958) parten de que una empresa no puede cambiar el valor total de sus valores en circulación modificando las proporciones de su estructura de capital, es decir, para maximizar el valor de mercado de las empresas se considera irrelevante si la empresa ha decidido financiarse con fondos propios o con fondos ajenos. Las ideas más importantes de Modigliani y Miller en relación con la estructura de financiamiento y el valor de las organizaciones fueron dispuestas a través de proposiciones, las mismas que son:

Proposiciones sin impuestos:

Considerando ausencia de impuestos, ausencia de costos de transacción y que los particulares y las corporaciones se endeudan a la misma tasa.

i) Proposición I sin Impuestos: el valor de la empresa apalancada es el mismo que el valor de la empresa no apalancada. A pesar de que haya distintas estructuras de capital, ninguna estructura resulta mejor que otra.

$$V_U = V_L \quad \dots (14)$$

Donde:

V_U = Valor de la empresa sin apalancamiento

V_L = Valor de la empresa con apalancamiento

ii) Proposición II sin impuestos: en la que se propone que una organización que cuenta con deuda en su estructura de financiamiento incrementa el ROE al que aspiran los accionistas de manera proporcional al apalancamiento de la empresa. Una organización

al tener mayor apalancamiento tiene mayor riesgo por lo que los accionistas buscan un mayor retorno asociado al incremento en riesgo.

$$r_s = r_0 + \frac{B}{S}(r_0 - r_B) \quad \dots (15)$$

Donde:

r_s = es el coste de capital de la empresa

r_0 = es el coste del capital de una empresa sin apalancamiento

r_B = es el coste de la deuda

$\frac{B}{S}$ = razón entre la deuda y el capital propia de la empresa

Proposiciones con impuestos:

Considerando que las corporaciones pagan impuestos sobre las utilidades, que no existen costos de transacción y que los individuos y las corporaciones obtienen fondos de préstamos a la misma tasa:

i) Proposición I MM con impuestos: a comparación de la proposición I sin impuestos, en este caso la estructura de financiamiento sí afecta el valor de las organizaciones apalancadas, siendo que éstas tienen mayor valor que las no apalancadas debido a los efectos del escudo fiscal que se genera por los gastos financieros, los mismos que son deducibles del pago de impuestos. Los dividendos que se pagan a los accionistas se reparten después de aplicar los impuestos por lo que no generan beneficios tributarios.

$$V_U = V_L + T_C B \quad \dots (16)$$

Donde:

V_U = Valor de la empresa sin apalancamiento

V_L = Valor de la empresa con apalancamiento

T_C = Tasa de impuestos

B = Monto de la deuda

ii) Proposición II MM con impuestos: una empresa apalancada requiere mayor rentabilidad para los accionistas debido al mayor riesgo asumido, a esto se debe sumar el efecto positivo que genera el escudo fiscal reduciendo el pago de impuestos y aumentando el flujo de caja en comparación a las empresas no apalancadas.

$$r_s = r_0 + \frac{B}{S}(r_0 - r_B)(1 - T_C) \quad \dots (17)$$

Donde:

r_s = es el coste de capital de la empresa

r_0 = es el coste del capital de una empresa sin apalancamiento

r_B = es el coste de la deuda

$\frac{B}{S}$ = razón entre la deuda y el capital propio de la empresa

T_C = Tasa de impuestos

3.4.2. Teoría de Estructura de Propiedad de la Firma (Jensen y Meckling)

La teoría propuesta por Jensen y Meckling (1976) se centra en los costos de agencia que se generan por la deuda y el capital externo en la estructura de financiamiento de una organización. Explican que en las organizaciones existe la relación de agencia entre un principal y un agente, donde el principal otorga al agente la responsabilidad de tomar decisiones que maximicen los beneficios hacia el principal. Para realizar esto, el principal incurre en costos de monitoreo para asegurarse que el agente actúe tal cual lo acordado y genere los incentivos adecuados que motiven al agente.

Si un principal tuviese el 100% de la propiedad de la organización, tomará decisiones operativas que maximicen sus beneficios; en cambio, si el principal vendiese parte de su patrimonio, se generarían costos de agencia debido a la divergencia de intereses de los nuevos accionistas y el actual propietario. El propietario tendrá los incentivos de realizar un monitoreo al agente siempre que su beneficio marginal sea mayor a los costos de agencia, considerando que puede llegar un punto en el que el propietario no tenga incentivos para poder seguir haciendo seguimiento al agente debido a su poca participación accionarial y que los beneficios serían a favor de los nuevos accionistas.

En relación con la deuda, es necesario considerar que existen costos de bancarrota que se dan cuando el valor de los activos es insuficiente para pagar la deuda contraída. Jensen y Meckling indican que un agente puede tener altos ratios de apalancamiento aprovechando los escudos fiscales que se generan de la deducción de los gastos financieros para el pago de impuestos y también participando en inversiones de alto riesgo que maximicen los retornos esperados y trasladando el riesgo a los accionistas externos.

La teoría sobre estructura de propiedad corporativa propuesta por Jensen y Meckling se presenta de la siguiente manera:

$$S = S_i + S_o \quad \text{valor total del patrimonio} \quad \dots (18)$$

$$V = S + B \quad \text{valor total de la firma} \quad \dots (19)$$

Donde:

S_i como patrimonio interno (gerente/propietario)

S_o como patrimonio externo (agente externo)

B como deuda externa (agente externo)

El propietario/gerente busca una estructura óptima para B y S_o que le permita poder financiar su negocio y que también permita que los costos de agencia se minimicen teniendo en cuenta la alta competencia de los mercados en costos.

3.4.3. Static trade-off theory (TOT)

La teoría del Static Trade-off, también conocida como la teoría del equilibrio estático, propone que las empresas buscan un ratio de endeudamiento óptimo que maximice su valor (Schwartz, 1967). La principal ventaja de emitir deuda radica en los beneficios de los escudos fiscales que se pueden obtener de los intereses pagados y que son deducibles del pago de impuestos (Myers, 1984) .

La teoría del Static Trade-off que fue planteada por Kraus y Litzenberg (1973), está basada en el equilibrio existente entre los costos esperados por las dificultades

financieras frente a los beneficios fiscales que se generan por los intereses generados por la deuda. La teoría de Static Trade-off propone que existe una estructura óptima de capital, y a su vez relación óptima de deuda. Se considera que existe un uso óptimo de la deuda si ésta se encuentra en un punto donde cualquier deuda adicional que se adquiriera, hiciera que los costos de default sean mayores al beneficio de los escudos fiscales adicionales (Vargas Sánchez, 2014).

Por otro lado, las desventajas son que la empresa reduce los flujos de caja operativos debido a los gastos financieros, que la deuda aumenta la posibilidad de que la empresa pase por dificultades financieras (Kraus & Litzenberger, 1973) y que se incrementen los costos de agencia entre el dueño de la organización y los acreedores (Jensen & Meckling, 1976).

La teoría del Static Trade-off plantea que los eventos aleatorios como necesidades de inversión o complicaciones financieras, alejarían a la empresa de la estructura de capital óptima, por lo que la alta dirección tendría que redefinir dicha estructura gradualmente a fin de volver al punto óptimo.

Es importante que cada empresa analice los factores detrás de la determinación de su estructura de capital, tales como: el riesgo del negocio, los posibles costos de dificultades financieras, situación fiscal, gobierno corporativo, entre otros.

3.4.4. *Pecking Order Theory (POT)*

También conocida como la teoría de la jerarquía financiera, plantea que la política de financiamiento de las empresas se basa en un orden jerárquico, partiendo del supuesto de existencia de selección adversa (Myers, 1984), donde las firmas escogen primero las fuentes de financiamiento generadas internamente, las mismas que tienen menores costos de información y que a su vez involucran menor riesgo como las utilidades retenidas. En segundo lugar, se prefiere la deuda de corto plazo y bajo riesgo; y luego la deuda de largo plazo con mayor riesgo. Por último, la teoría considera que financiarse con nuevo capital es la última opción debido a sus altos costos de información (Myers & Majluf, 1984).

De esta manera, lo que propone la teoría de Pecking Order es que los cambios en la estructura de financiamiento de las organizaciones no está sustentada en la búsqueda de un ratio óptimo de deuda que permita maximizar el valor de la empresa como lo plantea la teoría del Static Trade-off, sino que está supeditada a las necesidades de capital externo, una vez que todas las demás opciones de financiamiento internas hayan sido utilizadas y que exista una oportunidad de inversión (Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

Asimismo, Lopez-Gracia hace un análisis de cómo lo propuesto por Myers no obedece a una relación óptima, como el Static Trade-off, sino que se basa en el orden jerárquico:

“En Myers (1984) y en el modelo de orden jerárquico de Myers y Majluf (1984) no existe una relación de deuda óptima. En cambio, debido a la información asimétrica y los problemas de señalización asociados con el financiamiento externo, las políticas de financiamiento de las empresas siguen una jerarquía, con preferencia por las finanzas internas sobre las externas, y por las deudas sobre las de capital (Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

De acuerdo al autor no existiría un ratio de deuda objetivo, sino que éste es el resultado de las decisiones de financiamiento explicadas por la teoría del Pecking Order a lo largo del tiempo. Al enfrentar déficit financiero las empresas primero recurrirán a la deuda, lo que impactará en los ratios de apalancamiento. El autor propone que esto explica la relación negativa entre la rentabilidad pasada y las razones de deuda.

Se sugiere que las empresas financien sus necesidades de manera jerárquica, principalmente las empresas pequeñas, basados en los costos relativos de las diversas fuentes de financiamiento. Para una pequeña empresa estos costes son más altos que el de una gran empresa y, si se participase en el mercado de capitales, sería el inicio de la pérdida de control.

Al respecto, Francis Chittenden (1996) precisa:

“Este enfoque (POT) es particularmente relevante para las pequeñas empresas, ya que el costo para ellas del capital externo puede ser incluso mayor que para las grandes empresas por varias razones. No solo es costoso organizar una flotación en el mercado bursátil, sino que las ofertas públicas iniciales están sujetas a precios

bajos, lo que parece ser particularmente grave para las empresas más pequeñas (Buckland y Davis, 1990).

El autor indica que este tipo de organizaciones puede ser víctima del “efecto pequeña empresa”, es decir que el mayor costo en la emisión de títulos valores en las pequeñas empresas afecta el costo de capital en un mayor nivel que las empresas de mayor tamaño.

