

UNIVERSITE MONTESQUIEU – BORDEAUX IV



ECOLE DOCTORALE de SCIENCES ECONOMIQUES, GESTION ET DEMOGRAPHIE (E.D. 42)

DOCTORAT ès SCIENCES de GESTION

Illuminada SEVERINO BUENO

**L'INFLUENCE DU GOUVERNEMENT CORPORATIF DES ENTREPRISES
FAMILIALES SUR SON COMPORTEMENT FINANCIER**

Le Cas de la République Dominicaine

Thèse dirigée par Monsieur. Eric LAMARQUE, Professeur

Soutenue le 23 Juin 2012

Jury :

Monsieur, **Pedro ARBULU**,
HDR Maître de Conférences Université Montesquieu Bordeaux IV, **suffragant**,

Monsieur, **Pascal BARNETO**,
Professeur Université de Poitiers, **rapporteur**,

Monsieur, **Philippe DESSERTINE**, Professeur Université Paris Ouest Nanterre,
rapporteur.

Monsieur, **Eric LAMARQUE**,
Professeur Université Montesquieu Bordeaux IV, directeur de thèse

Dedicatoria

A Dios:

Por haberme permitido llegar a esta etapa de mi vida que tanto he anhelado, haciéndome entender que con fe y perseverancia se logra todo lo que uno se propone.

A mi padre:

Siempre fue un ejemplo a seguir, me enseñó a hacer las cosas mejor cada día.

A mis sobrinos:

Que este esfuerzo les quede como un legado que les sirva de motivación y buen ejemplo a seguir.

Agradecimientos

- **Lic. José Miguel Hernández, Dr. Gerard Hirigoyen, Dr. Pedro Arbulú y Dr. Jean François Trinquécoste**

Por estar siempre a nuestro lado, gracias por todo su apoyo, preocupación y por confiar en nosotros e impulsarnos en todo momento a seguir adelante para lograr nuestra meta, así como por la oportunidad que nos han brindado para superarnos.

- **Dr. Eric Lamarque**

Por servirme de guía en todo este trayecto y por su dedicación para el logro de esta meta.

- **Dr. Juan Rivera Algarín, Ing. Jeannette Dominguez Aristy y Lic. Manuel Delgado Espino:**

Por estar pendiente del progreso de este proyecto.

- **A mis compañeras Cecilia, Neris, Yessenia y Claudia:**

Por su firmeza y motivación en los momentos difíciles.

- **A Timothy Habbershon, Thomas Zellweger, Maximiliano González, Margaret Abbott, Santiago Ibarreche, Joseph Fan, Oskar Kowalewski, Jacques Jaussaud, Vicent Molly, Alfredo De Massis, Leonardo Centeno-Caffarena, Cristina González, Celine Barredy, Martine Hlady Rispal:** Por sus valiosas contribuciones a este proyecto.

- **A Rosario Corominas, Sandra Hernández, Julissa Pichardo, Caridad Acevedo, Roberto Rodríguez:** Por su valiosa colaboración.

- **Empresarios que colaboraron con informaciones valiosas para este estudio.**

RESUME en français

La préservation de la fortune familiale à long terme est une question de comportement humain; c'est un processus dynamique d'activité ou gouvernement de groupe que doit être revitalisé avec succès en chaque génération successive pour surmonter la menace de tomber en entropie. Chaque génération successive doit réaffirmer sa participation dans ce système de gouvernement.

Les entreprises familiales sont de protagonistes fondamentales de l'activité économique et en plus, ils constituent en facteur de stabilité dans l'appareil productif, parce qu'elles sont presque toutes des petites et moyennes entreprises (PME), il devient intéressant donc d'investiguer leur comportement financière.

On ne connaît très peu sur les décisions financières des entreprises dans les marchés émergents. Particulièrement, il y a une besoin de travaux empiriques qui identifient les modèles financières des entreprises des pays en développement. Il pourrait être que ces entreprises soient en train de créer une nouvelle structure financière qui convient à leur ambiance particulière.

Approche Méthodologique et Méthodologie

- Philosophie: Positiviste
- Approche: Abductive
- Méthode: Etude de Cas

Problématique et objectives de l'investigation

La première partie de cet étude à pour objective d'analyser les théories sur la structure de capital, le financement interne et externe, les politiques de dividendes et leur incidence dans le comportement financière des entreprises familiales, et la seconde partie, l'influence du gouvernement de l'entreprise dans l'exercice financier à travers de la théorie de l'agence, la professionnalisation des entreprises familiales et l'effet de l'orientation entreprenante dans la création de la richesse transgénérationnelle.

On propose un rapprochement pour comprendre les causes du comportement des entreprises familiales dans le contexte des marchés émergents, avec une focalisation en les décisions sur politiques de financement, politiques de dividendes et formes de gouvernement. Ces décisions comprennent les investissements de l'entreprise, structure de la propriété, spécifiquement dans les facteurs qui encadrent ces décisions y compris des limitations ou des restrictions de la propriété.

Dans le Système familial des différentes générations interagissent; pendant la première génération, la question financière plus dominante et importante c'est la capitalisation restreinte, pour la seconde génération, le problème du financement se matérialise comme un conflit entre le réinvestissement et les profits contre les dividendes, la troisième génération n'échappe pas à la question du financement.

Usuellement, les possibilités de rétention de bénéfices dans les entreprises familiales diminuent au fur et mesure que les générations successives s'intègrent, parce que les objectifs des propriétaires dévient moins homogènes et à partir de la troisième génération, les demandes de partage de dividendes augmentent, et réduira la capacité de autofinancement de l'entreprise et par conséquent de la croissance de celle-ci, si elle ne cherche pas d'autres alternatives de financement.

L'objectif de soutenir le control de l'entreprise, joint à l'aversion au risque peut prédominer dans l'entreprise familiale, et elle peut déterminer une préférence pour les formes de financement internes par les actionnaires de ces entreprises, en évitant soit la entrée de nouveaux actionnaires dans l'entreprise ou bien les augmentations de l'endettement.

La littérature sur les entreprises familiales a reconnu l'importance des aspects du comportement et des objectifs non financiers. Ward (1997) indique que des points comme l'indépendance et la survie de la firme sont les objectifs prédominants de l'entreprise pour la plupart des entrepreneurs. En particulier, on attend que les projets d'investissement soit favorisés, en tachant de maintenir l'indépendance de ce type de firme. Zahra (2005) trouve que la propriété de famille et l'influence de famille ont un impacte positif sur la prédisposition au risque, pendant que la prédisposition diminue avec l'âge de l'entrepreneur.

Les investisseurs minoritaires croient "qu'un tiens vaut mieux que deux" à différence de risquer la possibilité de ne pas obtenir un retour du tout dans un environnement légal faible sans politiques du financement et de dividendes définies comme dans les cas des pays émergents.

Les paiements de dividendes réguliers, créent souvent une expectative pour la continuité des déboursements pour actionneurs membres de la famille qui ne sont pas des employés. Si l'exercice de la firme se détériore et les dividendes doit être réduits, il est presque sur qu'il y aura des conflits. La politique des dividendes ignore souvent les préférences de liquidité des actionnaires individuels.

Les entreprises familiales tendent à avoir des actionnaires qui contrôlent, il s'agit souvent d'un individu ou famille, normalement le fondateur de l'entreprise ou ses descendants. Ces actionnaires contrôleurs sont placés idéalement pour superviser la direction, et en effet, la direction supérieure fait partie normalement de la famille contrôleuse. Une des variables clef qui permet d'aligner les intérêts des actionnaires et ceux de la direction, c'est la participation des membres de l'équipe directive ou du conseil d'administration dans le capital social de l'entreprise.

Le fait que des aspects du comportement soient en jeu dans ce type de firme est aussi visible en la réduite bonne disposition des entreprises familiales pour se séparer des activités qui pouvaient avoir un mauvais résultat (Sharma et Manikutty, 2005).

Dans ce type d'entreprise il y a deux organisations parallèles: la famille, qui représente le component irrationnel, et l'entreprise, qui représente le component rationnel. Quand tous les deux components s'affrontent, il est probable que la rationalité de l'entreprise soit limitée par le mélange d'intérêts familiaux con les intérêts de l'entreprise, de façon que parfois, les décisions des propriétaires se laisse guider par les sentiments plutôt que par la propre logique.

Les entreprises familiales, ayant un esprit d'entreprise s'affrontent avec la nature perturbatrice d'une croissance explosive; les firmes de directeur-propriétaire ont besoin d'une transition à la direction Professional. Le changement doit impliquer la prise de décisions décentralisées et une équipe directive assez développé. Plusieurs actions peuvent aider à la transition des firmes entreprenantes d'une manière satisfaisante à entreprises professionnellement gérées.

Avec cet étude on essaye de prouver si le comportement individuel, comme a été décrit par Kahneman et Tversky (1991), fait partie du jeu quand les maîtres des entreprises familiales prennent des décisions de financement et l'impacte de ces-ci sur la structure de capital de leurs firmes.

Ce ne sont pas seulement le modèles financiers qui présentent de sérieuses limitations au moment de s'entrelacer avec les complexités du comportement humain, mais ceux-ci ont été élaboré en ayant compte principalement les réalités des marchés avancés. Ceci représente une importante limitation additionnelle au moment de chercher plus utilité à la théorie financière dans des environnements si différents comme le monde en développement.

Avec cette investigation on cherchait de structurer un modèle théorique qui permettait mesurer l'incidence des aspects de la familiarité dans le comportement financier.

On n'a trouvé que quelques groupes familiaux qui possèdent une structure de gouvernement bien défini, des politiques et des protocoles qui délimitent la participation des familles dans les affaires. Ces mesures, usuellement appelées gestion professionnelle, limite la participation de la famille dans les décisions stratégiques au niveau du conseil d'administration. Ces familles, identifiées avec un domaine de famille entrepreneuriale tend à favoriser le réinvestissement de bénéfices par-dessus de la distribution de dividendes.

La théorie explique que les conflits d'intérêts entre les gérants et les propriétaires considère la taille des entreprises et leur profil de risque. Pendant que la politique de dividendes peut réduire les tensions des membres des familles, dans les rapports intra-familiaux c'est qui permet d'argumenter que ces limitations aient leurs origines dans la diversité d'intérêts des membres de la famille selon leur condition de salariés ou non de l'entreprise.

Plusieurs d'actions ont été analysées pour améliorer le gouvernement de l'entreprise dans les entreprises familiales, par conséquent, on peut argumenter que le manque de compétences formelles des gérants n'est pas la seule raison pour professionnaliser la gestion. C'est spécialement important quand l'engagement des propriétaires de protéger les actionnaires minoritaires existe. Les conflits d'intérêts entre les propriétaires et les gérants tendent à aggraver les problèmes du gouvernement de l'entreprise et à détruire la valeur de la firme.

En classifiant les entreprises étudiées en quatre groupes différents de propriétaires, en considérant leur attitude d'investisseurs et leurs stratégies entrepreneuriales, on a trouvé que le réinvestissement de bénéfices et le transfert des fonctions de gérant à une gestion professionnelle explique beaucoup des différences de notre classification. Par conséquent on argumente qu'une professionnalisation de la gestion peut aider les groupes familiaux à adopter une attitude d'investisseur et aussi à poursuivre des stratégies entrepreneuriales. Il est aussi possible d'argumenter que le réinvestissement de bénéfices peut jouer un rôle clé pour déterminer l'habileté de la famille entrepreneuriale pour poursuivre de nouvelles opportunités d'investissement.

Il est entendu que le pont entre la théorie financière et la littérature sur les entreprises familiales a un grand potentiel pour développer des politiques qui permettent la réduction des conflits familiaux et d'augmenter la création de richesse transgénérationnelle.

Fondé sur les cas étudiés et sur les théories mobilisées, on peut argumenter que les bénéfices d'une gestion professionnelle permettent d'assurer que les décisions d'investissement /de désinvestissement prises par les maîtres de ces entreprises peuvent faire du bien à la famille comme un tout. Il est aussi possible d'argumenter que le réinvestissement de bénéfices joue un rôle clé comme source de financement pour la création de nouvelles affaires.

Mots clé: *Comportement Financier, Entreprises Familiales, Gouvernement d'entreprise, Orientation Entrepreneuriale, Marchés Emergents.*

TITRE en anglais**THE INFLUENCE OF THE CORPORATE GOVERNANCE OF THE FAMILY BUSINESSES IN HIS FINANCIAL BEHAVIOR, The Dominican Republic Case**

RESUME en anglais

Long term family fortune preservation is a matter of human behavior; it is a dynamic process of activity or group governance that has to be reenergized successfully in each successive generation to overcome the threat of falling into entropy. Each successive generation has to reaffirm its participation in such government system.

Family enterprises are the fundamental actors of the economic activity, and also constitute a stability factor of the productive system, because the majority of them is small or medium-sized (SMEs), and that is why it is interesting to investigate their financial behavior.