En palabras de Francis Chittenden (1996):

“La flotación en el mercado bursátil, con su requisito de una propiedad de acciones más amplia, puede abrir la puerta a la pérdida del control por parte de los propietarios-gerentes originales y la posibilidad de una adquisición. En estas circunstancias, evitar el uso de capital externo puede ser una respuesta racional por parte de las pequeñas empresas”.

Profundizando en la parte cuantitativa, el modelo de Pecking Order indica que cuando los flujos de caja efectivos de la organización son insuficientes para su inversión real y sus compromisos de pago de dividendos, la firma se apalanca. El capital no se emite excepto cuando la empresa solo puede emitir deuda de alto riesgo (junk debt) y los costos de dificultades financieras son altos.

Shyam-Sunder y Myers (1999), definen el modelo de la siguiente manera:

C_t	=	Flujos de caja operativos después de intereses e impuestos
DIV_t	=	Pago de dividendos
X_t	=	Gastos de capital
ΔW_t	=	Incremento de capital de trabajo
R_t	=	Porción corriente de deuda a largo plazo al comienzo del periodo
D_t	=	Saldo de deuda a largo plazo
A_t	=	Activos netos en libros, incluyendo capital de trabajo neto
d_t	=	$\frac{D_t}{A_t}$, el ratio de deuda en libros

considerando todas las variables de stock medidas al final del período t. El déficit de flujo de fondos es:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t \quad \dots (20)$$

En el modelo estricto de Pecking Order, todos los componentes del déficit son exógenos siempre que se pueda emitir una deuda segura. No hay incentivo para reducir el Pecking Order y emitir stock.

La hipótesis del Pecking Order que evalúan los autores es la siguiente:

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO} DEF_{it} + e_{it} \quad \dots (21)$$

Donde ΔD_{it} es el monto total de deuda emitida –o pagado si DEF_{it} es negativo– por la organización. $i = \text{la empresa}$. De acuerdo con la hipótesis planteada por los autores, se espera $a = 0$ y $b_{PO} = 1$, donde el coeficiente de Pecking Order es b_{PO} .

La ecuación (21) no es una identidad contable debido a que DEF_{it} no incluye emisión capital y recompra. La teoría simple de Pecking Order predice que la firma solo emitirá o retirará capital como última opción.

El modelo de Pecking Order estudiado por Myers y Maluf en 1984, nos muestra dos resultados importantes. Primero, si los costos de dificultades financieras son ignorados, la empresa financiará las inversiones emitiendo los valores más seguros. Por seguros, se refiere a aquellos que revelen menos información por parte de los gerentes. Por otro lado, si los costos de dificultades financieras son altos, la firma considerará emitir acciones para financiar inversiones o pagar la deuda contraída (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

3.4.6 Comparativo entre las teorías de Estructura de Financiamiento y las características de las empresas familiares

Con el objetivo de decidir cuál es la teoría a utilizar, para el análisis de la estructura de financiamiento en las empresas familiares, se ha elaborado la Tabla 3.2. que busca

contrastar las principales teorías revisadas sobre estructura de financiamiento con las características más importantes de las empresas familiares.

Tabla 3.2. Comparativo entre las teorías sobre estructura de capital y su relación con las empresas familiares

Nº	Característica de la empresa familiar	Modigliani y Miller	Static Trade Off	Pecking Order	Teoría de Agencia
1	Mantener el control en la misma familia	-	-	SI	-
2	Gestión conservadora adversa al riesgo	-	-	SI	SI
3	Maximizar el valor del accionista	SI	SI	SI	SI

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con el cuadro las primeras contrastaciones que se pueden realizar son:

1. Mantener el control en la misma familia: De acuerdo con lo indicado por Antista (2016, pág. 192), las empresas familiares son organizaciones cuya propiedad, dirección y control de las operaciones están en manos de una familia. Se considera que el Pecking Order es la teoría que tiene mayor relación con mantener el control por parte de una organización debido a que para financiarse abriría su propiedad solo como última opción, es decir, perder el control de la organización sería la última opción de financiamiento.
2. Gestión conservadora adversa al riesgo: Las empresas familiares priorizan que la organización pueda trascender en el tiempo en poder de la misma familia, para esto toman decisiones no muy arriesgadas y su gestión resulta conservadora (Niethardt, 2008). En general, la deuda es una variable de riesgo, debido a que la organización genera obligaciones con los acreedores que puede devenir en default o quiebra, es así como las organizaciones familiares no se caracterizan por tener altos ratios de deuda, sino que prefieren financiarse a través de las utilidades que genera el negocio (Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar, 2007).

En este sentido se puede identificar que las empresas familiares se acercan al modelo de Pecking Order que prioriza la financiación a través utilidades generadas por el negocio, luego por deuda y por último por capital externo de nuevos accionistas (Myers, 1984). Markus Ampenberger et al. (2013, pág. 271), expresan que las empresas familiares evitan las deudas y eligen índices de

capital más altos en un entorno en el que el monitoreo de los acreedores es estricto.

3. Maximizar el valor de accionista/empresa: toda empresa busca crecimiento acompañado de rentabilidad en sus operaciones. De esta manera, crece el valor de la empresa y también crece el valor de los accionistas (Lira, 2014). Las proposiciones de Modigliani Miller (1958), detallan que las empresas en un mundo con impuestos pueden tener mayor valor por el efecto positivo que genera el escudo fiscal reduciendo el pago de impuestos y generando mayor liquidez para la empresa. Por otro lado, la teoría de Static Trade-off indica que existe la búsqueda de una estructura óptima de financiamiento que maximiza el valor de la organización (Schwartz, 1967). De igual manera, el Pecking Order está relacionado con la búsqueda del crecimiento de la empresa, manteniendo el control de la organización por las generaciones futuras relacionadas con el accionista (Jensen & Meckling, 1976), considera la relevancia del control por parte del gerente o administrador de los costos asociados a la supervisión de los gestores o costo de agencia, además de la importancia de la deuda en la estructura de financiamiento y en la búsqueda de maximizar el valor de los accionistas.

Las empresas, tanto para seguir operando como para crecer, enfrentan importantes decisiones acerca de la política de financiamiento que seguirán, a fin de brindarle sostenibilidad al negocio que desarrollan. Dicha política se ve reflejada en la estructura de capital que adopta la empresa. Para la siguiente investigación se considera que la teoría de Pecking Order es la que mejor explica las decisiones de financiamiento de las empresa familiares debido a que los dueños de estas organizaciones buscan mantener el control de la organización para poder mantener la propiedad por parte de la familia, dejando de lado teorías como la de Static Trade-off, que busca una estructura óptima de financiamiento sin tener en consideración las particularidades y subjetividades de los dueños de las organizaciones (Myers, 1984).

Del análisis realizado, se decide elaborar la presente investigación, en la que se busca complementar investigaciones previamente realizadas en relación con la teoría de Pecking Order, teniendo en cuenta los siguientes puntos:

- La mayoría de trabajos relevantes realizados han sido con empresas americanas o de países desarrollados; por ejemplo las investigaciones de Shyam- Sunder y Myers (1999) y Frank y Goyal (2003).
- En Latinoamérica, la mayoría de empresas son familiares, lo que muestra lo relevante de este tipo de organizaciones para las económicas sudamericanas (Céspedes, Molina, & González, 2010)
- Los mercados de capitales latinoamericanos presentan poca liquidez, así como bajo volumen y alta concentración (ESAN, 2017).

CAPITULO IV. PROPUESTA DE INVESTIGACIÓN

En este capítulo, se indica en qué consiste la propuesta de investigación, partiendo de entender la relación entre empresas familiares y la estructura de financiamiento para luego plantear las hipótesis de trabajo y adaptar el modelo de Pecking Order de Myers, aplicarlo a las empresas familiares de la muestra y de esta manera exponer los resultados que se esperan según la literatura revisada.

4.1. Relación entre empresas familiares y estructuras de financiamiento

Las decisiones de financiamiento y estructura de capital de una empresa están ligadas de manera directamente proporcional al control de propiedad de ésta, así como a la administración y dirección que tenga la organización. Según Céspedes (2010) en las empresas latinoamericanas:

“...Encontramos una relación en forma de U entre la concentración de propiedad y el apalancamiento. Cuando la concentración de propiedad es baja, su efecto sobre el apalancamiento es negativo, y cuando la concentración de propiedad es alta, su efecto sobre el apalancamiento es positivo. Esta relación en forma de U es consistente con el argumento de que las empresas centradas en la propiedad evitan la emisión de acciones porque no quieren compartir o perder el control, y este efecto es contrario si la estructura de propiedad tiene suficiente dispersión y la pérdida del control no es un problema. De acuerdo con el argumento de control, también encontramos que las empresas con más oportunidades de crecimiento exhiben un mayor apalancamiento”.

La gran mayoría de las pequeñas empresas son administradas por sus propios dueños, lo que alivia los conflictos entre propietarios y gerentes que afectan las opciones de estructura de capital en las grandes corporaciones. Sin embargo, la administración del propietario puede introducir otros factores en las decisiones de la estructura de capital de las pequeñas empresas, como el nivel de aversión al riesgo del propietario / administrador, o su incentivo para emitir deuda externa en lugar de capital externo para mantener la propiedad y el control del capital (Berger & Udell, 1998).

Para explicar la relación entre las empresas y su estructura de financiamiento se expone el estudio realizado por Shyam-Sunder y Myers (1999).

“... en su forma más simple, el modelo de orden jerárquico de financiamiento corporativo indica que cuando los flujos de efectivo internos de una empresa son inadecuados para sus inversiones reales y sus compromisos de dividendos, la empresa emite deuda. Nunca se emite acciones, excepto cuando la empresa solo puede emitir deuda basura y los costos de las dificultades financieras son altos”.

Otra investigación que puede ayudar a entender, la estructura de financiamiento de las empresas familiares es el realizado por Koropp et al. (2014), la cual plantea lo siguiente:

“...las empresas familiares se ven afectadas en gran medida por las normas familiares, la actitud, el control del comportamiento percibido y las intenciones de comportamiento. Específicamente, mostramos que las normas familiares y la actitud hacia la deuda externa y la equidad externa afectan la intención de comportamiento de usar las respectivas opciones de financiamiento, que a su vez afectan el comportamiento de financiamiento. Sin embargo, se demostró que el control conductual percibido afectaba negativamente las intenciones conductuales para utilizar la equidad externa, se relacionó positivamente con el uso de fondos internos”.

De acuerdo con lo revisado, los autores intentan explicar cómo la conducta familiar afecta la decisión de financiamiento en las empresas. Asimismo, dentro de la perspectiva racional, las empresas familiares y no familiares pueden financiarse al menor costo posible (Myers, 1984) o evaluando el costo-beneficio de los beneficios fiscales y el costo de la deuda (Modigliani & Miller, 1958). Sin embargo, siguiendo la investigación de Koropp (2014) las empresas familiares no necesariamente se basan en un racionamiento económico, sino que incorporan *insights* desde la psicología y gestión estratégica. Es así como las empresas que son propiedad de una familia suelen utilizar estrategias altamente conservadoras, además que las influencias generacionales y de sucesión familiar afectan las decisiones de financiamiento.

Las empresas familiares suelen ser adversas a financiarse con fuentes externas y prefieren las fuentes internas de financiamiento por lo que están dispuestas a perder algunas oportunidades atractivas de inversión que poner en riesgo el control familiar por emitir acciones. Asimismo, los propietarios de las empresas familiares suelen aportar de sus propios fondos a la empresa o mezclan sus propias finanzas con las de la empresa en vez de utilizar las fuentes financieras externas (Koropp, Kellermanns, Grichnik, & Stanley, 2014).

Koropp et al. indica que las decisiones de financiamiento no son homogéneas y varían dependiendo del tipo de organizaciones, debido a que éstas suelen depender de una persona que toma las decisiones, el mismo que puede ser el dueño-gestor de la organización.

Las empresas familiares, además de buscar el objetivo común de una organización de crear valor para los accionistas, también incluyen intereses no financieros como, por ejemplo, la independencia familiar, satisfacción, nepotismo, legado familiar, entre otros (Lee & Rogoff, 1996).

4.2. Planteamiento de la hipótesis de trabajo

De acuerdo con la literatura revisada se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: la teoría de Pecking Order explica las decisiones de financiamiento en las empresas familiares.

Se considera esta hipótesis luego de investigar en la literatura que las empresas familiares tienen características propias que las distinguen del resto de organizaciones como mayor orientación a mantener el control de la empresa (Niethardt, 2008) por lo que no optarían por abrir la propiedad de su organización como primera opción, sino que preferirían opciones como utilizar las utilidades generadas por el negocio, o financiarse mediante deuda.

Hipótesis 2: la teoría de Pecking Order explica las decisiones de financiamiento mejor en las empresas familiares que en las no familiares.

Se considera que las empresas familiares debido a sus características de buscar trascender en el tiempo, mantener el control por parte de una familia y evitar asumir riesgos innecesarios (Niethardt, 2008), son más conservadoras que las empresas no familiares y cumplen el *Pecking Order* con un mayor grado que las no familiares.

Hipótesis 3: a mayor grado de propiedad (ownership) por parte de una familia, el Pecking Order explica mejor las decisiones de financiamiento.

Se considera que una organización que tiene mayor grado de propiedad por parte de una familia puede mostrar una mayor correlación con el modelo de Pecking Order planteado por Myers debido a que una mayor centralización de la propiedad y el poder puede hacer que el tomador de decisión evite abrir la organización a otras personas, siguiendo la teoría del Pecking Order.

Sin embargo, a medida que la propiedad de la organización por parte de una familia sea menor, en empresas donde hay un capital menos concentrado en una familia y más atomizado, los tomadores de decisión pueden tener otros intereses como buscar una mayor rentabilidad en detrimento de mantener el control de la organización.

Hipótesis 4: a mayor longevidad de la empresa familiar existe menor necesidad de financiarse mediante deuda.

La longevidad de una organización, que se mide como el número de años que han pasado desde su fundación, es relevante para la determinación de la deuda. Esto debido a que se considera que las organizaciones han tenido el suficiente tiempo de ahorrar fondos para poder financiar sus necesidades de fondos por lo que se espera una relación negativa entre la variable longevidad y la deuda (Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar, 2007).

Para la presente investigación se espera que las empresas familiares longevas tengan menor necesidad de financiarse con deuda debido a que mientras más longevas más se puede asumir que la organización ha tenido una gestión que prioriza el control y la propiedad lo cual se refleja en la mayor cantidad de años en propiedad de una misma familia.

Hipótesis 5: las empresas familiares con altas fuentes internas de flujo de caja tienen una menor cantidad de deuda.

El flujo de caja operativo mide los flujos relacionados a la actividad principal de la organización por lo que se espera que de acuerdo con la teoría de Pecking Order las organizaciones con mayor flujo de caja operativo deberían tener menor necesidad de

deuda (Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar, 2007). Se considera que las empresas familiares deberían hacer mayor uso de las fuentes de financiamiento internas y menos deuda debido a su gestión conservadora en búsqueda de mantener el control de la organización que las empresas no familiares.

4.3. Modelo de prueba

Como hemos mencionado previamente, para la estimación del modelo, partimos de la ecuación desarrollada por Shyam-Sunder y Myers (1999) en su versión agregada, así como en su versión desagregada desarrollada por Frank y Goyal (2003) realizando una evaluación diferenciada entre empresas familiares y no familiares. A continuación, se brinda el criterio para determinar si una empresa es familiar o no familiar. Seguido de la descripción de la variable endógena empleada y sus variables explicativas. Finalmente, para fines estadísticos, se consideran variables de control que regulen las diferencias entre las empresas según sus características.

4.3.1. Clasificación de empresa familiar

De acuerdo con la definición del Institute for Family Business (2019), para fines de la presente investigación se considera como familiares aquellas empresas cuyo 25% de capital social o más es de propiedad de una o más familias. Además, se toma en cuenta si los miembros de dicha o dichas familias forman parte del directorio y/o si ocupan cargos relevantes en la administración y gerencia de las empresas.

4.3.2. Variable de endeudamiento

La variable que debe ser explicada es la variación del saldo de la deuda a largo plazo ΔD_{it} . Al respecto, cabe mencionar que el modelo busca explicar cómo son obtenidas las deficiencias de fondos.

ΔD_{it} : Diferencia entre deuda financiera de largo plazo del año t menos la deuda financiera de largo plazo de t-1.

4.3.3. Variable de déficit financiero

La variable independiente sería el déficit de flujo de fondos DEF_{it} , donde:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t \quad \dots (22)$$

Para controlar las diferencias respecto al tamaño de las empresas, se ha dividido todas las variables por los activos totales de cada empresa. La variable del déficit financiero está compuesta por la suma de las siguientes variables:

- **Dividendos (DIV)**

Corresponde a los dividendos que han sido pagados en el periodo t y que son una salida de dinero que se da luego de que la organización genera utilidades.

$$DIV = \frac{DIV_p}{A} \quad \dots(23)$$

DIV_p : dividendos pagados

A : Activo Total del periodo

- **Inversión Neta (I)**

Respecto a la inversión neta, esta es el resultado de la diferencia entre los Activos Fijos Netos en el momento t menos los Activos Fijos Netos del $t-1$ más la depreciación del momento t . Es importante esta variable porque mide la inversión en capital que tiene la organización y que son relevantes para la operación de la organización a futuro.

$$I_t = \frac{(AF_t - AF_{t-1} + DA_t)}{A} \quad \dots(24)$$

AF_t : Activos Fijos en t

AF_{t-1} : Activos Fijos en $t - 1$

DA_t : Depreciación y Amortización en $t - 1$

A : Activo Total del periodo

- **Variación neta del capital de trabajo (ΔW)**

De acuerdo con la definición de capital de trabajo, se podría aproximar esta variable en función de las cuentas de activo corriente y pasivo corriente, o en función de caja más cuentas por cobrar más inventario menos cuentas por pagar. Se elige la primera definición, de acuerdo con la consistencia de la data disponible.

$$\Delta W = \frac{(AC_t - PC_t) - (AC_{t-1} - PC_{t-1})}{A} \quad \dots (25)$$

AC_t : Activos Corrientes en t

AC_{t-1} : Activos Corrientes en $t - 1$

PC_t : Pasivos Corrientes en t

PC_{t-1} : Pasivos Corrientes en $t - 1$

A : Activo Total del periodo

- **Porción corriente de la deuda a largo plazo al inicio del periodo (R)**

Para el siguiente trabajo de investigación se toma la deuda corriente debido a las limitaciones de información de la base de datos sacada en Orbis.

$$R_t = \frac{DCP_{t-1}}{A} \quad \dots (26)$$

DCP_{t-1} : Deuda de corriente en $t - 1$

A : Activo Total del periodo

- **Flujo de fondos (C)**

Flujo de fondos generado internamente, después de impuestos e intereses. Se debe precisar que esta variable constituye una variable proxy del uso de capital propio, es decir, de las utilidades retenidas a las que se refiere el modelo de pecking order.

$$C_t = \frac{(EBITDA - G_F - imp)}{A}$$

EBITDA: Utilidad antes de Intereses, impuestos, Depreciación y Amortización

G_F: Gastos Financieros

imp: Impuestos

A: Activo Total del periodo

4.3.4. Variable de propiedad de la empresa

De acuerdo con Amperbenger et al. (2013) el grado de propiedad de una empresa por parte de una familia afecta las decisiones que se toman en la organización en relación con hechos no económicos. Por lo tanto, para evaluar la incidencia de la propiedad familiar en la empresa, se ha generado una variable denominada *grado de propiedad familiar (ownership)*, que suma el porcentaje de accionariado que corresponde a todos los miembros de una o más familias. El grado de propiedad familiar tiene valores que van desde 0%, para empresas que han diversificado tanto su accionariado que no se reconoce una familia como propietaria, hasta 100%, para empresas que concentran el total del accionariado en una o más familias.