There is little knowledge concerning financing decisions of enterprises on emerging markets. There is a particular need of empirical work that identifies the financial patterns of developing countries enterprises. It is possible that these enterprises are creating a new financial structure that results convenient for their particular environment.

Methodological scope and Methodology

- Philosophy: Positivism
- Scope: Abductive
- Method: Case study

Problems and objectives of the investigation

The first part of this study pursues to analyze the capital structure theories, internal and external financing, dividend policies and their incidence in family enterprises' financial behavior, and on the second part, the influence of corporate government in the financial performance through the agency theory, the professionalization of family enterprises and the effect of entrepreneurial orientation in the creation of trans-generational wealth.

It proposes a closer alignment to understand the causes of family enterprises behavior in the emerging markets context with an approach in financing policies decisions, dividend policies and governance types. These decisions include enterprise investment, ownership structure, specifically regarding the factors that frame these decisions, including ownership limitations or restrictions.

Different generations interact in the familiar system; for the first generation, the most important and dominant financial issue is the thin capitalization, for the second one, the financing problem materializes as a conflict between the reinvestment of the benefits against the dividends, and the third generation does not escape the financing issue.

Usually, the possibilities of profit retention in family enterprises get reduced as successive generations come along, for the owners' objectives will be less homogeneous; from the third generation on, their dividend distribution demands will increase, which will reduce the self financing capacity of the business, and therefore their growth if other financing alternative are not chosen.

The objective of keeping the business control together with the risk aversion can be predominant in the family enterprise, and can also determine a preference of shareholders of this type of business ways of internal financing, avoiding with this both, the arrival of new shareholders and indebtedness increase.

The literature on family enterprises has recognized the importance of the behavioral aspects and the non-financial objectives. Ward (1997) indicates that issues such as independence and survival of the firm are the business predominant objectives for the majority of entrepreneurs. Particularly, it is expected that the investment projects benefits, and that the independence of this type of firm remain. Zahra (2005) believes that family ownership and the influence of the family have a positive impact on the risk propensity, while such propensity reduces in accordance with the age of the entrepreneur.

Minority partners, working under weak legal surroundings, and without defined financial and dividend policies, such as the case of emerging countries, prefer to have “a bird in the hand” instead of risking the possibility of getting some profits back.

The regular dividend payments often create a continuous disbursement expectation among the family members that are not employees of the firm. If the firm’s performance deteriorates, and the dividends need to be cut down, conflicts will arise for sure. The dividend policy often ignores the liquidity preferences of individual shareholders.

Family enterprises tend to have controlling shareholders, who in most cases are an individual or family, normally the founder of the business or his descendents. Those controlling shareholders are placed ideally to supervise the administration, and in fact, the highest management group is part of the controlling family. One of the key variables that allows aligning the shareholders’ interests and management is the participation of the members of the directing board or the management board in the social capital of the enterprise.

The fact that behavioral aspects participate in this type of firm is also visible in the reduced willingness of family enterprises that get separated of activities that could get bad results (Sharma and Manikutty, 2005).

There are two parallel organizations in this type of business: the family that represents the irrational component, and the business that represents the rational one. When both components face off, business rationality might get limited by the confusion of family interests and the enterprise’s ones, therefore, in many occasions; owners’ decisions are led mostly by their feelings than by pure logic.

Family enterprises that have an entrepreneurial spirit face off the disruptive nature of explosive growth; manager-owner firms need a transition to professional management. The

change must imply making decentralized decisions, and a well-developed management team. Many actions can lead to successful transition of entrepreneurial firms to professionally managed ones.

This study is aimed to prove if individual behavior as described by Kahneman and Tversky (1991) is part of the game when family enterprises owners make financing decisions and how those decisions impact the capital structure of their firms.

Not only financial models present serious limitations when intertwined with human behavior complexity, but such models have been elaborated taking mostly more advanced markets realities into consideration. This represents an important additional limitation at the moment of searching for more use out of the financial theory in such different environments as the ones of the developing world.

This investigation was seeking for a theory model structuring that allowed measuring the incidence of familiarity aspects in the financial behavior.

It was found that few family groups possess a well-defined governance structure, policies and protocols that can delineate the business family participation. These measures, usually named as professional management, limit the family participation in strategic decisions to the level of the administrative board. These families, identified as having a business family domain tend to favor profit reinvestment instead of dividends distribution.

The theory explains that the conflicts of interest between managers and owners consider the size of the enterprises and their risk profile. While dividends policy can reduce the tension of the family members in the intra-family relationships, this allows arguing that such limitations have their origin in the diversity of interests of the family members, depending on whether they are employees or not of the family business.

Several actions were analyzed to improve the corporate governance of family enterprises, so it can be argued that the lack of formal competences of managers is not the only reason to professionalize management. It is especially important when the owners' commitment to protect minor shareholders exists. The conflicts of interests among the owners and the managers tend to exacerbate the corporate governance problems and to destroy the value of the firm.

By classifying the studied enterprises into four different owner groups, and considering their attitude as investors and their entrepreneurial strategies, it was found that profits reinvestment and the transparency of the management functions to professional management explain many of the differences of our classification. Therefore it is argued that management professionalization can help family groups to adopt an investing attitude and to pursue entrepreneurial strategies. It can also be argued that profits reinvestment can play a key role to determine the ability of the family business to pursue new investment opportunities.

It is understood that the bridge between the financial theory and the literature on family enterprises has great potential to develop policies that allow a reduction of family conflicts

and increase trans-generational wealth growth. Based on the studied cases and on the mobilization theories, it can be argued that the benefits of professional management help to ensure that the investment decisions /disinvestment made by the owners of these enterprises can benefit the family as a whole. It can also be argued that the reinvestment of profits plays a key role as financing source for the creation of new businesses.

Key words: *Financial behavior, Family Businesses, Corporate Governance, Entrepreneurial Orientation, Emerging markets.*

INDICE

INTRODUCCION GENERAL

PRIMERA PARTE: ANALISIS DE LAS TEORIAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LA INFLUENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES EN SU COMPORTAMIENTO FINANCIERO

Capítulo I: Estructura de Capital y Comportamiento Financiero 35

Sección 1: Teorías de la Estructura de Capital

| | |
|--|----|
| 1.1 La Teoría del Equilibrio (Trade-off theory) | 40 |
| 1.2 La Teoría de la Jerarquía (Pecking Order Theory)..... | 43 |
| 1.2.1 Principios e implicaciones de la Teoría de la Jerarquía .. | 43 |
| 1.2.2 Limitaciones de la Teoría de la Jerarquía | 48 |
| 1.3 Comparación de las teorías | 51 |
| 1.4 La Planeación Financiera | 57 |
| 1.5 La Estrategia Financiera y la Estructura de Capital | 58 |

Sección 2: Comportamiento financiero de las empresas familiares

| | |
|--|----|
| 2.1 Principios de la finanza comportamental | 65 |
| 2.2 Financiamiento Interno y Financiamiento Externo | 75 |
| 2.3 Políticas de Dividendos | 85 |
| 2.3.1 El lugar de la política de dividendo en la política de Financiamiento | 86 |
| 2.3.2 Necesidades de liquidez de los accionistas familiares | 89 |
| 2.3.3 Generación Fundadora | 91 |
| 2.3.4 Generación de Socios | 91 |
| 2.3.5 Generación de Coalición (Consortio de Primos) | 92 |
| 2.3.6 Generación Gobernante | 93 |

Conclusiones Capítulo I 99

Capítulo II: Influencia del Gobierno Corporativo en el desempeño financiero

Sección 1 Estructura del Gobierno Corporativo

| | |
|--|-----|
| 1.1 Los efectos de la propiedad familiar en la gestión | 104 |
| 1.1.1 Propiedad y Patrimonio | 104 |
| 1.1.2 La evolución de la propiedad | 111 |
| 1.2 Profesionalización de las Empresas Familiares | 112 |

| | |
|---|-----|
| Sección 2 Emprendimiento y Desempeño Financiero | |
| 2.1 Emprendimiento y políticas financieras | 121 |
| 2.2 Emprendimiento y creación de riqueza transgeneracional | 130 |
| Conclusiones Capítulo II | 133 |
| SEGUNDA PARTE: EVALUACION EMPIRICA DE LA INFLUENCIA DE LAS CARACTERISTICAS DE LAS EMPRESAS FAMILIARES NO COTIZADAS Y SUS EFECTOS EN EL COMPORTAMIENTO FINANCIERO | |
| Capítulo III Metodología de la investigación | |
| Sección 1 Fase de obtención de datos | |
| 1.1 Etapas de la puesta en ejecución de la investigación | 142 |
| 1.2 La construcción del cuestionario principal de la investigación | 146 |
| 1.2.1 Medición de las variables del estudio | 147 |
| A- Medición de los intereses de los miembros de la familia | 147 |
| B- La estructura de capital | 148 |
| C- Aversión al riesgo | 149 |
| D- La política de dividendos | 149 |
| E- La participación de la familia | 150 |
| F- La propiedad | 150 |
| G- La profesionalización | 151 |
| 1.2.2 La recolección de los datos y la administración de los cuestionarios de investigación | 151 |
| Sección 2 Herramientas metodológicas utilizadas | |
| 2.1. Estudio de casos | 154 |
| 2.2. Descripción de las empresas que respondieron los cuestionarios | 158 |
| Conclusiones Capítulo III | 161 |
| Capítulo IV Análisis descriptivo y explicativo del comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizadas | |
| Sección 1 Comportamiento financiero de las empresas familiares: influencia de sus características | |

| | |
|--|-----|
| 1.1. Análisis de los resultados | 163 |
| 1.1.1. Intereses diferentes generaciones | 163 |
| 1.1.2. Aversión al riesgo | 171 |
| 1.1.3. Políticas de dividendos | 172 |
| 1.1.4. Participación de la familia | 178 |
| 1.1.5. Separación de la propiedad | 182 |
| 1.1.6. Profesionalización | 184 |
| 1.2. Información obtenida de los estudios de casos | 189 |
| Sección 2 Propuesta del Modelo Teórico y de las proposiciones clave | |
| 2.1. Formulación de las proposiciones teóricas | 192 |
| 2.2. Métodos de ecuaciones estructurales para la validación definitiva del modelo | 201 |
| Conclusiones Capítulo IV | 201 |
| Conclusiones Generales | 204 |
| Bibliografía | 209 |
| Anexos | 232 |
| Lista de tablas | 238 |
| Lista de gráficas | 241 |
| Resumen de palabras claves | 241 |

INTRODUCCION GENERAL

La preservación de la fortuna familiar a largo plazo es una cuestión de comportamiento humano, es un proceso dinámico de actividad o gobierno de grupo, que se tiene que re-energizar con éxito en cada generación sucesiva para superar la amenaza de caer en entropía. Los activos de una familia son sus miembros individuales, su riqueza está compuesta por el capital humano e intelectual de sus miembros, el capital financiero de una familia es una herramienta para soportar el crecimiento del capital humano e intelectual. Para preservar con éxito su riqueza, una familia tiene que aceptar crear un sistema de gobierno representativo a través del cual pueda practicar activamente sus valores. Cada generación sucesiva tiene que reafirmar su participación en ese sistema de gobierno. La misión del gobierno familiar tiene que ser la mejora de la búsqueda de la satisfacción individual de cada miembro. Esto realzará a la familia como un todo y contribuirá a la preservación de la riqueza familiar a largo plazo, su capital intelectual y financiero.

Debido a que en la actualidad los asuntos de administración financiera son vitales para el éxito de las empresas familiares por operar en un ambiente tan competitivo, estas enfrentan más retos que antes, las estadísticas muestran que sólo una tercera parte de este tipo de empresas retienen su status en la segunda generación, y solamente un 10% sobrevive la tercera generación. Sin embargo una considerable proporción de ese porcentaje de fracasos podría estar atado a asuntos únicos de empresas familiares (asuntos de sucesión por ejemplo), (Filbeck y Lee, 2000).

“La empresa familiar es una organización en la que la política y dirección están sujetas a una influencia significativa de una o más unidades familiares a través de la propiedad y en ocasiones a través de la participación de los miembros de la familia en la gestión” (Davis, 1983).

Un asunto fundamental y polémico en las finanzas corporativas es cómo las firmas seleccionan su estructura de capital y el efecto de estas selecciones. Tradicionalmente, la formulación de la estructura de capital, que no es más que la combinación de la financiación de la empresa, es asumida como un resultado de la teoría estática del equilibrio (*trade-off*) con sus ventajas impositivas, las cuales son partidarias de incrementar la deuda versus el riesgo de quiebra, el cual favorece el uso de financiamiento mediante la emisión de capital. Sin embargo recientes estudios han mostrado un cambio de enfoque del modelo de la teoría estática del equilibrio (*trade-off*) hacia otras teorías en un esfuerzo por mirar hacia una explicación futura del comportamiento de la estructura de capital corporativa.

Las dificultades para ampliar el capital en las empresas familiares hacen que el autofinanciamiento (básicamente reinversión de beneficios) sea la fuente de financiamiento primordial. No obstante, hay que tener en cuenta que las posibilidades de retención de beneficios disminuyen en las empresas familiares a medida que se incorporan las sucesivas generaciones. En tales casos las limitaciones al autofinanciamiento, se verán compensadas por el mejor acceso a financiamiento externo que tendrá la empresa, a través de los mercados de capitales, los intermediarios financieros y la nueva base accionarial.

El financiamiento externo se caracteriza por el riesgo financiero que implica el compromiso de pago de los gastos financieros. Pero al mismo tiempo hay que considerar que es una fuente de financiamiento con menor costo que el financiamiento propio. Dado que los propietarios asumen mayor riesgo que los acreedores tanto en la percepción de rentabilidad periódica, como en caso de insolvencia de la empresa, el financiamiento propio no tiene un costo explícito, pero si tiene un costo de oportunidad, representado por la rentabilidad que podría conseguirse en alternativas de inversión con un riesgo comparable.

Los apartados previos se refieren a las alternativas de financiamiento propia y externa que las empresas pueden utilizar. Pero una cuestión relevante es si la estructura de capital de la empresa ha buscado un cierto nivel de endeudamiento considerado óptimo (Teoría del *Trade-off*) o simplemente ha de ser el resultado del sucesivo recurso a diferentes fuentes de financiamiento, a medida que la empresa vaya planteando y financiando sus inversiones

(Teoría de la Jerarquía de Preferencias o *Pecking Order*). Es decir interesa examinar la proporción que deben guardar entre sí las fuentes de financiamiento propias y las externas.

Los investigadores se siguen cuestionando cuáles son las características diferenciales de las decisiones de financiamiento en la empresa familiar, con las consiguientes diferencias que pueda determinar en su estructura financiera y sus implicaciones que tendrán en su estrategia de crecimiento, con el objetivo de analizar si los factores que condicionan el endeudamiento de una empresa varían su influencia según el nivel de endeudamiento de estas. Es decir, si factores como la estabilidad de los ingresos, el flujo de efectivo, las obligaciones contractuales, las preferencias de la administración, el control, la evaluación externa de riesgo y la oportunidad determinan la política a seguir para conformar la estructura financiera.

Se pretende explorar las preferencias de la estructura y del financiamiento de capital de los dueños y se enfoca en las empresas familiares, más estrechamente en la deuda versus las preferencias de la equidad reveladas en el financiamiento inicial y en la continuidad de las firmas, y los índices de los retornos en el contexto de los mercados emergentes, debido a que en la actualidad el mundo es dominado por las economías emergentes en términos de población y tamaño geográfico. Sin embargo los mercados emergentes se han quedado rezagados detrás de las economías desarrolladas en términos de importancia económica. No es una sorpresa que la riqueza de la investigación financiera esté concentrada en los países desarrollados. Sin embargo, justo en las últimas dos décadas pasadas, los mercados emergentes están creciendo también. Más y más diferencias, institucionales y del comportamiento entre las empresas de los mercados emergentes y de los mercados desarrollados han sido descubiertas.

Se entiende como mercados emergentes a aquellos que en un mayor o menor grado comparten las siguientes particularidades:

- El grueso de la población tiene niveles de educación formal muy bajos.

- El producto interno bruto (PIB) per cápita es mucho menor que el promedio para los mercados desarrollados, es decir son relativamente más pobres.
- La riqueza está mal distribuida, una fuerte proporción de la cual se encuentra en manos de una minoría mientras que el grueso de la población vive en la pobreza.
- Adolecen de inestabilidad económica y/o política.

En cuanto a cómo su funcionamiento afecta los modelos financieros están los siguientes aspectos:

- a) *Información escasa y mal distribuida*: uno de los supuestos más comunes en los modelos es que todos los participantes en los mercados financieros cuentan con la misma información. En estos mercados la información que se genera es escasa e irregular y suele estar concentrada en pequeños grupos, además es poco confiable lo que causa distorsiones en las decisiones de inversión.
- b) *Instituciones poco desarrolladas*: el marco legal y regulatorio es con frecuencia impreciso, incompleto y contradictorio.
- c) *El marco regulatorio*: se están poniendo en ejecución las mejores prácticas internacionales en todo lo relativo a la difusión de información contable y de otra índole (Sabal, 2002).

Sobre las relaciones anteriores se ha investigado poco, ésta deficiencia es particularmente evidente en investigaciones de los factores que influyen en las decisiones de financiamiento, de distribución de dividendos e inversión en nuevos negocios de los dueños de empresas familiares. Estas empresas pueden tener objetivos como la estabilidad financiera para la empresa y las futuras generaciones de familiares (Naffziger, Hornsby y Kuratko, 1994); (McCann, Leon-Guerrero y Haley, 2001), el crecimiento de la empresa, su tamaño o la consideración social con respecto al resto de empresas del sector (Changati, DeCarolis y Deeds, 1995); Mathews, Vasudevan, Barton y Apana, 1994; (Romano, Taneweski y Smyrnos, 2000).

Actualmente las investigaciones sobre empresas familiares son en gran parte descriptivas más que prerrogativas. La mayoría de la literatura que ha tomado un acercamiento prerrogativo ha sido hecha desde la perspectiva de cómo mejorar las relaciones familiares más que el desempeño del negocio. Mientras que un mejor entendimiento de la combinación de la familia con la empresa familiar es válido y útil, hay otros objetivos que merecen ser perseguidos también.

Aunque las investigaciones publicadas en el campo de la empresa familiar están llegando a ser cada vez más sofisticadas y rigurosas se requiere un cuerpo del conocimiento que amplíe la comprensión de ese dominio para establecer un campo único de estudio lo que contribuiría a la profesionalización de la empresa familiar.

Este estudio es un esfuerzo por hacer una contribución a la deficiencia que actualmente existe en la literatura de este campo, identificando los atributos de las firmas las cuales obtienen financiamiento para soportar la teoría existente sobre las preferencias de estructura de capital en las empresas familiares. Tradicionalmente las investigaciones en finanzas han ignorado el campo de las empresas privadas, prefiriendo analizar las empresas públicas (cotizadas).

El campo de interés de este estudio es la gestión en las empresas familiares.

Interés teórico de la tesis

Los estudios empíricos a este respecto aún no resultan concluyentes en relación a la empresa familiar. En estudios realizados por Gallo y Vilaseca (1996) y Sonnenfel y Spence (1989) observan que las empresas familiares tienden a tener proporciones de endeudamiento bajos. Las investigaciones sobre empresas familiares han ido lejos, pero aún les queda un largo camino por recorrer.

Aunque se han identificado factores determinantes, no se han desarrollado modelos empíricos que demuestren relaciones entre estos factores y las decisiones de

financiamiento, decisiones sobre distribución de dividendos de los dueños de las Empresas Familiares no cotizadas.

Harris y Raviv, 1991, argumentan que lo adecuado en investigaciones futuras es que los estudios empíricos se concentre en probar modelos particulares para descubrir los determinantes más importantes de la estructura de capital para contextos concretos, como es el caso de los mercados emergentes objeto de este estudio.

Los estudios más teóricos y más empíricos de la estructura de capital se enfocan en las corporaciones públicas. Solamente un número limitado de estudios en la estructura de capital se ha conducido en las pequeñas y medianas empresas (PyMES), y esta deficiencia es particularmente evidente en investigaciones en los factores que influyen en las decisiones de financiamiento de los dueños de empresas familiares.

En cuanto a la estructura de capital en los mercados emergentes muy poco se conoce acerca de las decisiones de financiamiento de las empresas en estos mercados. En particular, hay una necesidad de trabajos empíricos que identifiquen los patrones de financiamiento de las empresas de los países en vías de desarrollo, por ejemplo si las empresas construyen su estructura financiera a lo largo de las líneas tradicionales, y si es así, si están orientadas hacia los bancos o a las acciones de los mercados emergentes. Pudiera ser que las empresas en los países en vías de desarrollo estén creando una nueva estructura financiera que le convenga a su ambiente particular.

En muchas ocasiones los empresarios se quejan de la falta de recursos de financiación y de socios para adelantar los planes de expansión de sus empresas. Lo cierto es que aun en situaciones de alta liquidez en el mercado en presencia de proyectos e iniciativas aparentemente muy atractivos, muchos empresarios no acceden a recursos frescos. Esto se debe a que la forma en que sus empresas son manejadas y administradas (gobernadas) no genera suficiente confianza a los inversionistas. De ahí la importancia de mejorar el gobierno corporativo, es necesario organizar las empresas es decir definir quien participa en

ella y quién puede tomar decisiones en distintos aspectos de su funcionamiento. También se debe definir cómo se toman y ejecutan esas decisiones.

Dicho de otro modo, se entiende por gobierno corporativo de una empresa como el conjunto de prácticas, expresadas formalmente o no, que gobiernan las relaciones entre los participantes de una empresa, principalmente entre los que administran (la gerencia) y los que lo que invierten recursos en la misma (los dueños y los que prestan dinero en general).

La manera intuitiva en que usualmente son gestionadas las empresas familiares, avalada por la evidencia que muestra que la etapa fundacional es posiblemente la más dinámica y creativa, la disparadora de mecanismos de rechazo, del empresario fundador, al crecimiento material y conceptual que obliga a delegar el control en forma decidida y efectiva en gerentes profesionales que tomen decisiones con suficiente autonomía.

Y quizás este rechazo, a veces inconsciente y otras no, muy posiblemente el causante principal de tanta mortalidad y destrucción de riqueza en las empresas familiares.

Debido a estas limitaciones, y como una manera de contribuir a la deficiencia de la literatura en este campo y a la profesionalización de las Empresas Familiares es de interés realizar este estudio.

Interés práctico de la tesis

Las empresas familiares son comunes tanto no cotizadas, como corporaciones públicas alrededor del mundo (Shleifer and Vishny, 1986 para Fortune las 500 firmas, 149 de estas tienen familias en sus juntas directivas; La Porta et al 1999 en las 27 economías más ricas, 30% son controladas por familias o de manera individual; Claessen et al 2000 para el Este de Asia, sobre las dos terceras partes de las empresas son controladas por familias o individuos; Faccio y Lang, 2002 en 13 de los países de Europa del Este, el 44% de las empresas son controladas por familias). Las pequeñas y medianas empresas (PyMES)

familiares representan entre el 80% y 90% de las empresas y 50% del Producto Interno Bruto (PIB) en América Latina y el Caribe (<http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>) recuperado en fecha marzo 4, 2010.

Las empresas familiares son protagonistas fundamentales de la actividad económica y además, se constituyen en un factor de estabilidad del aparato productivo, por ser la mayoría de tamaño pequeño y mediano (PyMES), por lo que es interesante investigar cómo es su comportamiento financiero.

Debido a la relevancia de las Empresas Familiares por su incidencia en la actividad económica, interesa investigar su comportamiento financiero

Objeto y filosofía de la Investigación

Incidencia de las particularidades de las Empresas Familiares no cotizadas en República Dominicana en la decisión de cómo estructurar de manera óptima el capital, de qué manera las características de estas empresas como son la aversión al riesgo, los intereses de las diferentes generaciones, el involucramiento de los diferentes miembros de la familia en la gestión de la empresa con su comportamiento individual influyen en las decisiones de financiamiento, inversión, distribución de dividendos y expansión con la creación de nuevos negocios, cómo combinan el componente racional y el no racional al momento de tomar las decisiones financieras.

La filosofía de esta investigación es claramente positivista. El marco teórico fue desarrollado consultando varios autores que han investigado el tema del comportamiento financiero de las empresas familiares. Pero en el contexto de la República Dominicana fue preciso adaptar los conceptos a algunas particularidades. La principal fue ausencia de datos disponibles, la dificultad de obtener informaciones de las empresas, el nivel de desarrollo de estas empresas o el nivel de conocimiento de las técnicas y políticas financieras, así como la no existencia de ámbitos de gobierno corporativo con excepción de una sola empresa de las encuestadas. Es por esta razón que fue necesario utilizar estudios de caso,

como también los resultados obtenidos de la aplicación de cuestionarios a las empresas. Estas repuestas no fueron suficientes para hacer la validación de un modelo teórico, pero permite formular proposiciones para un modelo teórico adaptado al contexto de República Dominicana, debido a esto el enfoque utilizado fue el abductivo.

Problemática y objetivos de investigación

La primera parte de este estudio tiene como objetivo analizar las teorías sobre la estructura de capital, el financiamiento interno y externo, las políticas de dividendos y su incidencia en el comportamiento financiero de las empresas familiares, en la segunda parte la influencia del gobierno corporativo en el desempeño financiero a través de la teoría de la agencia, la profesionalización de las empresas familiares y el efecto de la orientación emprendedora en la creación de riqueza transgeneracional.