A partir de dicha variable *grado de propiedad familiar (ownership)*, se ha generado en primer lugar una variable $D1_i$, que constituye una variable *dummy*. $D1_i$ indica la clasificación de la empresa i como empresa familiar o empresa no familiar, en función de lo mencionado en el punto 4.3.1. Dado que se busca averiguar si el ser o no familiar incide en la decisión de las empresas de contraer deuda al presentar déficit financiero, es necesario contar con una variable que permita dicha identificación. Esta variable se define de la siguiente forma:

$$D1_i = \begin{cases} 1, & \text{empresa familiar} \\ 0, & \text{empresa no familiar} \end{cases}$$

En segundo lugar, se genera la variable $D2_i$, que también constituye una variable *dummy*, referida al nivel de grado de propiedad que tiene una familia en una empresa i . Dado que la variable *grado de propiedad (ownership)* constituye una variable continua (valores de 0% a 100%) se requiere replantear la variable a fin de evitar

errores estadísticos. Por ello, una vez que se ha determinado que $D1_i$ es igual a uno, es decir que constituye una empresa familiar, se realiza una reclasificación para identificar cuán concentrado está el nivel de propiedad de la o las familias. Por lo tanto, se define esta variable de clasificación de la siguiente forma:

$$D2_i = \begin{cases} 1, & \text{altamente concentrada} \\ 0, & \text{levemente concentrada} \end{cases}$$

Para la presente investigación se está considerando que, si el 60% o más de capital social de una empresa familiar pertenece a una o más familias, ésta sería *altamente concentrada*, mientras que empresas familiares con un grado de propiedad menor a 60% serían *levemente concentradas*.

4.3.5. Variables características de las empresas

De acuerdo con los estudios empíricos revisados, las variables que determinan las características de las empresas a analizar, consideradas como variables de control en el modelo, son las siguientes:

- **Rentabilidad**

Se usa como variable *proxy* el ROA después de impuestos (%), es decir la suma del EBITDA, Depreciación y Amortización; como porcentaje de los Activos Totales, debido a que se trata de medir la influencia de la capacidad de los activos invertidos en la empresa para generar beneficios, sin considerar la influencia de otras variables. Asimismo, el ROE después de impuestos (%), calculado como el beneficio neto como porcentaje del patrimonio neto, para estimar la influencia de la capacidad de los recursos propios para generar beneficios y la capacidad de hacer frente o no a las obligaciones.

- **Tamaño de la empresa**

El tamaño de la empresa, puede ser una variable que ayude a conocer si existe una diferenciación entre empresas pequeñas y grandes empresas, para de esta

manera identificar cuál o cómo es la estructura de financiamiento de cada organización.

- **Número de años de existencia**

Esta variable simulada ayuda a analizar las características generales que pueda tener una empresa en un periodo de tiempo, basados en el tiempo de existencia o edad de la organización. Con las cuales se puede crear una variable dicotómica que ayude a diferenciar o ubicar a la empresa dependiendo de su edad (Romero, 2013). Asimismo, Lopez-Gracia y Sanchez-Andujar (2007) plantean que las empresas longevas están negativamente relacionadas con la deuda.

- **Sector económico**

También es una variable simulada, que nos ayuda a separar la data por sectores económicos debido a que dependiendo del giro del negocio las necesidades de financiamiento pueden variar. Por ejemplo, López-Gracia y Sánchez-Andújar (2007) plantean que empresas del sector retail no suelen cumplir el Pecking Order debido a que en general, se financian con sus proveedores antes que con financiamiento externo.

4.3.6. Supuestos de la aplicación del Modelo

- El modelo de Pecking Order propuesto por Shyan-Sunder y Myers (1999), fue aplicado para un mercado y contexto económico en el que las empresas estadounidenses que cotizaron entre 1971 y 1989 no se encontraban tan atomizadas como lo están actualmente. Por lo que se considera que las empresas familiares de Perú, Chile y México podrían cumplir con la teoría de Pecking Order debido a que este tipo de organizaciones muestra una semejanza debido a su baja atomización.
- No se han tomado en cuenta todas las variables existentes en el ámbito de funcionamiento de una empresa, por ejemplo, el tamaño o nivel de ventas, ya que esta variable puede tener incidencia o limitar las decisiones de financiamiento.

- Para la aplicación del presente modelo no se está tomando variables del entorno como el grado de madurez interna de la empresa, así como las diferentes idiosincrasias familiares y cultura de las empresas en relación con la toma de decisiones de financiamiento.
- No se están considerando las restricciones que tienen las organizaciones para poder financiarse mediante deuda como el alto costo de ésta, así como contar con un límite de líneas de crédito. Existen distintos covenants asociados a la emisión de deuda que no están siendo considerados en el modelo y que, sin embargo, afectan las decisiones de financiamiento.
- No se están tomando en cuenta los distintos contextos económicos, políticos y sociales que existen en los tres países de la muestra y que influyen en las decisiones de financiamiento de las organizaciones. Sin embargo, se aplicará el modelo diferenciado por países.

CAPITULO V. ANÁLISIS DE LA MUESTRA

El presente capítulo muestra los resultados que se obtienen del análisis de las decisiones de financiamiento de una muestra de 272 empresas que cotizan en los mercados bursátiles de Chile, México y Perú. En primer lugar, se detalla el procedimiento seguido para la selección de la muestra, así como las revisiones realizadas acerca de la consistencia de la información. A continuación, se revisa con estadística descriptiva las principales características de las empresas analizadas en la muestra, así como el comportamiento de sus ratios de financiamiento, tanto en empresas familiares como no familiares.

5.1. Selección de la muestra

Inicialmente se selecciona una población de todas las empresas que cotizan en los mercados de capitales de Chile, México y Perú, para el periodo 2009-2017. De acuerdo con la Tabla 5.1., la población está constituida por 557 empresas, con una participación de 37.16% empresas peruanas, 36.62% empresas chilenas y 26.21% empresas mexicanas.

Tabla 5.1. Distribución inicial de la muestra por países

País	Empresas	Participación
Chile	204	36.62%
México	146	26.21%
Perú	207	37.16%
Total	557	100.00%

Fuente: Elaboración propia

A partir de esta población se aplica un filtro respecto al giro de negocio de las empresas. De acuerdo con la metodología planteada en las principales investigaciones que modelan la teoría del Pecking Order (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Frank & Goyal, 2002), no se consideran en el análisis empresas del sector financiero, es decir, bancos, empresas de capital privado (private equity), empresas financieras, fondos de inversión y pensión, ni aseguradoras. Esto debido a que dichas empresas trabajan con capital de terceros y su concepto de inversión es distinto, además de que cuentan con

características particulares de financiamiento debido a regulación local. Como resultado, se obtiene una muestra de 405 empresas no financieras, como se observa en la Tabla 5.2.

Tabla 5.2. Distribución de muestra de empresas no financieras, por países

País	Empresas	Participación
Chile	163	40.25%
México	114	28.15%
Perú	128	31.60%
Total	405	100.00%

Fuente: Elaboración propia

Respecto de dicha muestra de 405 empresas, se evalúa el apalancamiento promedio por países. En la Tabla 5.3. se muestran los índices de apalancamiento promedio de las empresas no financieras correspondientes a los mercados de Chile, México y Perú para el periodo 2009-2017. De acuerdo con los resultados, se observa que el apalancamiento promedio de la muestra es de 74%, siendo que las empresas mexicanas estarían alcanzando niveles de endeudamiento de 80%, mientras que Chile niveles de 76% y Perú de 62%.

Tabla 5.3. Apalancamiento promedio (%), por países

País	Apalancamiento Promedio
Chile	76%
México	80%
Perú	62%
Total	74%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 5.4. se realiza una revisión del apalancamiento promedio de las empresas no financieras de Chile, México y Perú por sectores económicos para el mismo periodo. Entre las principales observaciones se encuentra que el sector Correo y Telecomunicaciones presenta un mayor nivel de apalancamiento, mientras que el sector Edición e Impresión presenta el menor. Como se observa, existen diferencias en el apalancamiento para los diferentes sectores económicos de las empresas de acuerdo con cada país. Por lo tanto, en la muestra final se incluye a empresas que pertenecen tanto a los sectores menos endeudados, como a los más endeudados, con el objetivo de tener una muestra representativa.

Tabla 5.4. Apalancamiento promedio (%) por sectores económicos

Sector Económico	Apalancamiento (%)			
	Total	Chile	México	Perú
Alimentos, bebidas, tabaco	64	62	65	66
Comercio al por mayor y por menor	81	96	73	68
Construcción	124	105	152	54
Correos y telecomunicaciones	198	95	311	68
Edición, impresión	41		27	54
Educación, salud	58	57	25	94
Gas, agua, electricidad	65	72	35	60
Hoteles & restaurantes	94	125	80	113
Madera, corcho, papel	78	58	130	27
Maquinaria, equipo, muebles, reciclaje	72	39	173	48
Metales y productos metálicos	67	52	87	64
Otros servicios	57	44	84	55
Productos químicos, plástico, etc.	85	67	113	65
Sector primario	77	136	17	27
Textiles, prendas de vestir, cuero	51	54	118	28
Transporte	114	106	129	111
No Sectorizado	0	0		0
Total general	77	74	102	57

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, se selecciona una muestra representativa de 405 empresas no financieras de Chile, México y Perú, cuyas acciones estuvieron inscritas en las bolsas de valores durante el período 2009 -2017.

5.2. Consistencia de la información

Durante la elaboración de la base de datos, se consideran empresas que hayan cotizado dentro de sus respectivos mercados bursátiles en el periodo 2009-2017. Sin embargo, dado que las principales variables a ser evaluadas en esta investigación se refieren a variaciones entre el periodo actual (t) y el periodo anterior (t-1), se decide acotar el periodo de análisis para los años comprendidos entre el 2010 hasta el 2017 inclusive. Por lo tanto, se retira de la muestra final aquellas empresas que solo cuentan con información financiera pública para un año, por la imposibilidad de efectuar dichos cálculos.

Cabe mencionar que, una vez efectuado el cálculo de diferencias entre un periodo y el periodo anterior, en el caso de obtener solamente un dato dentro de los ocho (8) años de análisis, se mantiene a la empresa dentro de la muestra por tratarse de metodología panel, donde las observaciones son relevantes aun cuando sean puntuales.

Asimismo, de acuerdo a las principales investigaciones que modelan la teoría del Pecking Order (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Frank & Goyal, 2002), se retiran del análisis a las empresas que presentan cuentas contables con errores o con omisiones importantes en los datos sobre las variables de flujo de fondos y las variables relevantes del balance como, por ejemplo, empresas que para ningún año en el periodo a analizar cuenten con información respecto de las utilidades generadas producto de su operación o respecto de la deuda financiera.

Finalmente, luego de la revisión detallada de la información de la base de datos, se cuenta con 1,515 observaciones válidas, para un total de 272 empresas.