Se propone un acercamiento para entender las causas del comportamiento de las empresas familiares en el contexto de los mercados emergentes, con un enfoque en las decisiones sobre políticas de financiamiento, políticas de dividendo y formas de gobierno. Estas decisiones incluyen las inversiones de la empresa, estructura de la propiedad, específicamente en los factores que enmarcan estas decisiones incluyendo limitaciones o restricciones de la propiedad.

La teoría moderna sobre la estructura de capital comenzó con el célebre documento de Modigliani y Miller (1958), conocidos como MM. Ellos señalaron la dirección que tales teorías deben tomar demostrando bajo qué condiciones la estructura de capital es irrelevante. Muchos economistas han seguido la trayectoria que ellos trazaron. Pero como señala Myers (1984) “¿Cómo las firmas seleccionan su estructura de capital?” la respuesta es “nosotros no sabemos”, de igual forma Rajan y Zingales (1995) se cuestionan “¿Qué sabemos de la estructura de capital?”.

Desde esta perspectiva queda claro que se sabe muy poco sobre la estructura de capital. No sabemos cómo las firmas eligen endeudarse, capitalizarse o una combinación de estas

opciones que ellos emiten como parte de su política de financiamiento, que es el plan de acción de la empresa que se debe seguir siempre que se tome una decisión financiera. Se ha descubierto recientemente que los cambios de la estructura de capital sólo se les comunican a los inversionistas.

Hay poca si es que alguna investigación ha probado, de relación entre el apalancamiento financiero y los requerimientos de los retornos de los inversionistas como la teoría pura de MM predice. En general, se puede constatar que se tiene una inadecuada comprensión del comportamiento corporativo del financiamiento y de cómo ese comportamiento afecta los retornos de los valores (securities) (Myers 1984). Profundos estudios realizados en diferentes países evidencian la necesidad de apoyo teórico para observar las correlaciones que aún están pendientes de resolver (Rajan y Zingales 1995), mientras que Graham (1996) se cuestiona por qué no podemos mejorar el conocimiento empírico analizando las firmas apalancadas dado el amplio número de teorías disponibles. Shyam-Sunder y Myers (1999) argumentan que la solución a esta interrogante puede surgir o presentarse de un meticuloso estudio de los pronósticos asociadas con cada teoría, algo como una tentativa que simultáneamente reúna todas las teorías. Esto provee de motivación para este propósito de centrarse en un análisis empírico o un modelo representativo de la teoría del equilibrio (trade-off) y otro representativo de la teoría de la jerarquía (pecking order).

Una preocupación presente en la mayoría de las decisiones financieras es el efecto que la elección financiera de hoy pueda tener sobre las opciones futuras. Las decisiones que restringen las opciones de financiamiento futuros reducen la flexibilidad financiera. (Higgins, 2004 pp. 187).

El financiamiento en la empresa ha sido siempre una función esencial del funcionamiento de la misma, especialmente en momentos de transición o crisis. El rápido crecimiento de los negocios, el cambio de período de maduración de los productos, los momentos de crisis tecnológicas o de mercados son fenómenos en los que una buena Dirección Financiera puede ser la salvación.

En los últimos años el movimiento de concentración de empresas ha sido tan intenso que la sensación de crisis ha sido permanente en la mayoría de los sectores. La palabra crisis no significa en este contexto una situación especialmente negativa, sino de alerta continua en la que es preciso evaluar todas las posibilidades de nuevos productos, de alianzas y de integraciones con otras empresas.

El endeudamiento empresarial es una cuestión básica en las finanzas empresariales. Sin embargo, pese a que ha sido un continuo objeto de estudio desde la década de los cincuenta, sigue siendo un tema totalmente abierto. Hasta la fecha existen dos teorías principales: la de la Estructura Financiera Óptima o de Equilibrio (trade-off), y la de la Jerarquía Financiera (pecking order). Estas teorías son antagónicas, aunque diversos investigadores empiezan a señalar la necesidad de integrar ambas para poder explicar el endeudamiento empresarial.

La singularidad de las empresas familiares, además de condicionar su supervivencia, sucesión y órganos de gobierno, también puede influir sobre la estrategia financiera de las empresas. Las decisiones de financiamiento, inversión, reparto de dividendos y crecimiento empresarial se verán condicionadas en las empresas familiares por el interés que los propietarios puedan tener en mantener el control de la empresa, la aversión al riesgo que determina la concentración del patrimonio familiar en la compañía, así como también por el característico horizonte de largo plazo de las empresas familiares debido a la vocación de continuidad del negocio como legado para futuras generaciones, lo que lleva a considerar la empresa como fuente de riqueza que perdure en el tiempo.

Intereses de las diferentes generaciones

En el sistema familiar interactúan diferentes generaciones, durante la primera generación la cuestión financiera más dominante e importante es la subcapitalización, para la segunda generación el problema de financiamiento se materializa como un conflicto entre la reinversión de los beneficios en contra de los dividendos, la tercera generación no escapa a la cuestión del financiamiento. La diversidad de intereses se agudiza a medida que el grupo

de propiedad familiar se amplía y menos propietarios trabajan en la empresa, pasando a demandar el reparto de dividendos antes que el desarrollo de políticas de reinversión.

Los diferentes criterios que cada generación puede tener sobre el riesgo y el rendimiento influirán así en las opciones estratégicas y oportunidades de inversión que esté dispuestos a llevar a cabo (Carlock y Ward, 2003, pp. 172-174).

La estructura de capital

Usualmente en las empresas familiares las posibilidades de retención de beneficios disminuyen a medida que se incorporan las sucesivas generaciones, pues los objetivos de los propietarios serán menos homogéneos, a partir de la tercera generación, aumentará sus demandas de reparto de dividendos, reduciendo la capacidad de autofinanciamiento de la empresa y por tanto de crecimiento, si no acude a otras alternativas de financiamiento. Además, la tercera generación y siguientes no han vivido tan de cerca el esfuerzo de los fundadores por desarrollar y consolidar la empresa, lo que influye en sus demandas de dividendos frente a la reinversión de los beneficios.

La aversión al riesgo

El objetivo de mantener el control de la empresa, junto a la aversión al riesgo puede predominar en la empresa familiar, así como puede determinar una preferencia de los accionistas de estas empresas por formas de financiamiento internas, evitando tanto la entrada de nuevos socios a la empresa, como aumentos del endeudamiento. Estos elementos limitarán los recursos financieros y por lo tanto la capacidad de crecimiento. La aversión al riesgo también podrá provocar la renuncia a proyectos arriesgados a favor de otros más seguros, aunque aporten menos valor (Sauner-Leroy, 2004).

En general, a medida que los accionistas maduran, se vuelven más conservadores, menos arriesgados, considerando un objetivo importante la planificación de su jubilación y que

ésta les aporte seguridad financiera, mientras que la generación sucesora tiene más interés en el crecimiento y modernización de la empresa.

La literatura sobre empresas familiares ha reconocido la importancia de los aspectos del comportamiento y de los objetivos no financieros. Ward (1997) señala que puntos como la independencia y la supervivencia de la firma son los objetivos de negocio predominantes para la mayor parte de los emprendedores. Por lo tanto puede esperarse que estas preferencias tengan una influencia decisiva sobre la opción en proyectos de inversión dependiendo del modo que sea financiado. En particular se espera que los proyectos de inversión sean favorecidos, procurando mantener la independencia de este tipo de firma. Zahra (2005) encuentra que la propiedad de familia y la influencia de familia tienen un impacto positivo sobre la propensión al riesgo, mientras que esta propensión disminuye con la edad del emprendedor.

La política de dividendos

Los inversionistas minoritarios bajo un entorno legal débil sin políticas de financiamiento y de dividendos definidas como es el caso de los países emergentes prefieren “pájaro en mano” a diferencia de arriesgar a no conseguir ningún retorno en absoluto. La política de dividendos es en particular relevante para empresas en la segunda generación, la etapa de sociedad de hermanos. En esta fase, una preocupación primaria trata sobre la necesidad de proporcionar a hermanos no empleados en el negocio de la familia con un ingreso para su sustento o el capital semilla para sus propias empresas. Típicamente esto pone presión adicional sobre el capital de la firma.

Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa para la continuidad de los desembolsos en accionistas miembros de la familia que no son empleados. Si el desempeño de la firma se deteriora y los dividendos tienen que ser cortados, es casi seguro que surgirán los conflictos. La política de dividendos a menudo ignora las preferencias de liquidez de accionistas individuales. Fuerzan a los accionistas de familia que no desearon la

extra-liquidez renunciar a oportunidades de reinversión potencialmente rentables dentro de la firma.

La participación

Las empresas familiares tienden a tener accionistas controladores, quienes en la mayor parte de los casos son un individuo o familia, normalmente el fundador de la empresa o sus descendientes. Estos accionistas controladores están colocados idealmente para supervisar a la dirección, y de hecho, la alta dirección es normalmente parte de la familia controladora. Una de las variables claves que permiten alinear los intereses de los accionistas y la dirección es la participación de los miembros del equipo directivo o del consejo de administración en el capital social de la empresa.

La propiedad

El hecho que aspectos del comportamiento están en juego en este tipo de firma es también visible en la reducida buena disposición de empresas familiares por separarse de actividades que pudieran tener un mal resultado (Sharma y Manikutty, 2005).

En este tipo de empresa existen dos organizaciones paralelas: la familia, que representa el componente no racional, y la empresa, que representa el componente racional. Cuando ambos componentes se enfrentan, es muy probable que la racionalidad empresarial se vea limitada por la confusión de los intereses familiares con los de la empresa, de manera que, en muchas ocasiones, las decisiones de los propietarios se guíen más por los sentimientos que por la propia lógica.

La profesionalización

Las empresas familiares por tener un espíritu emprendedor se enfrentan con la naturaleza quebrantadora de crecimiento explosivo, las firmas de director-propietario necesitan una

transición a la dirección profesional. El cambio debe implicar la toma de decisiones descentralizadas y un equipo directivo bien desarrollado. Varias acciones pueden ayudar a la transición de las firmas emprendedoras satisfactoriamente a empresas profesionalmente manejadas.

En particular, Kahneman y Tversky (1991) encuentran que los resultados de perspectivas riesgosas son evaluados usando una función de valor que es común en la mayoría de los individuos. Esta función de valor es caracterizada por dos tipos de especificidades. Primero, los individuos tienden a tomar decisiones dependiendo de un punto de referencia (Myagkov y Plott, 1998). Segundo, la gente tiende a ser reacia a la pérdida y exhibe la dotación de bienes valiosos, queriendo decir que la pérdida de utilidad dejada por un bien es mayor que el beneficio de utilidad asociado con el encubrimiento de ello (Kahneman et al., 1990).

Con este estudio se pretende probar si el comportamiento individual como describe por Kahneman y Tversky (1991) está en el juego cuando los dueños de las empresas familiares toman decisiones de financiación y el impacto de estas sobre la estructura de capital de sus firmas.

No solamente los modelos financieros presentan serias limitaciones al entrelazarse con las complejidades del comportamiento humano, sino que los mismos han sido elaborados teniendo en cuenta mayormente las realidades de los mercados más avanzados. Esto representa una importante limitación adicional a la hora de buscar más utilidad a la teoría financiera en ambientes tan disímiles como los del mundo en desarrollo.

Se intenta dar una revisión exhaustiva sobre el comportamiento financiero en los mercados emergentes, específicamente en la República Dominicana.

Plan de Tesis

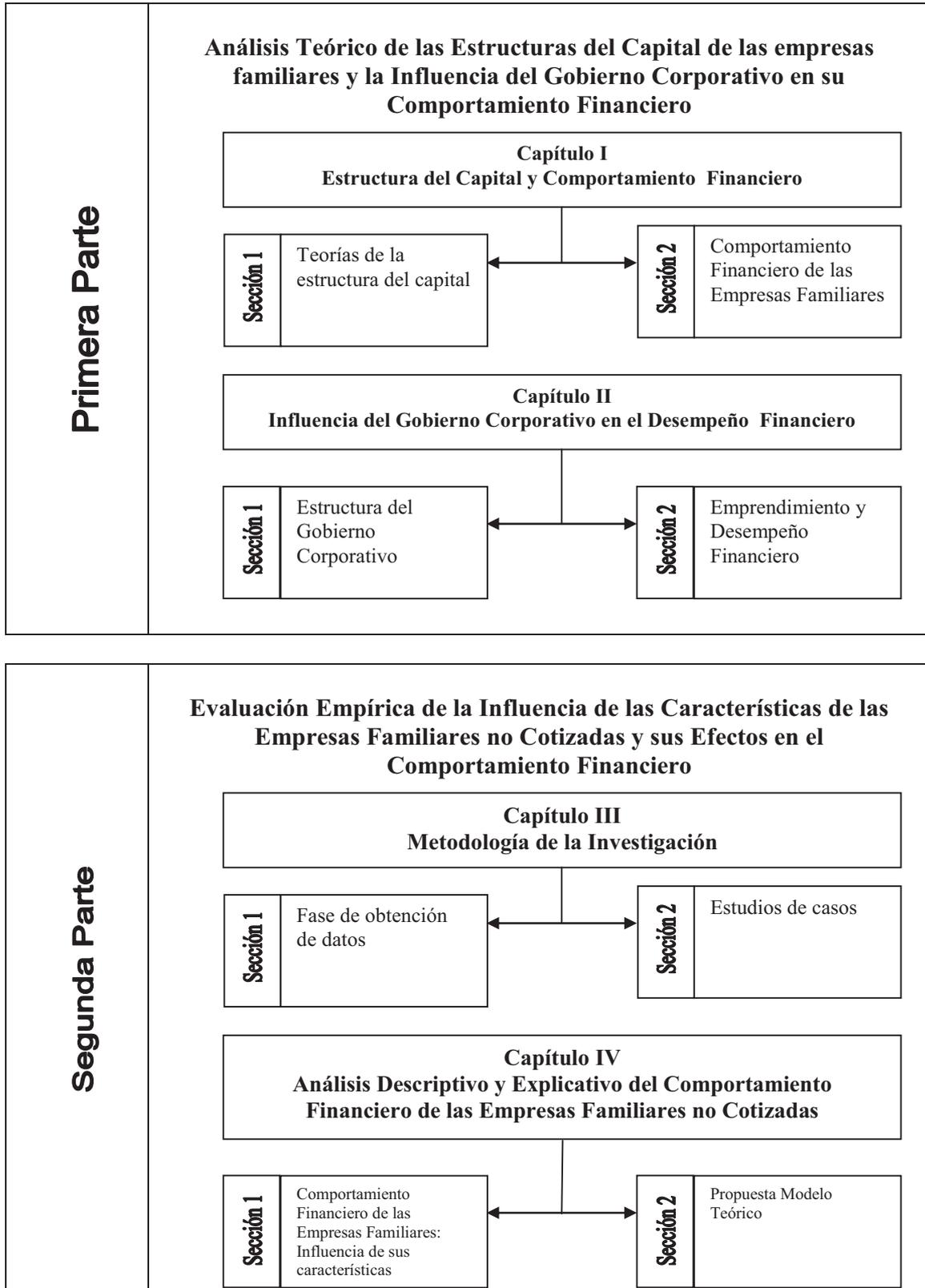
La exposición de la tesis está organizada en dos partes: la primera está dedicada al desarrollo de un modelo teórico que explica el comportamiento financiero de las empresas familiares. En el primer capítulo se plasman las teorías sobre la estructura de capital, el financiamiento interno y externo y las políticas de dividendos. El segundo capítulo se construye y desarrollan los elementos relativos al impacto que tiene la propiedad familiar en la gestión y la importancia de la profesionalización en las empresas familiares.

La segunda parte de la tesis servirá para probar la contribución de las proposiciones teóricas resultantes de la fase precedente. Se compone de un primer capítulo esencialmente metodológico y operativo. En el último capítulo se presentan los análisis de la problemática de la tesis a la luz de los datos obtenidos de las empresas participantes recolectados por medio de cuestionarios estructurados y estudios de casos.

Finalmente se presenta el modelo teórico propuesto, construido con los datos obtenidos en la investigación.

El plan de tesis está representado en la Gráfica No. 1

Gráfica No. 1 Plan de Tesis



PRIMERA PARTE:

**ANALISIS TEORICO DE LAS TEORIAS DE LA ESTRUCTURA DE
CAPITAL Y LA INFLUENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN
SU COMPORTAMIENTO FINANCIERO**

El objetivo de esta parte es de proponer un modelo que sintetiza la situación actual del estado del arte en la teoría óptima de estructura de capital con la finalidad de esclarecer su relación con las decisiones de financiamiento que toman los directivos financieros. Se analizaron en la primera sección dos modelos ofrecidos por la literatura financiera por las que pueden optar los directivos financieros al momento de conformar su estructura de capital estas son la Teoría del Equilibrio (*Trade-off*) y la Teoría de la Jerarquía (*Pecking Order*). Estas teorías son actualmente objeto de amplio debate en la literatura financiera. En la segunda sección se movilizaron las teorías relativas a las políticas de financiamiento y las políticas de dividendo. Se puso énfasis en los factores determinantes que inciden en las decisiones de la conformación de la estructura de capital y las diferentes opciones de financiamiento por las que pueden optar los directivos financieros al momento de diseñar sus políticas de financiamiento y sus políticas de dividendo.

El segundo capítulo trata de la influencia del gobierno corporativo en el desempeño financiero para estructurarlo se tomaron en cuenta las teorías relativas a la propiedad, la profesionalización y la orientación emprendedora.

Capítulo 1: Estructura de Capital y Comportamiento Financiero

Varios estudios han sido realizados para determinar cómo las firmas determinan la estructura de la propiedad, especialmente la participación del accionariado, y cómo se puede afectar el desempeño financiero por la mitigación de los conflictos de agencia entre los administradores y los accionistas. Resultados empíricos sugieren que la organización de la estructura de la propiedad puede tener un impacto en el desempeño corporativo. Sin embargo pocos estudios han buscado la relación entre la estructura de la propiedad y la estructura del capital fuera de los Estados Unidos y el Reino Unido. En particular, hay pocos académicos que han trabajado sobre la influencia de los accionistas familiares sobre las decisiones de financiamiento (Gallo y Vilaseca, 1996; Poutziouris y Sihar, 2001; Romano et al., 2000).

La investigación científica sugiere que hay un rango óptimo de estructura de capital. Aunque no es posible proporcionar a los administradores financieros una metodología específica para determinar la estructura de capital óptima de una empresa. No obstante, la teoría financiera facilita la comprensión de la manera en que la combinación de financiamiento elegida de una empresa afecta el valor de la misma. (Gitman 2003, pp. 438).

A lo largo de los años, los investigadores han elaborado numerosas teorías para explicar lo que deberían ser las estructuras de capital de las empresas y la razón por la que éstas presentan diferentes combinaciones. La teoría moderna de la estructura de capital apareció en 1958, cuando los profesores Franco Modigliani y Merton Miller (a quienes en lo sucesivo se les denominará como MM) publicaron lo que ha sido considerado por muchas personas como el artículo más influyente sobre finanzas jamás escrito. MM demostraron, bajo un conjunto de supuestos muy restrictivos, e incluyendo el supuesto de que no existen impuestos sobre ingresos personales, costos de corretaje o agencia, ni costos de quiebra, que debido a las deducciones de los intereses sobre las deudas corporativas, el valor de una empresa aumenta continuamente a medida que se utilizan más deudas, por lo cual el mismo será maximizado por el financiamiento si se realiza casi en su totalidad con deudas.

Bradley, Jarrell y Kim (1984) incluyen otros supuestos, tales como: los inversionistas son neutrales al riesgo; los inversionistas hacen frente a una imposición fiscal progresiva en los retornos de bonos mientras que la firma hace frente a una imposición fiscal marginal estatutaria constante; los impuestos corporativos y personales se basan en los resultados del final del período, etc. Consecuentemente, los pagos de la deuda (interés y principal) son completamente deducibles al calcular la contribución de la firma al final del período y son completamente imponibles en el nivel de la obligación individual; los retornos del capital (dividendos y ganancias de capital) son gravables a una tasa constante. Robichek y Myers (1965, p. 20) y Hirshleifer (1970, p. 264) ambos citados por Kim (1978) sugieren que los costos de quiebra pueden representar el mayor elemento omitido y que la incorporación de estos costos sin la base colocada por MM puede soportar el concepto de una estructura óptima de capital. Los resultados de MM tienen tal poder intelectual que sus efectos directos han estado a veces mal llevados por los economistas (Stiglitz 1988).

MM probaron que la elección entre deuda y financiamiento por la emisión de acciones no tenía efectos materiales en el valor de la firma o sobre los costos de disponibilidad de capital. Ellos asumieron mercados de capitales perfectos sin fricciones, en los cuales la innovación financiera podría rápidamente extinguir cualquier desviación de sus pronósticos de equilibrio (Myers 2001).

Esta teoría ha sido criticada primeramente porque asume mercados perfectos, y un comportamiento económico racional. El modelo asume que la maximización de los beneficios es solamente un objetivo para la firma (Changati, De Carolis y Deeds 1995). Sin embargo, los directivos tienen otras metas para sus negocios, como por ejemplo crecimiento (Grabowski y Mueller, 1972). Debido a estas limitaciones la teoría financiera moderna ha sido incapaz de determinar los factores que afectan las decisiones sobre estructura de capital en empresas grandes y públicas (Barton y Gordon, 1987; Myers, 1984).

El factor clave que soporta la proposición de MM es que los costos de los acreedores son muy pequeños con relación al valor de mercado de la firma (Myers 2001). Debido a que varios de los supuestos esbozados por MM fueron, y son obviamente irreales, esta postura fue sólo el inicio de la investigación acerca de la estructura de capital. Los investigadores subsecuentes, y los mismos MM, han ampliado la teoría básicamente mediante la flexibilización de los supuestos. Otros investigadores han tratado de probar los diversos modelos teóricos con datos reales para apreciar en forma exacta la manera como los precios de las acciones y los costos de capital se ven afectados por la estructura de capital. Se han añadido resultados tanto teóricos como empíricos a la comprensión de la estructura de capital; pero ninguno de ellos ha producido resultados que puedan usarse para identificar en forma precisa la estructura de capital óptima de una empresa.

MM suponían que los inversionistas contaban con las mismas informaciones que los administradores acerca de los prospectos de una empresa, lo cual recibe el nombre de **información simétrica** porque tanto aquellos que se encuentran en el interior de la empresa, administradores y empleados (*insiders*) como los que pertenecen a ella, inversionistas (*outsiders*) tienen información idéntica. Sin embargo, se sabe que, por lo general, los administradores tienen mejor información acerca de sus empresas que los inversionistas externos. Esta circunstancia que se conoce como **información asimétrica**, tiene efectos de gran importancia sobre las decisiones de utilizar deudas o capital contable para financiar los proyectos de capital. (Besley y Brigham 2001).

Miller (1977) trata de dar un descanso en el futuro a las asunciones de MM introduciendo en el modelo los impuestos personales en adición a los impuestos corporativos, mientras el todavía asume que todas las firmas tienen idéntica tasa impositiva. De Angelo y Masulis (1980) y Kim (1978) extendieron el trabajo de Miller del 1977 con el reconocimiento de la existencia de tasas impositivas diferentes entre las diferentes firmas y su impacto en el escudo fiscal.

Las teorías de la estructura de capital sugieren cómo algunos de los factores determinantes pueden ser correlacionados con el apalancamiento. Si una gran fracción de los activos de la firma son tangibles, entonces esos activos deben servir como colateral, disminuyendo el riesgo de los acreedores (Harris y Raviv 1991). Compañías altamente apalancadas son más propensas a renunciar a oportunidades de inversión beneficiosas (Myers 1977). Sin embargo, firmas con altas expectativas de crecimiento en el futuro debería utilizar una gran cantidad de financiamiento.

Un factor que puede explicar una política de bajos niveles de endeudamiento es la posibilidad de que las empresas sufran de un problema de restricciones financieras, que viene dado por el racionamiento del crédito por parte de los aportantes de recursos ajenos. Estas restricciones financieras son impuestas por los acreedores cuando hay problemas potenciales de selección adversa y de riesgo moral, y aparecen cuando hay un problema grave de información asimétrica entre accionistas y acreedores (Stiglitz y Weiss 1981). Como consecuencia del racionamiento del crédito, la empresa financiará su crecimiento con recursos propios, disminuyendo de este modo el endeudamiento empresarial. Además, esa limitación de recursos puede provocar que la empresa tenga que renunciar a efectuar inversiones rentables, planteando un problema de infrainversión.

Existen otros factores que también pueden influir en que la empresa huya de elevados niveles de endeudamiento y que, a su vez, podrían plantear problemas de infrainversión. Así el problema de sustitución de activos plantea que los accionistas tienden a acometer proyectos excesivamente arriesgados cuando el endeudamiento empresarial es alto, incluso cuando el valor actual neto del proyecto es negativo (Jensen y Meckling, 1976). Por otro lado, cabe la posibilidad de que la empresa renuncie a inversiones rentables ya que, ante elevados endeudamientos, la deuda en si misma absorbe la mayor parte de los beneficios de los proyectos (Myers, 1977).

Este problema de racionamiento de crédito se ve atenuado por el tamaño de la empresa, ya que las empresas grandes producen más información contable y financiera para los acreedores e inversores en general y además, su monitorización supone menores costos

(Fama 1985). Además, es más probable que las empresas grandes estén más diversificadas, reduciendo su riesgo, motivo por el que el tamaño suele ser considerado como una relación inversa de la probabilidad de bancarrota (Warner, 1977; Pettit y Singer, 1985; Rajan y Zingales, 1995). Este menor riesgo será percibido por los acreedores, atenuando las restricciones financieras.