5.3. Características generales de la muestra

La muestra está constituida por un total de 272 empresas no financieras que cotizan en los mercados bursátiles de Perú, Chile y México. A continuación, se presentan las principales características de la data.

De acuerdo con lo revisado, se observa que el 49% de las empresas de la muestra está constituida por empresas de Chile, mientras que las de Perú y Chile cuentan con un 29% y 22% respectivamente. Con lo cual, se puede observar una mayor cantidad de empresas chilenas en la muestra, debido a una mejor consistencia de la información financiera que publican dichas empresas respecto a los otros países.

Tabla 5.5. Distribución de empresas de la muestra

País	Total	%	Familiares	%
Chile	133	49%	56	52%
México	61	22%	29	27%
Perú	78	29%	23	21%
Total general	272	100%	108	100%

Fuente: elaboración propia

Como se menciona en el punto 4.3.1. el criterio que se ha considerado para identificar a una empresa familiar es que al menos el 25% de las acciones debe estar en propiedad de una o varias familias. A partir de ello, en la Tabla 5.5. se observa que existen 108 empresas clasificadas como familiares, es decir, el 40% de la muestra constituyen empresas familiares. En cuanto a la distribución por países, se encuentra una mayor concentración de este tipo de organizaciones en Chile, seguido de México y por último Perú.

- Sectores económicos

Se presenta en la Tabla 5.6. una distribución de las empresas por sectores económicos, de las empresas familiares y no familiares de la muestra.

Tabla 5.6. Distribución de empresas por sectores económicos

Sector Económico	N° de empresas total	%	N° empresas no familiares	%	N° de empresas familiares	%
Alimentos, bebidas, tabaco	35	13%	19	12%	16	15%
Comercio al por mayor y por menor	23	8%	12	7%	11	10%
Construcción	16	6%	8	5%	8	7%
Correos y telecomunicaciones	4	1%	3	2%	1	1%
Edición, impresión	2	1%	1	1%	1	1%
Educación, salud	6	2%	6	4%	0	0%
Gas, agua, electricidad	30	11%	26	16%	4	4%
Hoteles & restaurantes	10	4%	4	2%	6	6%
Madera, corcho, papel	8	3%	4	2%	4	4%
Maquinaria, equipo, muebles, reciclaje	7	3%	4	2%	3	3%
Metales y productos metálicos	25	9%	12	7%	13	12%
Otros servicios	35	13%	25	15%	10	9%
Productos químicos, plástico, etc.	25	9%	12	7%	13	12%
Sector primario	21	8%	10	6%	11	10%
Textiles, prendas de vestir, cuero	3	1%	2	1%	1	1%
Transporte	22	8%	16	10%	6	6%
Total general	272	100%	164	100%	108	100%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que la mayor concentración de empresas de la muestra, se encuentran en los sectores de Alimentos, bebidas, tabacos; en Otros Servicios; y en Gas, agua y electricidad. En cuanto a las empresas familiares, éstas presentan una mayor concentración en los sectores de Alimentos, bebidas, tabaco; en Metales y productos metálicos; y en Productos químicos, plásticos, entre otros.

- Principales estadísticas estadísticas de las empresas de la muestra

A continuación, se muestran las tablas 5.7, 5.8 y 5.9 con información acerca de los valores promedio, desviación estándar, mínimo y máximo de las variables planteadas para el modelo a evaluar, es decir, de las variables de endeudamiento y déficit financiero, así como las variables de control.

Tabla 5.7. Principales estadísticos de la muestra

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
dDt	1,515	0.0005485	0.2067447	-6.404646	0.5553761
DEF	1,515	0.1867769	0.5031546	-12.6719	2.280435
DIV	1,515	0.0226926	0.042008	0	0.530198
I	1,515	0.0345211	0.3120372	-8.928217	0.7313042
Dw	1,515	0.0008768	0.115565	-2.054687	1.158752
R	1,515	0.0646796	0.0816913	-0.1140378	0.9808897
C	1,515	0.0634584	0.1030306	-0.7260801	2.73874
ROE	1,515	0.0573479	0.3767669	-7.947609	2.058177
ROA	1,515	0.0721504	0.1089216	-0.7175765	2.830037
LogVentas	1,500	12.73208	2.004944	1.098612	17.28632
LogActivos	1,515	13.46004	1.713025	6.589592	17.18206

Tabla 5.8. Principales estadísticos de empresas familiares de la muestra

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
dDt	660	-0.010453	0.2995578	-6.404646	0.5553761
DEF	660	0.1388642	0.7111901	-12.6719	2.280435
DIV	660	0.0173145	0.035269	0	0.4659086
I	660	0.0063602	0.4475773	-8.928217	0.7313042
dW	660	0.0021509	0.1416933	-2.054687	1.158752
R	660	0.067412	0.0929491	0	0.9808897
C	660	0.0560797	0.1256508	-0.6120552	2.73874
ROE	660	0.043877	0.3004151	-3.909741	2.058177
ROA	660	0.0664019	0.132089	-0.6029835	2.830037
LogVentas	646	12.6367	2.08622	3.582435	17.00788
LogActivos	660	13.34018	1.7947	6.759196	17.09465

Tabla 5.9. Principales estadísticos de empresas no familiares de la muestra

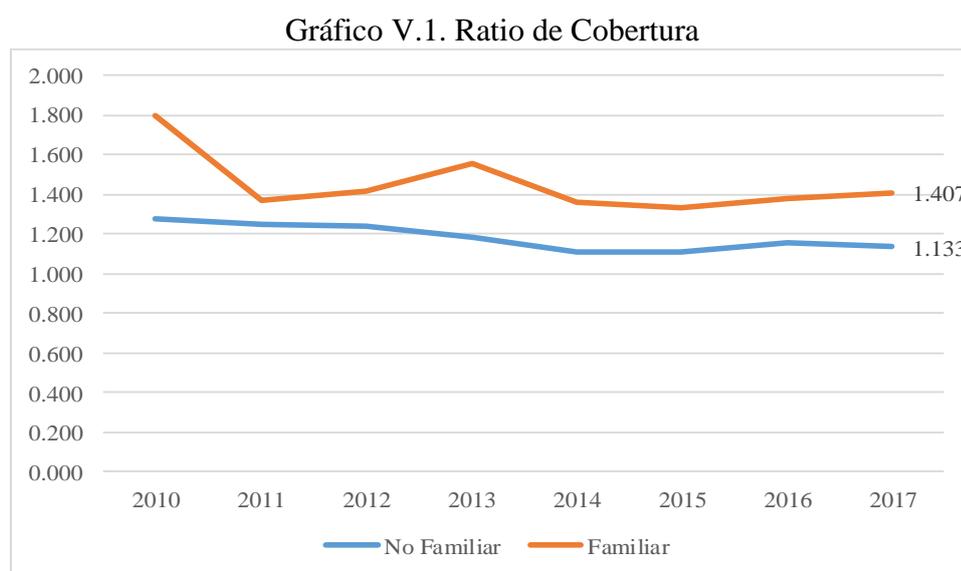
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
dDt	855	0.009041	0.0797875	-0.4470819	0.377156
DEF	855	0.2237622	0.2353182	-1.467251	1.292714
DIV	855	0.0268441	0.046141	0	0.530198
I	855	0.0562593	0.1301775	-0.96034	0.6627854
dW	855	-0.0001067	0.0904532	-0.6450756	0.605964
R	855	0.0625703	0.0717907	-0.1140378	0.392404
C	855	0.0691543	0.081003	-0.7260801	0.6086228
ROE	855	0.0677465	0.4263439	-7.947609	1.624241
ROA	855	0.0765878	0.0867404	-0.7175765	0.6683168
LogVentas	854	12.80422	1.939325	1.098612	17.28632
LogActivos	855	13.55257	1.642297	6.589592	17.18206

De acuerdo a las tablas presentadas, se puede identificar que el promedio del déficit financiero (DEF) es más alto en las empresas no familiares (22% del total de activos) que las empresas familiares (14% de total de activos). Sin embargo, se presenta una menor volatilidad de los déficit en las empresas no familiares (desviación estándar 24%) que en las familiares (desviación estándar 71%).

- Principales ratios de financiamiento de la muestra

Se ha realizado un análisis de ratios de financiamiento de las empresas familiares y no familiares de la muestra, a través del tiempo, el cual se presenta a continuación.

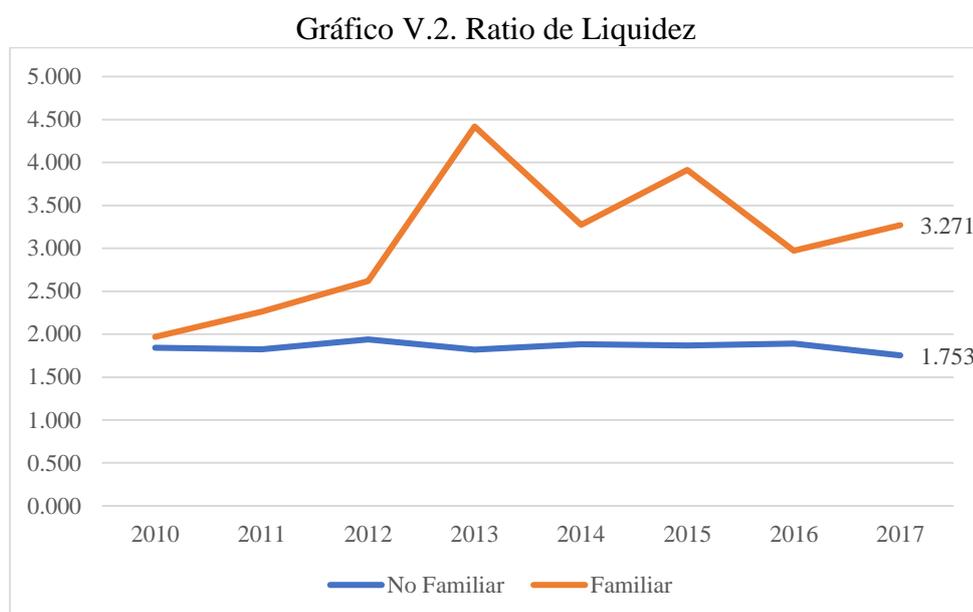
- o Ratio de cobertura: $(\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No corriente}) / \text{Activo No Corriente}$



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo al gráfico, notamos que las empresas familiares tienen un mayor ratio de cobertura, esto nos da indicios de que las empresas familiares financian el activo inmovilizado con más pasivo no corriente y patrimonio que las empresas no familiares. El gráfico muestra una adecuada financiación de su activo por parte de las empresas familiares. Podríamos asumir que este ratio es mejor en las familiares debido a que este tipo de organización suele tomar menores riesgos por lo que no financian el activo fijo con pasivo corriente, sino que lo estructuran mejor y a largo plazo.