Las teorías óptimas de estructura de capital difieren en su relativo énfasis o en la interpretación de sus factores determinantes. La teoría del equilibrio (trade-off) se enfatiza en los impuestos, la teoría de de la jerarquía (pecking order) se enfatiza en las diferencias de la información, a continuación se revisan estas teorías.

Sección 1: Teorías de la Estructura de Capital

Las teorías sobre la estructura de capital se cuentan entre las más elegantes y complejas del campo de las finanzas, los economistas financieros han contribuido mucho en esta área. Sin embargo, las aplicaciones prácticas de las teorías están lejos de ser satisfactorias. En comparación, las prescripciones para la estructura de capital tanto con el modelo de equilibrio o intercambio (Trade-Off), como con la teoría de orden jerárquico (Pecking Order) resultan vagas. No existe una fórmula exacta para evaluar la razón óptima de deuda a capital. Vale la pena considerar las siguientes regularidades empíricas al momento de formular una política de estructura de capital: (Ross, Westerfield, Jaffe 2005).

- a) La mayoría de las corporaciones tienen razones bajas de deudas a activos.
- b) Hay empresas que no utilizan deudas.
- c) Las estructuras de capital de industrias diferentes también difieren entre sí.
- d) La mayoría de las corporaciones emplean razones de deuda a capital como su objetivo.

1.1 La Teoría del Equilibrio (Trade-off theory)

Esta teoría fue primeramente elaborada por Leland y Pyles (1977) quienes establecieron una conexión estadística entre la estructura financiera y el portafolio de acciones del accionista, constituyendo esto una señal para el mercado, Ross (1977) profundiza este problema y afirma que la estructura financiera dada a una empresa por sus directivos es una señal emitida por ellos para caracterizar su tipo de empresa.

Leland (1994) concluyó que la estructura óptima de capital debe ser independiente del valor de la firma o de sus beneficios, (Sarkar y Zapatero 2003) reexaminaron la teoría del equilibrio de la estructura de capital después de incorporar la estrategia en la que los precios de las acciones vuelven a su valor medio o promedio (*mean reversion*) en el proceso de beneficios corporativos.

Inicialmente, esta teoría fue restringida a un pequeño número de factores relevantes, más notablemente a las ventajas impositivas de la deuda versus los costos de bancarota, pero con el tiempo fue extendida e incluyó otros, como por ejemplo los beneficios del gobierno corporativo en reducir la sobreinversión versus sus incentivos para llamar la atención en su excesivo riesgo tomando y apostando para resucitar.

Esta teoría del equilibrio de la estructura de capital reconoce que las proporciones de endeudamiento objetivos pueden variar entre empresas. Aquellas con activos tangibles, seguros y con gran cantidad de ingresos gravables que proteger deben tener un objetivo de nivel elevado; mientras que las que posean activos arriesgados e intangibles deben basarse principalmente en financiamiento propio (Brealey y Myers 1999, pp. 357) y gradualmente se mueve hacia ese objetivo, de muchas formas la firma ajusta sus dividendos para moverse hacia ese objetivo que es la razón dividendo ganancia (Myers 1984).

¿Puede la teoría del equilibrio de la estructura de capital explicar cómo se comportan las empresas en realidad?

Esta teoría explica con éxito muchas diferencias en la estructura de capital entre sectores. La teoría del equilibrio también enseña que las empresas que se encuentran con un nivel de endeudamiento muy elevado, demasiado para ser amortizado en un par de años, deben emitir acciones, restringir los dividendos, o liquidar activos para captar efectivo que le permita reequilibrar la estructura de capital, pero hay algunas cosas que esta teoría no puede explicar. Por ejemplo, por qué algunas de las empresas con más éxito lo consiguen con poca deuda renunciando a valiosos ahorros fiscales por intereses. (Brealey y Myers 1999, pp. 357).

Bajo la teoría del equilibrio, altos beneficios deben significar más capacidad de endeudamiento y más impuestos de sociedades a eludir y debe llevar a cabo un nivel de endeudamiento más elevado.

La teoría del trade-off justifica un nivel de endeudamiento moderado. Dice que la firma toma prestado hasta el punto donde el valor marginal del escudo fiscal en endeudamiento adicional se compensa justamente por el incremento en el valor presente de posibles costos de señalamiento financiero (*financial distress*). Estos costos de bancarrota o reorganización y también los costos de agencia se incrementan cuando la capacidad crediticia está en duda. Estos costos pueden arrastrar hacia abajo el valor de mercado de la firma (Myers 2001).

Esta teoría de estructura óptima de capital ha apelado a un fuerte sentido común, racionaliza un moderado nivel de endeudamiento y es consistente con ciertos factores determinantes obvios, por ejemplo las firmas con relativa seguridad, con activos tangibles tienden a tomar más préstamos que las compañías más riesgosas con activos intangibles (Myers 2001).

La teoría del trade-off señala que cada empresa tiene una estructura financiera óptima a la que se llega por la compensación de una serie de ventajas (fiscales básicamente) e inconvenientes de la deuda, principalmente impuestos societarios y personales y costos de dificultades financieras (costos de quiebra y agencia). Dentro de esta teoría ya se ha sugerido la existencia potencial de relaciones no lineales, por ejemplo, en los altos costos que soportan las empresas muy endeudadas cuando suscriben nuevos préstamos (DeAngelo y Masulis, 1980; Castanias, 1983; Gilson, 1997; Peyer y Shivdasani, 2001). Esta nueva deuda incrementa el valor esperado de los costos de reestructurar la deuda.

En relación a la teoría del equilibrio, Bradley et al. (1984) totalizan algunas de las evidencias que soportan una estructura óptima de capital. Sin embargo, usando un factor analítico de acercamiento, Titman y Wessels (1988) encuentran pequeñas evidencias de factores como escudo fiscal y la volatilidad de los beneficios pronosticados por la teoría del equilibrio que actualmente influyen en la estructura de capital de la firma. Y Wurgler (2002) registra que, contrario a la teoría del equilibrio, las fluctuaciones en el valor de mercado de la firma tienen un gran impacto que trasciende a su estructura de capital. Welch (2002) encuentra que las proporciones de apalancamiento responden mecánicamente a los rendimientos de los propietarios de la firma. Ellos muestran mucho de inercia y pequeñas tendencias de rendimientos a los niveles esperados.

La teoría del equilibrio presenta algunas limitantes como son:

a) Se observa que la deuda necesariamente no tiene que ser identificada como deuda óptima, puesto que esto implica ignorar las dificultades que sufre la firma cuando ajusta su estructura de capital (Myers 1977).

b) Estudios empíricos son incapaces de explicar la naturaleza dinámica del capital de la firma, es decir, realmente no examina si la firma endeudada muestra una reversión hacia un objetivo óptimo dado, y cómo rápidamente esa reversión ocurre.

A pesar de que la teoría del equilibrio ha dominado los círculos de las finanzas corporativas por largo tiempo, la teoría del orden jerárquico también ha atraído la atención. Para

comprender esta visión del mundo hay que ponerse en lugar del funcionario de finanzas corporativas cuya empresa necesita capital nuevo. Este funcionario enfrenta la encrucijada de emitir deuda o emitir capital. (Ross, Westerfield, Jaffe 2005, pp.460). Ahora el enfoque es a las decisiones de estructuras de capital desde un punto de vista diferente, la teoría de la jerarquía (pecking order) de Myers y Majluf (1984) y Myers (1984), teoría alternativa desarrollada como modelo de decisión.

1.2. Teoría de la Jerarquía (Pecking Order Theory)

La teoría de la jerarquía de la estructura de capital está en medio de las teorías más influyentes del nivel de endeudamiento corporativo. De acuerdo a Myers (1984), las firmas financian sus actividades con ganancias retenidas cuando es factible. Si las ganancias retenidas son inadecuadas, entonces la deuda es usada. Sólo en casos extremos las firmas usarían financiarse con nueva emisión de capital.

1.2.1 Principios y Implicaciones de la Teoría de la Jerarquía (Pecking Order)

Myers y Majluf (1984) analizaron una firma con propiedades en las que se ha invertido y con una oportunidad de crecimiento requiriendo financiamiento adicional. Ellos asumieron mercados financieros perfectos, excepto si los inversionistas no sabían el valor real de sus activos existentes o de una nueva oportunidad. Además asumieron que los directivos actúan de acuerdo a los intereses de los accionistas y rechazan la emisión de acciones subvaluadas a menos que la transferencia de los viejos a los nuevos accionistas sea más compensada por el valor presente neto de la oportunidad de crecimiento.

La teoría de la clasificación jerárquica comienza con información asimétrica, un término figurado que indica que los directivos (*insiders*) saben más acerca de las expectativas, riesgos y valores que los inversionistas externos (*outsiders*).

La información asimétrica afecta a la elección entre financiamiento interno y externo y entre las nuevas emisiones de deuda y capital. Esto lleva a una clasificación jerárquica, en la que inversión se financia en primer lugar con fondos internos, principalmente beneficios retenidos; luego mediante nuevas emisiones de deuda y finalmente con emisiones de capital propio. Las nuevas emisiones de capital propio son un último recurso cuando la empresa se queda sin capacidad de endeudamiento. Las emisiones de capital son más difíciles en países con mercados de capitales no tan bien desarrollados.

La teoría de la jerarquía financiera también permite explicar la política conservadora de algunas empresas. Esta teoría, primeramente descrita por Donaldson (1961), plantea que las empresas siguen una jerarquía de preferencias a la hora de financiar sus inversiones. En la teoría de la jerarquía financiera pura, la firma no tiene bien definido su objetivo de endeudamiento (Myers 1984). En consecuencia, las empresas que sean capaces de financiar su crecimiento mediante los recursos generados internamente disminuirán sus proporciones de endeudamiento y, potencialmente, son candidatas a ser clasificadas como empresas conservadoras.

Para justificar esta actuación, Myers y Majluf (1984) plantean un modelo basado en la existencia de asimetría informativa y en el que la dirección actúa defendiendo los intereses de los accionistas. Si la empresa dispone de suficientes fondos generados internamente, llevará a cabo todos aquellos proyectos de inversión cuyo valor actual neto sea positivo. En ese caso se estaría viendo reducido el nivel de endeudamiento empresarial. Sólo si la empresa requiere de nuevas aportaciones de fondos, la empresa recurriría a financiamiento externo.

En un principio, se intentó justificar la ordenación de las fuentes de financiamientos que propone la Teoría de la Jerarquía en las grandes empresas cotizadas, basándose para ello en las asimetrías informativas entre directivos y el resto de los inversionistas. No obstante diversos aportes posteriores han intentado explicar esta teoría con argumentos válidos para pequeñas y medianas empresas no cotizadas. El principal argumento en este caso es que las PyMES tienen más dificultad de acceder al mercado de capitales. Por tanto, su principal

fuerza de financiamiento es la autofinanciación y, en caso de que esta fuera insuficiente recurren al financiamiento bancario.

Watson y Wilson (2002) contrastan algunas de las implicaciones de la teoría de la jerarquía en pequeñas y medianas empresas británicas. Observaron que estas compañías financian su crecimiento principalmente con beneficios retenidos. En el caso de tener que recurrir a financiación externa, emplean en mayor medida deuda, quedando las ampliaciones de capital en último lugar. También observaron que este orden se cumple especialmente en las empresas caracterizadas por la concentración accionaria, en las que hay poca o nula separación entre los accionistas y directivos. Por tanto llegaron a la conclusión de que las pequeñas y medianas empresas financian su crecimiento siguiendo el orden descrito por la Teoría de la Jerarquía Financiera (pecking order).

Hay varias implicaciones asociadas con la teoría del orden jerárquico que contradicen la teoría del equilibrio o del intercambio: (Ross, Westerfield, Jaffe 2005, pp. 462).

1. *No hay un nivel ideal de apalancamiento.* Según el modelo de equilibrio o intercambio, cada empresa equilibra las ventajas de la deuda, tales como la protección fiscal, con los costos de la deuda, como son los costos de quiebra. El nivel óptimo de apalancamiento se alcanza cuando las ventajas marginales de la deuda igualan el costo marginal de la deuda. En contraste, la teoría del orden jerárquico no implica un nivel ideal de apalancamiento. En su lugar cada empresa elige su razón de apalancamiento con base en sus necesidades financieras.
2. *Las empresas rentables usan menos deuda.* Las empresas rentables generan efectivo de manera interna, lo que implica una menor necesidad de financiamiento externo. Como las empresas que buscan capital externo recurren en primer lugar a la deuda, las empresas rentables dependen menos del endeudamiento. El modelo del equilibrio (*trade-off*) no contiene esta implicación. El mayor flujo de efectivo de las empresas más rentables genera una mayor capacidad de endeudamiento. Estas empresas harán uso de su capacidad de endeudamiento para aprovechar la protección fiscal y los demás

beneficios del apalancamiento. Dos ensayos recientes muestran que, en el mundo real, las empresas más rentables son las menos apalancadas, (Shyam-Sunder y Myers, 1999) y (Fama y French, 2002), lo cual es consistente con la teoría del orden jerárquico. Sin embargo, Hovakimian, Opler y Titman, (2001) señalan que, mientras que los aspectos del orden jerárquico afectan los niveles de endeudamiento de la empresa en el corto plazo, las empresas tienden a buscar razones ideales de deuda en una forma que resulta congruente con el modelo del equilibrio.

3. *A las empresas les gusta la holgura financiera.* La teoría del orden jerárquico se basa en las dificultades para obtener financiamiento a bajo costo. Si los administradores intentan emitir más acciones, el público inversionista escéptico piensa que es porque están sobrevaluadas, lo que provoca una caída en el precio de las acciones.

La holgura financiera es valiosa, tener holgura financiera significa tener liquidez, títulos negociables en el mercado, activos reales de fácil venta y rápido acceso a los mercados de deuda o al financiamiento bancario. El acceso rápido básicamente requiere financiamiento conservador o moderado, de tal forma que los potenciales prestamistas vean la deuda de la empresa como una inversión segura. (Brealey y Myers 1999, pp. 361).

La clasificación jerárquica explica por qué las firmas más rentables generalmente se endeudan menos, no porque tengan objetivos de proporciones de endeudamiento bajos, sino porque no necesitan dinero externo. Las empresas menos rentables emiten deuda porque no tienen suficientes fondos internos para su programa de inversiones de capital, y porque el financiamiento mediante deuda es la primera en la clasificación jerárquica de sus formas de financiamiento externas (Myers 2001).

Esta teoría explica la relación inversa dentro de cada sector entre rentabilidad y apalancamiento financiero. La clasificación jerárquica parece predecir cambios en muchas proporciones de endeudamiento de empresas maduras. Las proporciones de endeudamiento de estas empresas aumentan cuando las empresas tienen déficit financiero, disminuyendo cuando tienen superávit. Si la información asimétrica provoca grandes

emisiones de capital propio o por recompra, ese comportamiento es casi inevitable. (Brealey y Myers 1999, pp.361).

La teoría de la Jerarquía Financiera, también implica una relación de no linealidad en cuanto al uso de la deuda. Esta teoría plantea que las empresas siguen una jerarquía de preferencias a la hora de financiar sus inversiones. Esta jerarquía consiste básicamente en que las empresas optan preferentemente por el financiamiento interno, es decir, beneficios retenidos y amortización y, en caso de recurrir al financiamiento externo, optarían, en primer lugar, por financiarse mediante deuda, posteriormente recurrirían a obligaciones convertibles y, en último lugar, acciones (Myers y Majluf, 1984).

Como señalan Chirinko y Singha (2000) este comportamiento financiero implica no linealidad en cuanto a su influencia sobre la estructura de capital. Las empresas sólo recurrirán a deuda cuando tengan un déficit financiero o necesidad de fondos externos, y por lo tanto, las variables que forman parte de ese déficit financiero o necesidad de fondos externos aumente, estas empresas utilizarán sólo deuda, hasta que se agote la capacidad de ésta y las empresas recurran a emisiones de capital.

Myers (2001) habla de las diferentes teorías sobre estructura de capital y dice que la estructura de capital no es irrelevante por causa de los impuestos, los costos de dificultades financieras, los costos de agencia y las diferencias de información. Myers argumenta que las diferentes teorías sobre endeudamiento enfatizan cada uno ciertos costos y beneficios de las estrategias financieras alternativas y dado que las teorías no son generales, probarlas para un grupo amplio y heterogéneo de empresas puede ser poco informativo. Se pueden encontrar resultados estadísticos consistentes con cada teoría porque cada una sirve o funciona para una submuestra determinada. Por ello concluye que lo más útil para probar una proposiciones es distinguir entre submuestras.

En este sentido, Lemmon y Zender (2002) utilizan el concepto de límite de endeudamiento y encuentran que cuando dividen la muestra en submuestras de endeudamiento y crecimiento de los comportamientos financieros, son diferentes. También Sánchez-Vidal y

Martín-Ugedo (2004^a) dividen la muestra de su estudio en submuestras de empresas poco y muy endeudadas y encuentran que las empresas tienden hacia niveles moderados de deuda, lo que implica para las más endeudadas seguir el comportamiento descrito por la teoría de la jerarquía financiera.

Lemmon y Zender (2002) estudian conjuntamente la generación de beneficios y la necesidad de fondos externos, muy marcadas por las inversiones que realiza la empresa. Encuentran que incluso las empresas con endeudamientos por debajo de la media del sector usan los beneficios para reducir su apalancamiento año tras año. También observan que, independientemente del endeudamiento del que partan, la principal fuente de financiamiento, la constituyen los beneficios retenidos, con los que las empresas acumulan capacidad de endeudamiento cuando los beneficios son mayores que las necesidades para financiar el crecimiento de sus activos.

1.2.2 Limitaciones de la Teoría de la Jerarquía

Críticas a la teoría de la jerarquía (pecking order) incluyen su inhabilidad para explicar cómo los impuestos, los costos de quiebra, los costos de emisión de valores (*securities*), así como otros factores tales como las oportunidades de inversión de la firma tienen su impacto en las opciones de capital. Esta teoría también ignora los problemas de la agencia los cuales son creados por los conflictos de intereses sostenidos por varios demandantes del valor de la firma. Por lo tanto, aunque de una manera intuitiva apela por su simplicidad en explicar lo racional del apalancamiento cambiando tanto en predecir las prioridades con las cuales una firma selecciona sus medios de financiamiento. La teoría de la jerarquía todavía sufre de una carencia de una justificación racional obligada, resultando en una limitación de su aceptación entre la academia financiera (Baskin, 1989).

Algunos autores han argumentado que la teoría de la jerarquía de Myers-Majluf no es una condición necesaria y suficiente para aplicarla. Fulghieri y Larkin (2000), citado por Myers y Sussman, 2002, han notado que en un escenario en el cual ocurre producción de información, las firmas pueden escoger emitir acciones precisamente porque la

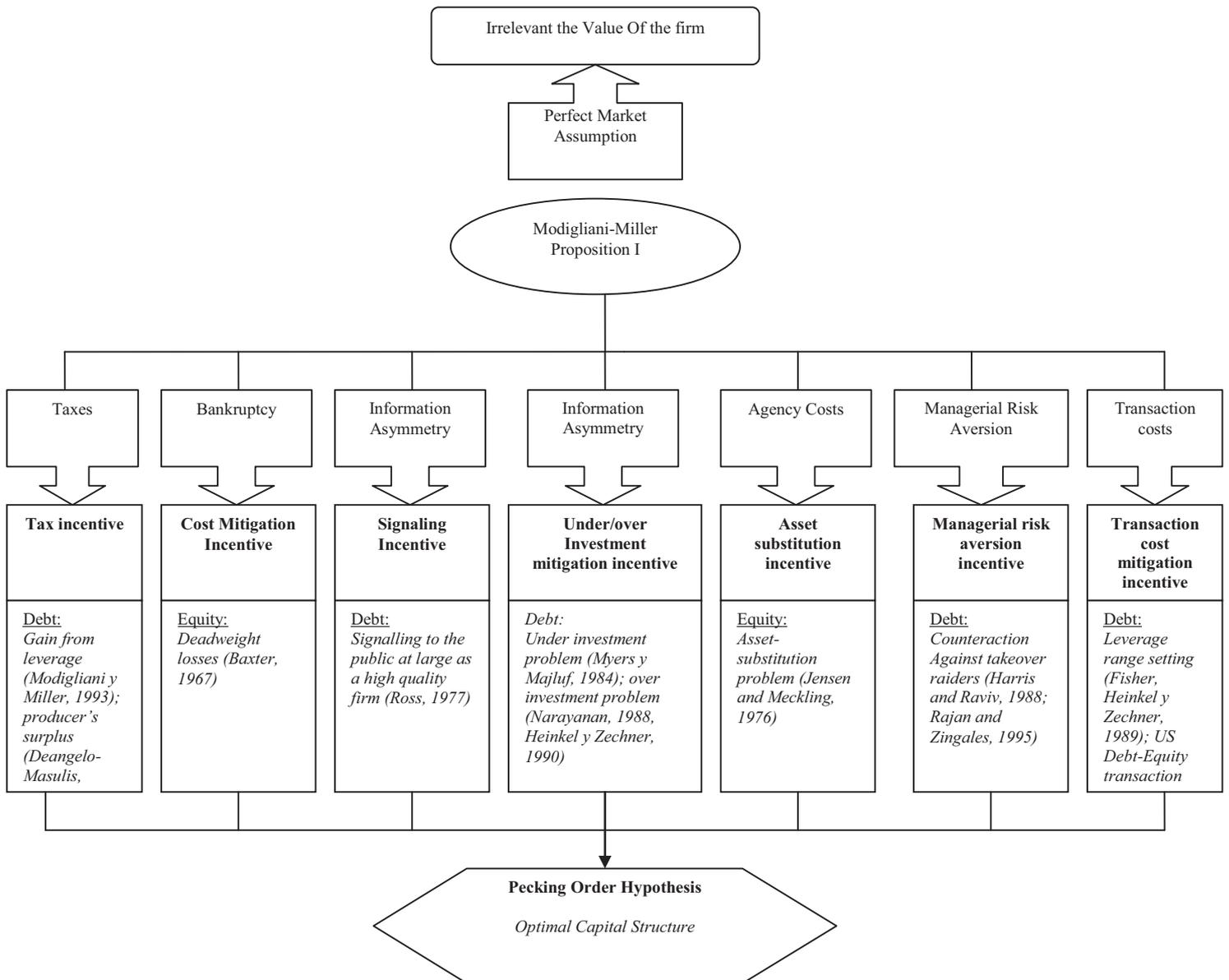
información es sensitiva y por lo tanto provee a los inversionistas a producir información acerca de la firma. A la inversa, Fisher, Heinkel y Zechner (1989) han demostrado cómo la teoría del equilibrio en un escenario igual, con algunos costos de emisión de capital, las firmas pueden perderse a distancia de su objetivo de estructura de capital. Las firmas pronostican un comportamiento en su marco dinámico de la teoría del equilibrio indistintamente de la teoría de la jerarquía.

En vista de estas dificultades teóricas, la teoría de la jerarquía es probablemente la más considerada como teoría descriptiva, esto puede o no puede derivar de un marco de referencia de Myers-Majluf. El rechazo al sentido descriptivo de la teoría de la jerarquía no es por lo tanto un rechazo al modelo de Myers-Majluf, el cual al menos en su forma más pura no es fácilmente favorable a probar empíricamente.

Shyam-Sunder y Myers (1999) concluyeron de esta manera: Si las firmas de la muestra estudiada tenían bien definido sus proporciones óptimas de deuda, parece que sus directivos no estaban muy interesados en obtenerlos. Quizás la teoría del equilibrio podría trabajar bien si los directivos estuvieran verdaderamente apuntando a maximizar la salud financiera de los accionistas.

La teoría de la jerarquía, por otro lado, asume que los directivos actúan de acuerdo al interés de los actuales accionistas, maximizando el valor de su participación accionaria. Myers y Majluf (1984) no muestran por qué los directivos deben cuidarse de sí una nueva emisión es sobre o subvaluada. No hay un tratamiento explícito de los incentivos de los directivos como Ross (1977) señala el equilibrio, donde el diseño de los parámetros del paquete compensatorio de los directivos conduce la selección entre deuda y emisión de acciones. Las decisiones de financiamiento de la firma entonces revelan la información de los directivos acerca del valor intrínseco de la firma. En efecto, Dybvig y Zender (1991) muestran que los pronósticos de la teoría de la jerarquía pueden ser generados por modelos alternativos en los que los esquemas de compensación de los directivos estén bien afinados para asegurar unas decisiones óptimas de inversión de capital. En la gráfica anexa se puede observar la evolución de esta teoría (Hoang y Quan, 2002).

Gráfica No. 2 Evolución de la teoría de la jerarquía



Fuente: Hoang y Quan, 2002

La teoría de la jerarquía no puede explicar por qué las tácticas de financiamiento no son desarrolladas para evitar las consecuencias de financiamiento por la información de los directivos superiores. Esta teoría muestra cómo las diferentes informaciones pueden afectar el financiamiento. Como todas las teorías de la estructura de capital, trabaja mejor en algunas condiciones y circunstancias que otras (Myers 2001; ViswanatP1993).

1.3 Comparación de las características de las teorías Trade-off y Pecking Order

Es instructivo comparar una serie de pronósticos en el tiempo de las teorías trade-off y pecking order. La teoría del equilibrio (trade-off) implica un modelo ajustado a un objetivo (Taggart, 1977; Jalilvand y Harris, 1984; Auerbach, 1985). En este modelo, las firmas se fijan un objetivo de nivel de endeudamiento o nivel el cual ellas gradualmente ajustan. El objetivo no puede ser observado directamente, pero los poderes (proxies) otorgados por los accionistas pueden ser calculados. Los primeros autores en probar las pronósticos de la teoría del equilibrio y la teoría de la jerarquía acerca del nivel de desembolso de dividendo y los primeros en probar sus interacciones fueron Fama y French en 2002, desde el punto de vista de ellos, sin embargo el problema más serio en la literatura empírica del apalancamiento es minimizar los errores estándares que nublan las inferencias.