- Ratio de liquidez: Activo corriente/pasivo corriente



Fuente: Elaboración propia

En relación a este gráfico podemos notar que las empresas familiares tienen un ratio de liquidez mejor que las empresas no familiares, esto nos puede indicar que este tipo de organizaciones suele manejar mayor niveles de activo corriente respecto a su pasivo corriente. Es importante notar que las empresas familiares podrían estar gestionando su capital de trabajo de manera mejor que las no familiares y que estarían planificando mejor su relación con deudores y acreedores en el corto plazo.

5.4. Hechos estilizados de las empresas familiares de Chile, México y Perú

5.4.1. Empresas familiares chilenas

En Chile, entre el 50% y el 60% de las compañías son de propiedad familiar, aportando entre el 50% y 70% del PIB y parte importante del empleo del país. (Asociación de Empresas Familiares, s.f.)

Las 05 principales empresas familiares chilenas son:

- i) Antar Chile, holding industrial, familia Angelini.

- ii) Empresas Copec, áreas de actividad recursos naturales y energía, familia Angelini.
- iii) Cencosud, conglomerado de Retails, familia Paulmann
- iv) Falabella, distintas áreas de negocios, tiendas por departamento, familia Solari.
- v) Quiñenco, opera en diferentes rubros en la economía chilena, familia Luksic.

5.4.2. Empresas familiares mexicanas

En México, el 50% de empresas están en propiedad de una familia, y el 93% de estas son catalogadas micro, pequeñas y mediana empresa, ya que tienen un número menor de 100 empleados y/o facturan menos de \$4 millones al año (RECAI, 2013).

Las 05 principales empresas familiares mexicanas son:

- i) Grupo BIMBO, panificadora, familia Servitje.
- ii) Grupo TELEVISA, telecomunicaciones, familia Azcárraga.
- iii) Grupo CARSO, inversionistas, familia Slim.
- iv) CEMEX, empresa cementera, familia Zambrano.
- v) Comercial Mexicana, sector mercantil, familia González.

5.4.3. Empresas familiares peruanas

De acuerdo con información del Diario El Peruano, se estima que más del 90% de las empresas peruanas tienen origen familiar, y que generan entre el 60% y 70% del empleo a escala nacional, contribuyendo con el 40% del Producto Bruto Interno (PBI). Asimismo, solo el 30% de estas unidades productivas pasan de una primera a una segunda generación y que alrededor del 10% llegan a la tercera generación.

En el Perú son más de 700,000 las empresas familiares ubicadas en distintos sectores productivos y comerciales como el minero, pesquero, energético, construcción, retail, financiero, comercio, industria, entre otros. (El Peruano, 2018)

De acuerdo con Fidel Jaramillo, representante en el Perú del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), las empresas familiares en el Perú aportarían el 60% del empleo en el país (Gestión, 2014).

Las 05 principales empresas familiares peruanas son:

- i) Grupo Graña y Montero, sector construcción, con 88 años en el mercado.
- ii) Grupo Romero, inversiones en distintos sectores, sus orígenes datan de 1888.
- iii) Pardos Chicken, cadena de pollería, con 35 años en el mercado nacional e internacional, Familia Wu.
- iv) Aje-Group, fábrica de bebidas carbonadas, con 31 años en el mercado, perteneciente a la familia Añaños.
- v) CECOVASA, productor y comercializador de café.

CAPITULO VI. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

En el presente capítulo, se utiliza estadística inferencial para aplicar los modelos evaluados en la revisión literaria. A partir de la información recopilada de los estados financieros de las empresas de la muestra, se considera principalmente la relevancia de su clasificación como familiares y no familiares, en función del grado de participación familiar que tenga una o más familias en la propiedad de la empresa. Las estimaciones se realizan utilizando la metodología de datos de panel a través del programa STATA.

6.1. Elección del modelo

Como se explica en el subcapítulo 2.6. del capítulo II de la presente investigación, la técnica de estimación sigue dos formas posibles en modelos estáticos: regresiones agrupadas o modelos de datos anidados (efectos fijos o efectos aleatorios), dependiendo de la existencia o no de una correlación significativa entre los efectos individuales y las variables explicativas.

Para ello, utilizando la información recopilada de los estados financieros de las empresas de la muestra, se aplica el test de Breusch-Pagan al modelo básico del Pecking Order, de acuerdo a lo planteado por Shyam-Sunder & Myers (1999).

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO}DEF_{it} + e_{it} \quad (21)$$

De acuerdo con los resultados de la prueba, la hipótesis nula se rechaza y es mejor elegir un modelo anidado, ya sea el de efectos fijos o aleatorios.

Tabla 6.1. Test de Breusch-Pagan

	Var	sd = sqrt(Var)
dDt	0.0427434	0.2067447
E	0.0067189	0.0819686
U	0.0009612	0.0310028
Test: Var(u) = 0		
chibar2(01) = 64.50		
Prob > chibar2 = 0.0000		

Una vez elegido el modelo de datos anidados, se evalúa si el modelo adecuado para analizar las empresas de la muestra es el modelo de efectos fijos o el de efectos aleatorios. Para ello, se aplica la prueba de Hausman.

Tabla 6.2. Test de Hausman

	(b) Fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b- V_B)) S.E.
DEF	0.3843877	0.3773745	0.0070133	0.0016381
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 18.33$				
Prob> $\chi^2 = 0.0000$				

Fuente: Elaboración propia

Según el p-value obtenido de la prueba de Hausman, se rechaza la hipótesis nula (H_0 : modelo de efectos aleatorios es apropiado). Por tanto, se acepta la alternativa, donde el modelo de efectos fijos es el apropiado.

En cuanto a la metodología que se sigue para evaluar el efecto de la clasificación de empresas familiares y no familiares en las decisiones de financiamiento, el trabajo de Lopez-Gracia (2007) menciona que, por tratarse de un modelo de efectos fijos para datos panel, la metodología “no permite la inclusión de una variables sin cambios durante el periodo del panel”. Es decir, las variables *dummy* D1 y D2 no pueden ser incorporadas en el modelo ya que se mantienen constantes en el tiempo. Por el contrario, para probar el comportamiento financiero diferente entre empresas familiares y no familiares, ambos modelos deben estimarse por separado para cada clasificación o grupo de empresas. Para ello, es necesario evaluar si los coeficientes de ambos modelos son estadísticamente diferentes, para lo cual se realiza el test de Chow.

El test de Chow proporciona un análisis para averiguar si los coeficientes de ambos grupos son individualmente iguales o no, variable por variable, y en general, para todos los coeficientes juntos. Aplicando el test al modelo básico del Pecking Order (Shyam-Sunder & Myers, 1999) con la información disponible, se obtienen los resultados de la Tabla 6.3.

Tabla 6.3. Test de Chow

RSSR		11.9285489
RSS1		7.30223119
RSS2		3.24456399
K		2
T		1,515
N1		660
N2		855
F-est		98.9794
F(2,1511)	5%	3.00
	1%	4.61

Fuente: Elaboración propia

Dado que el F calculado es 98.97 y es mayor que el F estadístico, tanto en un 5% (3.00) como en 1% (4.61) de nivel de confianza, se encuentra que los coeficientes del modelo son estadísticamente diferentes, por lo que se concluye que los modelos se deben evaluar por separado para empresas familiares y no familiares.

6.2. Análisis de hipótesis

Se procede a evaluar las hipótesis planteadas aplicando la metodología de datos de panel de efectos fijos, para la muestra obtenida tanto en el caso de empresas familiares como no familiares. Tal como se ha indicado previamente, las evaluaciones se van a realizar considerando el modelo en su versión agregada (Shyam-Sunder & Myers, 1999) tal como indica la siguiente ecuación (1):

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO} DEF_{it} + e_{it} \quad \dots(27)$$

Asimismo, una segunda regresión importante consiste en la evaluación del modelo desagregado analizado en la investigación de Frank y Goyal (2003),

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO} [DIV_t + I_t + \Delta W_t + R_t - C_t] + e_{it} \quad \dots(28)$$

Hipótesis 1: la teoría de pecking order explica las decisiones de financiamiento en las empresas familiares.

En primer lugar, se evalúa la hipótesis que plantea que el Modelo de Pecking Order (POT), tanto en la forma metodológica planteada por Shyam-Sunder y Myers (1999) como en la planteada por Frank y Goyal (2003), se cumple para todas las empresas familiares de la muestra. Por lo tanto, se hace el análisis para las 108 empresas clasificadas como familiares, de acuerdo con los criterios explicados previamente, lo cual corresponde a un total de 660 observaciones.

Tabla 6.4. Teoría del Pecking Order en empresas familiares (Modelo Agregado)

Variable	Empresas de la muestra	Empresas familiares
Empresas	272	108
Observaciones	1,515	660
Cons	-0.0712462*** (0.0022841)	-0,0657825*** (0,0039691)
DEF	0,3843877*** (0.0047359)	0, 3984426*** (0,0060858)
R2	0.8157	0.8765

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

De los resultados presentados en la tabla 6.4, se observa que no se puede afirmar que el pecking order se cumple en las empresas familiares de la muestra, dado que el coeficiente asociado con el déficit financiero es de 0.3984, mientras que de acuerdo con la teoría debería ser cercano a uno para que se considere como una variable que explique el aumento o la reducción de la deuda.

Sin embargo, a pesar de que no se estaría confirmando la hipótesis, los resultados indican que las empresas familiares financian un incremento de un dólar de su déficit financiero, en un 39.84% con deuda. Cabe resaltar que las empresas no siempre se pueden financiar con deuda debido a los posibles altos costos asociados o por restricciones en sus líneas de crédito, por lo que necesitan buscar otras fuentes de financiamiento.

Tabla 6.5. Teoría del Pecking Order en empresas familiares (Modelo Desagregado)

Variable	Empresas de la muestra	Empresas familiares
Empresas	272	108
Observaciones	1,515	660
Cons	0,0141 *** (0.0043777)	0,0164871 *** (0.0058642)
DIV	0,2279462 ** (0.089049)	0,507096 *** (0.140818)
I	0,4821906 *** (0.0084372)	0,4702793 *** (0.0110362)
dW	0,3599053 *** (0.0185788)	0,3479839 *** (0.025142)
R	0,0543971 (0.0381895)	0,0169264 *** (0.052182)
C	-0,06177873 *** (0.0275883)	-0.7239849 (0.0383042)
R2	0.8634	0.9287

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

De los resultados presentados en la Tabla 6.5, para el caso de las empresas familiares las variaciones en cada una de las variables del déficit financiero estarían afectando la deuda acorde con lo que indican los resultados del modelo agregado del pecking order.

Hipótesis 2: la teoría de pecking order explica las decisiones de financiamiento mejor en las empresas familiares que en las no familiares.

Siguiendo lo indicado por el test de Chow, se compara las decisiones de financiamiento entre empresas familiares y no familiares evaluando por separado el modelo de Pecking Order para cada grupo. Los resultados del modelo agregado y del modelo desagregado, se muestran a continuación en las Tablas 6.6 y 6.7.

Tabla 6.6. POT: Empresas familiares vs no familiares (Modelo Agregado)

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	108	164
Observaciones	660	855
Cons	-0,0657825*** (0,0039691)	-0,0502635*** (0,0030787)
DEF	0,3984426*** (0,0060858)	0,2650334*** (0,0104388)
R2	0.8765	0.4032

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Esta comparación puntual de los coeficientes de las submuestras “Empresas Familiares” y “Empresas no Familiares” es válida luego de desarrollar el test de Chow, que demuestra que los coeficientes son estadísticamente diferentes, con lo cual los resultados de esta estimación son estadísticamente significativos.

Tabla 6.7. POT: Empresas familiares vs no familiares (Modelo Desagregado)

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	108	164
Observaciones	660	855
Cons	0,0164871*** (0.0058642)	0,0049922*** (0.006229)
DIV	0,507096*** (0.140818)	-0.1753275 (0.1116112)
I	0,4702793*** (0.0110362)	0,3657207*** (0.0233558)
dW	0,3479839*** (0.025142)	0,332395*** (0.0301737)
R	0,0169264 (0.052182)	0,1256026** (0.0548218)
C	-0.7239849*** (0.0383042)	-0.2840527 (0.0477991)
R2	0.9287	0.2652

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los resultados, no hay evidencia que las empresas sigan el Pecking Order. Sin embargo, dado que el coeficiente que se obtiene en las empresas no familiares es 0.26 y en las familiares es de 0.39, se concluye que existe evidencia que las empresas familiares usarían más deuda para financiar su déficit que las no familiares. Esto se puede justificar debido a que las empresas familiares, al ser más conservadoras

y buscar trascender en el tiempo (Niethardt, 2008), preferirían financiar su déficit financiero con deuda antes que abrir su propiedad a financiamiento externo.

Hipótesis 3: a mayor grado de propiedad (ownership) por parte de una familia el pecking order explica mejor las decisiones de financiamiento.

Se evalúa el modelo considerando la variable de grado de propiedad (ownership) de acuerdo con la clasificación mencionada en el punto 4.3.3 (0, levemente concentrada; 1, altamente concentrada). Los resultados se muestran a continuación en las Tablas 6.8 y 6.9.

Tabla 6.8. POT: Empresas familiares altamente concentradas vs levemente concentradas (Modelo Agregado)

	Altamente concentradas	Levemente concentradas
Empresas	56	52
Observaciones	332	328
Cons	-0,0630913*** (0.0059866)	-0,0552536*** (0.0051045)
DEF	0,4139171*** (0.0071825)	0,3127249*** (0.0129602)
R2	0.9147	0.6597

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.9. POT: Empresas familiares altamente concentradas vs levemente concentradas (Modelo Desagregado)

	Altamente concentradas	Levemente concentradas
Empresas	56	52
Observaciones	332	328
Cons	0,056199 (0.0078275)	0,0196948** (0.0095177)
DIV	0,5063955** (0.2214653)	0,6110443*** (0.181858)
I	0,4640192*** (0.0120954)	0,6067747*** (0.0351408)
dW	0,4088839*** (0.0433388)	0,3255966*** (0.0311997)
R	0,2132033** (0.0071825)	-0,411785 (0.0646121)
C	-0.7374307*** (0.0399528)	-0,8030632*** (0.093381)
R2	0.9650	0.6730

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Como muestran los resultados, del total de empresas familiares, 56 corresponden a empresas altamente concentradas, frente a 52 empresas levemente concentradas. A pesar de que en ambos casos no hay evidencia que las empresas sigan el Pecking Order, el coeficiente de la variable de déficit financiero resulta estadísticamente significativo.

Por lo tanto, dado que el coeficiente que se obtiene en las empresas levemente concentradas es 0.31 y en las altamente concentradas es de 0.41, se concluye que existe evidencia que las empresas que concentran mayor *ownership* financiarían su déficit con mayor deuda que las menos concentradas.

Esto se puede justificar debido a que las empresas que tienen un mayor *ownership* en propiedad de una familia concentran el poder de decisión en unos pocos por lo que las características de gestión conservadora que busca mantener el control y trascender en el tiempo de generación tras generación en una familia (Niethardt, 2008) se explicarían más en las empresas altamente concentradas que en las levemente

concentradas debido a que éstas últimas se verían supeditadas a posibles intereses no familiares.

Hipótesis 4: a mayor longevidad de la empresa familiar existe menor necesidad de financiarse mediante deuda.

De acuerdo con la aplicación de Lopez-Gracia y Sanchez-Andujar (Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar, 2007) del modelo del Pecking Order, se ha aplicado el siguiente modelo:

$$D_t = \beta_0 + \beta_1 \text{CFLOW}_t + \beta_2 \text{BOREQ}_T + \beta_3 \text{AGE}_T + \epsilon_T \quad \dots (29)$$

Donde:

- D_t : Es la deuda financiera de largo plazo
 CFLOW_t : Es el flujo de caja operativo
 BOREQ : Es la interacción entre CFLOW y las oportunidades de crecimiento¹
 AGE : Es el número de años desde su fundación
 ϵ_T : Terminó de error

A continuación, la Tabla 6.10. muestra los resultados del modelo, que incluyen variables ficticias de control temporal denominadas *gamma*, de acuerdo con el año al que identifican.

¹ De acuerdo con las investigaciones de Aybar et al. (2004) y Lopez-Gracia (2007) dependiendo de las necesidades de financiamiento de las organizaciones, si una organización crece debajo del promedio se le asigna 0, y si crece por encima del promedio se le asigna 1. Adicionalmente, si los flujos de la caja crecen debajo del promedio, se le asigna 1, y si crecen encima del promedio, se le asigna 0. Se suman ambos valores, dando como resultado valores de 0, 1 y 2. Si el valor fuese 2, la organización es altamente demandante de deuda, mientras que si fuese 0, demandaría menos deuda.

Tabla 6.10. POT: Empresas familiares y no familiares (Modelo de Lopez-Gracia)

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	105	163
Observaciones	676	892
Cons	0,3788844*** (0.0730054)	0,2894707*** (0.0478748)
CFLOW	-0.1378529*** (0.0255788)	-0,1497646*** (0.0455618)
BOREQ	0,0017435 (0.0049169)	-0,0063883*** (0.046584)
AGE	-0,0500055*** (0.0193759)	-0,0260032** (0.0128277)
Gamma17	0,016208 (0.0113183)	0,0094763 (0.0115259)
Gamma16	0.020953* (0.0383042)	0,0107924 (0.0116604)
Gamma15	0.0234013** (0.0118465)	0,0112645 (0.0120812)
Gamma14	0.0188223* (0.0114111)	0,0051365 (0.0118338)
Gamma13	0.0040035 (0.011478)	-0.0045287 (0.0120067)
Gamma12	0.0006583 (0.0113915)	-0,0007475 (0.0118585)
Gamma11	0.0018306 (0.0115412)	0,006931 (0.0120455)
R2 (within)	0.0726	0.0258

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los resultados de la tabla, se puede asumir que las empresas más antiguas tienen menos necesidad de deuda debido a que han tenido tiempo suficiente para ahorrar más fondos para financiar sus necesidades de inversión. Asimismo, las empresas familiares longevas demuestran en la gran cantidad de años en el mercado manteniendo la propiedad por parte de una misma familia, que gestionan la organización de manera conservadora y que priorizan el control y la propiedad.

Hipótesis 5: las empresas familiares con altas fuentes internas de flujo de caja tienen una menor cantidad de deuda.

De acuerdo con la Tabla 6.10. los flujos de caja de las empresas familiares están negativamente relacionados con la deuda financiera (-0.13) lo que indica que dichas empresas tienden a financiar sus necesidades de inversión con fondos internos. Por lo tanto, mientras más capital genere la organización, menor necesidad tendrá de financiarse mediante deuda, acorde con lo que plantea el modelo de Pecking Order.

6.3. Estimaciones por países y por sectores económicos

Complementariamente se realizaron estimaciones para cada país. En las Tablas 6.11 hasta la 13, se muestran los resultados de las estimaciones de la teoría del pecking order para Chile, México y Perú, respectivamente. Ninguna muestra por país presenta suficiente evidencia para corroborar dicha teoría; sin embargo, presenta mayor significancia para el caso de las empresas familiares. En las empresas chilenas y mexicanas de la muestra se puede observar que las empresas familiares tienden a financiar sus déficits financieros con más deuda que las no familiares, luego de haber utilizado sus fuentes internas. Sin embargo, no se evidencia una diferencia entre el financiamiento en empresas familiares y no familiares para el caso de Perú.

Tabla 6.11. POT: Empresas chilenas familiares vs no familiares

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	56	77
Observaciones	359	463
Cons	-0,0586979*** (0,0060073)	-0,0432601*** (0,0041386)
DEF	0,4006748*** (0,0073257)	0,2564408*** (0,0154516)
R2	0.9018	0.3633

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.12. POT: Empresas mexicanas familiares vs no familiares

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	29	32
Observaciones	204	202
Cons	-0,0800545*** (0,006733)	-0,0487884*** (0,0058991)
DEF	0,4497795*** (0,0194817)	0,2637389*** (0,0181514)
R2	0.7241	0.5014

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.13. POT: Empresas peruanas familiares vs no familiares

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	23	55
Observaciones	97	190
Cons	-0,0587803*** (0,006773)	-0,0734264*** (0,0070897)
DEF	0,2829629*** (0,0164194)	0,295425*** (0,0212316)
R2	0.7873	0.4032

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a las estimaciones por sector, los sectores Primario, Metales, Comercio y Alimentos son los sectores con mayor presencia en la base de datos y tienen mayor relevancia en las economías de cada país. De acuerdo con los resultados, no hay evidencia que las empresas sigan el Pecking Order. Sin embargo, se concluye que existe evidencia que las empresas familiares del Sector Primario y Sector Metales usarían más deuda para financiar su déficit que las no familiares.

Tabla 6.14. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector primario

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	11	10
Observaciones	60	49
Cons	-0,0995827*** (0,0122319)	-0,0523128** (0,0136276)
DEF	0,4928606*** (0,0082273)	0,2924399*** (0,0538239)
R2	0.9880	0.3178

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.15. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector metales

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	13	12
Observaciones	74	60
Cons	-0,0267072*** (0,0076371)	-0,0244915** (0,0097164)
DEF	0, 1433544*** (0,023546)	0, 1310748*** (0,0334546)
R2	0.3146	0.2844

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Por el contrario, de acuerdo con los resultados las empresas familiares de los sectores Comercio y Alimentos usarían menos deuda para financiar su déficit que las no familiares.

Tabla 6.16. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector comercio

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	11	12
Observaciones	74	54
Cons	-0,0341062*** (0,0067837)	-0,0538969*** (0,0116262)
DEF	0, 2322821*** (0,0120795)	0, 2553213*** (0,0376302)
R2	0.8275	0.4213

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.17. POT: Empresas familiares vs no familiares – Sector alimentos

Variable	Familiares	No Familiares
Empresas	16	19
Observaciones	99	116
Cons	-0,0477934*** (0,0057506)	-0,0739405*** (0,0071076)
DEF	0, 2805052*** (0,0217247)	0, 3134184*** (0,0224452)
R2	0.5808	0.4085

*p<0.1; **p<0,05; ***p<0,01

Fuente: Elaboración propia

CAPITULO VII. CONCLUSIONES

Producto de la presente investigación se concluye lo siguiente:

- Las empresas familiares son organizaciones con características propias que si bien comparten el mismo objetivo que las empresas no familiares, como maximizar la utilidad del accionista, también tienen otros objetivos no económicos, como trascender en el tiempo y transferir el control familiar de la empresa a través de las generaciones. Este tipo de objetivos particulares afectan su aversión al riesgo además de sus decisiones de financiamiento.

- De acuerdo con el análisis de la muestra de empresas que listan en los mercados de capitales de Chile, México y Perú, se puede notar que las empresas familiares tienen ratios de cobertura y ratios de liquidez más conservadores que las empresas no familiares. Podríamos atribuir esto a que las empresas familiares son más adversas al riesgo que sus pares no familiares y tienen una visión a largo plazo.

- Existen varias teorías que buscan explicar las decisiones de financiamiento en las empresas. Dentro de éstas, la presente investigación considera que las empresas familiares cumplen la teoría de Pecking Order. Sin embargo, de acuerdo con los resultados del análisis de la muestra, no existe evidencia empírica que demuestre que las empresas familiares sigan el Pecking Order, ya que el coeficiente obtenido es de 0.39 mientras que de acuerdo con la teoría debería ser cercano a uno (1) para que se considere como una variable que explique el aumento o la reducción de la deuda. Es importante tener en cuenta que las empresas tienen restricciones para poder endeudarse debido a los altos costos de la deuda y limitaciones en sus líneas de crédito.

- Las empresas familiares (0.39) financian su déficit financiero con más deuda que las empresas no familiares (0.26). Esto se puede atribuir a que las empresas familiares son más adversas al riesgo que las no familiares, además que no suelen estar dispuestas a ceder el control de su organización por lo que no suelen emitir acciones para financiarse, sino que buscan alternativas como las utilidades generadas en el negocio y luego el endeudarse.

- El coeficiente que se obtiene en las empresas levemente concentradas es 0.31 y en las altamente concentradas es de 0.41, por lo que se concluye que existe evidencia

que las empresas que concentran mayor *ownership* financiarían su déficit con mayor deuda que las menos concentradas, acorde con las características y objetivos no financieros de las empresas familiares.

- Las empresas más antiguas tienen menor necesidad de deuda debido a que tuvieron tiempo suficiente para ahorrar más fondos y financiar sus necesidades de inversión. Esto iría acorde a que las empresas longevas evidencian el traspaso generacional de la propiedad de la familia.

- Los flujos de caja de las empresas familiares están negativamente relacionados con la deuda financiera (-0.13) lo que indica que dichas empresas tienden a financiar sus necesidades de inversión con fondos internos.

- De acuerdo con la teoría revisada y los resultados obtenidos, podemos concluir que las organizaciones familiares obedecen no solo a razones financieras y económicas, sino también a intereses inherentes a su cultura organizacional. Asimismo, las decisiones de financiamiento de las empresas no podrían explicarse por una sola teoría debido a los diversos factores que influyen, acorde con lo que Myers (1984) denominó como “Capital Structure Puzzle”.

BIBLIOGRAFÍA

- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of managerial science*, 247-275.
- Administrativo-Contable y la Incidencia del Nuevo Código Unificado de la Nación*. Buenos Aires: Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.
- Asociación de Empresas Familiares. (n.d.). *AEF*. Retrieved from <https://www.aef.cl/>
- Aybar Arias, C., Casino Martínez, A., & López Gracia, J. (2004). Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa. *Moneda y crédito*, 71-100.
- Barroso, A., & Barriuso, C. (2014). *Las empresas familiares*. Extremadura: Index Impresores.
- Barton, S., & Gordon, P. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 623-632.
- 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*, 613-673.
- Bernales, E. (1999). *La Constitución de 1993. Análisis Comparado*. Lima: Constitución y Sociedad.
- Carrizo, R. (2007, Mayo 06). *El País*. Retrieved from El País: https://elpais.com/diario/2007/05/06/economia/1178402406_850215.html
- Céspedes, J., Molina, M., & González, C. (2010). Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 248-254.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 59-67.
- Durán, J., & San Martín, J. (2013). Estudio comparativo de la empresa familiar en México en el contexto mundial. *RECAI Revista de estudios en contaduría, administración e informática*, 21-54.
- El Peruano. (2018, Agosto 13). 90% de empresas son familiares. *El Peruano*.
- Ernst & Young. (2017). *Informe global sobre empresa familiar*. Centro de Estudios EY.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital. *Journal of Financial Economics*, 217-248.
- Gestión. (2014, Noviembre 26). *Empresas familiares dan empleo al 60% de peruanos*.
- Gestión. (2018, junio 21). *Gestión*. Retrieved from Gestión: <https://gestion.pe/economia/empresas/empresas-familiares-peru-30-pasan-segunda-generacion-236525>
- Gonzalez, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family Involvement and Dividend Policy in Closely Held Firms. *Family Business Review*, 365-385.

- González-del-Foyo, M. E., Basantes-Avalos, R., Basantes-Avalos, J., & Bonilla-Torres, E. (2016). La estructura financiera y su impacto en los resultados económico – financieros de las empresas cubanas. *Anuario Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, 91-109.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*. Boston: Pearson.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Econometría*. México: McGraw-Hill.
- Hernández, R. (2014). *Metodología de Investigación*. México D.F.: Mc Graw Hill.
- Hinostraza Garamendi, L. R. (2011). Los fundamentos del éxito de las empresas familiares en el Perú. *Revista de Investigación de la Facultad de Administración de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos*, 37-47.
- Institute for Family Business. (2019, Marzo 12). *Institute for Family Business*. Retrieved from <https://www.ifb.org.uk/advocacy/about-family-business/>
- 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.
- Josserand, L. (1950). *Derecho Civil*. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa.
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial Decision Making in Family Firms: An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. *Family Business Review*, 307-327.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Financial*, 911-922.
- Krugman, P. R., & Wells, R. (1953). *Inroduccion a la economia: Microeconomía*. Barcelona: Reverté.
- La República. (2013, Julio 4). El 90% de las empresas en el Perú son de tipo familiar. *La República*.
- La República. (2018, Agosto 12). El 70% del empleo en Perú es generado por empresas familiares. *La República*.
- Lee, M.-S., & Rogoff, E. (1996). Comparison of small businesses with family participation versus small businesses without family participation. An investigation of differences in goals, attitudes, and family/business conflict. *Family Business Review*, 423-437.
- Lira, P. (2014, Junio 20). ¿Maximizar el valor de los accionistas o el de la empresa? *Gestión*.
- Lopez-Gracia, J., & Sanchez-Andujar, S. (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 269-287.
- Lopez-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 117-136.
- Maranto, M., & González, M. (2015). *Fuentes de Información*. Hidalgo: Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo.
- Matute, G., Fabián, L., Pacheco, L., Trinidad, O., & Ureta, C. (2010). *Gobernabilidad de las empresas familiares peruanas y principios de buen gobierno corporativo*. Lima: ESAN.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Molina, P. (2016). Empresas de Familia: conceptos y modelos para su análisis. *Pensamiento & Gestión*, 116-149.
- Montero, R. (2011). *Efectos fijos o aleatorios: test de especificación*. Granada: Universidad de Granada.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 575-592.
- Niethardt, E. (2008). *Entrepreneurship en la empresa familiar*. Buenos Aires: Instituto de la empresa familiar.
- Pricewaterhousecoopers. (2017). *Encuesta de empresas familiares 2016*. Lima: Pricewaterhousecoopers.
- Romero, F. (2013). Variables financieras determinantes del fracaso empresarial para la pequeña y mediana empresa en Colombia: análisis bajo modelo Logit. *Pensamiento y gestión*, 235-277.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (9na ed.). Ciudad de México: McGrawHill.
- Salazar Nava, G. (2005, Enero 24). *Biblioteca de la Empresa Familiar*. Barcelona. Retrieved from <http://www.biblioferrersalat.com/media/documentos/Curso%20Introdutorio%20EF%20Guillermo%20Salazar.PDF>
- Schwartz, E. A. (1967). Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure. *Journal of Finance* 22, 10-18.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219-244.
- Vargas Sánchez, A. (2014). Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. *Investigación y desarrollo*, 44-66.