Ciertas implicaciones de la teoría del equilibrio (trade-off) han recibido soporte empírico por ejemplo, Long y Malitz (1985), Mackie-Mason (1990) y Graham (1996). Sin embargo en comparación cabeza a cabeza entre las dos teorías, el modelo de la jerarquía (pecking order) parecer ser visto más favorable que la teoría del equilibrio (Baskin, 1989; Shyam-Sunder y Myers, 1999; Fama y French 1999). Para acreditar a Fama y French (1999) *“identificamos una gran contradicción del modelo del equilibrio y una menos contradictoria en el modelo de jerarquía”*. La gran contradicción es la relación beneficio-endeudamiento. La actual relación entre beneficio-endeudamiento (o rentabilidad) ha sido encontrada como negativa (Titman y Wessels, 1988; Baskin, 1989; Rajan y Zingales, 1995; Fama y French 1999). Pero de acuerdo a la sabiduría recibida, la teoría del equilibrio predice una relación positiva entre endeudamiento y beneficios.

Para dar crédito a Myers (1984), *“la evidencia más dicha en contra de la teoría del equilibrio es la correlación inversa entre rentabilidad y financiamiento con deuda”*. Por otro lado, la teoría de la jerarquía predice una relación negativa beneficio-endeudamiento, lo cual es consistente con la evidencia empírica, aunque algunas otras implicaciones de la teoría de la jerarquía han sido mostradas por ser inconsistentes con la evidencia empírica (Helwege y Liang, 1996; Fama y French, 1999; Chirinko y Shinga, 2000; Frank y Goyal, 2002).

La teoría de la jerarquía (pecking order) dice que la variable clave en un serial de tiempo es que los requerimientos de financiamiento acumulativo de la firma para financiamiento externo se acumulan y se pagan con inversiones externas. Cada requerimiento anual genera menos flujo de efectivo en inversiones de capital y dividendos. Esta teoría explica que ese déficit financiero puede ser cubierto enteramente con préstamos, a menos en un bajo o moderado nivel de endeudamiento. Si el déficit es negativo la mayoría de los fondos internos son usados para pagar la deuda.

Shyam-Sunder y Myers (1999) probaron esa serie de pronósticos y encontraron soporte para ambas teorías de la jerarquía y del equilibrio. Cada una mostró un significado estadístico impresionante. Ellos encontraron que los objetivos ajustados al modelo trabajaron del mismo modo en esas simulaciones de decisiones de financiamiento como en las decisiones reales. La teoría del equilibrio, expresada como un modelo de objetivos ajustados, fue consistente con las opciones de financiamiento conducidas solamente por la teoría de la jerarquía.

Desde que la teoría de la jerarquía es una alternativa por ser la teoría más convencional para el endeudamiento que la teoría estática o del equilibrio (trade-off) es importante ver cómo estos dos acercamientos viajan juntos. Si la teoría de la jerarquía es la principal conductora, entonces debería borrar los efectos de las variables estándares. Si la teoría del equilibrio es clave, entonces la evidencia que parece soportar la teoría de la jerarquía podría actualmente estar reflejando otras variables omitidas. Por supuesto, podría ser que los

elementos de cada una estuvieran trabajando (Frank y Goyal 2002). Ghosh y Cai, 1999 concluyen que ambas teorías coexisten.

Fama y French (2002) han probado algunas de los pronósticos cualitativos de la teoría de la jerarquía en contra de los pronósticos cualitativos de la teoría del equilibrio. Ellos encontraron que las firmas más rentables están menos apalancadas, esto es consistente con la teoría de la jerarquía. Ambos modelos comparten muchos pronósticos acerca de dividendos y deudas.

En el modelo de equilibrio (trade-off), los costos de agencia, impuestos y costos de quiebra empujan a las firmas a incrementar deuda tanto como a incrementar los beneficios. En el modelo de la jerarquía (pecking order), las firmas con muchos beneficios y pocas inversiones tienen poca deuda (Fama y French 2002).

Tabla No. 1
Comparación de las características de las teorías Trade-off y Pecking Order

| Teoría del Trade-Off | Teoría del Pecking Order |
|---|---|
| Conformada con el valor máximo constructivo | Considera la motivación gerencial |
| Asume una relativa estructura de capital estática | Permite una estructura de capital dinámica |
| Considera la influencia de los impuestos, costos de transacción y las señales de peligro financiero | Considera la influencia de la holgura financiera y la disponibilidad de proyectos con un VPN (Valor Presente Neto) positivo |
| Ignora el impacto de las “señales” de los mercados de capitales | Reconoce las “señales” del mercado de capitales |
| Ignora el respeto concerniente a la propiedad de los datos | Reconoce lo concerniente a la propiedad de los datos |
| No puede explicar muchas prácticas reales en el mundo | Explica muchas prácticas reales en el mundo |

Fuente: Liesz, T. (2001)

La evidencia acumulada a favor de la teoría de la jerarquía es ahora sustancial. La alternativa de la teoría estática del equilibrio de estructura óptima de capital aparenta tener poco poder en explicar el comportamiento corporativo. Mientras estos hallazgos pueden alarmar, como la teoría ha sido ampliamente aceptada, quizás no es enteramente inesperado. Originalmente la teoría de la jerarquía se presentó como una descripción de una práctica corporativa. Por otro lado, la teoría estática de equilibrio de estructura de capital es deductivamente derivada de axiomas básicos los cuales ignoran el rol material de la asimetría de la información. Ahora es posible de proveer un comportamiento de la teoría de la jerarquía con una base teórica racional, y parece que no existe razón para ignorar por más tiempo lo que la evidencia empírica manifiesta (Baskin 1989).

Algunos autores han tratado de estrechar la brecha entre la teoría de la jerarquía y la teoría del equilibrio. Stein (1992), citado por Myers y Sussman en 2002, sugiere un marco en el cual las firmas enfrenten ambas teorías en el problema de la selección adversa y los costos de bancarrota. En tal marco las buenas firmas se apegan a la deuda para evitar problemas de subvaluación de los precios, señalando su mejor tipo y separándose ellos mismos de las malas firmas por su más grande buena voluntad para soportar los riesgos de la señalización.

Finalmente, no hay contradicciones entre las proposiciones exhibidas por la teoría de la jerarquía (pecking order) y el modelo tradicional del equilibrio (trade-off). La teoría de la jerarquía puede ser vista como una extensión del tradicional modelo estático del equilibrio mientras que los efectos de otras influencias en la formulación de la estructura de capital de la firma son tomadas en cuenta (Hoang Quan 2002).

Como se expresó anteriormente la Teoría de la Jerarquía (Pecking Order) fue introducida por Myers y Majluf (1984), la aplicación de este tipo de estructura de capital se refiere a los principales países industrializados y han habido relativamente pocas investigaciones sobre este concepto en los países en vías de desarrollo o las economías en transición. Hay varias razones por las que las empresas de estos mercados tienen diferentes objetivos de financiamiento que sus contrapartes en los países industrializados.

Primero es que estas empresas eran originalmente empresas del estado y tienen diversas metas y estrategias fruto de esta herencia. Prasad y otros (2001a) precisan que la estrategia corporativa es un determinante significativo de la estructura de capital, independientemente de las metas básicas de la empresa. En segundo lugar, los mercados de capitales se desarrollan menos en los mercados emergentes y hay típicamente una gama más estrecha de los instrumentos financieros disponibles y una gama más amplia de restricciones en las decisiones de financiamiento que en los países industrializados (Singh y Hamid, 1992). Adicional a esto, la contabilidad y los estándares de revisión en los países en vías de desarrollo tienden a ser relativamente débiles, implicando que la información asimétrica sea más permeable y problemática que en los principales países industrializados (Cobham y Subramaniam, 1998).

Singh y Hamid (1992) y Singh (1995), pioneros en la investigación de la estructura de capital en países en vías de desarrollo, concluyeron que las empresas en estos mercados dependen más profundamente de equidad que de deuda para financiar su crecimiento que sus contrapartes en los países industrializados. En general resultados similares fueron reportados por Booth y otros (2001), quienes también discuten que es difícil distinguir entre las teorías del Equilibrio (trade-off) y de la Jerarquía (pecking order) porque las variables usadas en un modelo son relevantes en el otro modelo. Estos grupos de investigación acentúan que hay diferencias entre los países importantes en vías de desarrollo en lo concerniente a los cocientes de la deuda. Otros aportes que han estado bastante cerca en cuanto a los determinantes de la estructura de capital en empresas de los países en vías de desarrollo son Wiwattanakantang (1999) para Tailandia, Prasad, Green y Murinde (2001b) para Malasia y Tailandia y Colombo (2001) para Hungría. Sin embargo, estos autores concluyen que generalmente los determinantes de la estructura de capital en estos países son comparables con los determinantes en los países industrializados. En otros estudios realizados en el centro y este de Europa por Hass y Peeters en el 2006, ellos encontraron que durante el proceso de transición que caracteriza estos mercados, las empresas generalmente incrementan su apalancamiento, disminuyendo la brecha entre el actual y el apalancamiento objetivo.

Rentabilidad y edad son los más robustos determinantes de la estructura de capital. Aunque los sistemas bancarios desarrollados les permiten a las empresas conseguir su más cercano objetivo de apalancamiento, la asimetría de información entre las empresas y los bancos es grande. Como resultado las empresas prefieren financiamiento interno por encima de la deuda bancaria y ajustan su apalancamiento sólo suavemente.

En virtud de los altos niveles de volatilidad que poseen los mercados emergentes, el nivel de endeudamiento deseable de las firmas de estos mercados suelen ser menor que el de sus contrapartes del mundo desarrollado. Es más, la gran incertidumbre macroeconómica impone la necesidad de que las empresas de estos mercados menos desarrollados cuenten con una gran flexibilidad para cambiar rápidamente el monto y el perfil de sus fuentes de financiamiento dependiendo de cómo vayan cambiando las circunstancias.

Debido a que los estudios realizados previamente no son concluyentes es de interés particular de investigar cómo estas teorías de estructura de capital se comportan al momento de tomar decisiones de financiamiento en otros países.

Luego de profundizar en la revisión de la literatura desde los inicios de la teoría financiera con Modigliani y Miller (1958) y posteriormente con el surgimiento de la Teoría del Equilibrio (Trade-off) con Leland y Pyles (1977) y la Teoría de la Jerarquía con Myers y Majluf (1984) se pudo conocer la importancia que tiene la conformación de la estructura de capital como parte la política de financiamiento de las empresas y su incidencia en la planeación estratégica. Sin embargo, las aplicaciones prácticas de las teorías están lejos de ser satisfactorias, lo que nos abre un espacio para investigar *cuáles son los determinantes de la estructura de capital en las empresas familiares?*

El análisis llevado permite proponer la primera proposiciones de búsqueda del modelo explicativo de del comportamiento financiero de las empresas familiares y la incidencia de los intereses que pudieran tener las diferentes generaciones en las políticas de financiamiento.

1.4 La Planeación Financiera

La planeación financiera es necesaria porque las decisiones de financiamiento y de inversión se influyen mutuamente y no deben adoptarse de forma independiente. También es necesaria para ayudar a los directivos financieros a evitar sorpresas y a pensar de antemano cómo deberían reaccionar ante sorpresas inevitables. Intenta averiguar el posible impacto de las decisiones de hoy en las oportunidades de mañana.

La planeación financiera ayuda a establecer objetivos concretos que motiven a los directivos y proporcionen estándares para medir los resultados. (Brealey y Myers 1999, pp. 573).

La planeación financiera establece las directrices para el cambio en la compañía, estas deben incluir: 1) una identificación de las metas financieras de la empresa, 2) un análisis de las diferencias entre dichas metas y el estado financiero actual de la empresa, y 3) un reporte de las acciones necesarias para que la compañía alcance sus metas financieras. (Ross/Westerfield/Jaffe, 2005, pp. 45.)

Los elementos básicos de la planeación financiera comprenden: 1) las oportunidades de inversión que la empresa elige aprovechar, 2) el monto de la deuda que la empresa elige utilizar, y 3) el monto de efectivo que la empresa considera necesario y adecuado para pagar a los accionistas. Estas son las políticas financieras con base en las cuales la compañía debe decidir en pro de su crecimiento y rentabilidad. (Ross/Westerfield/Jaffe, 2005, pp. 45).

El producto tangible del proceso de planificación es un plan financiero que describe la estrategia financiera de la empresa y proyecta sus futuras consecuencias por medio de balances, cuentas de resultados y estados de fuentes y empleos de fondo de carácter provisional para ellos. El plan establece objetivos financieros y es un punto de referencia para evaluar el comportamiento ulterior. Normalmente describe también por qué se escogió esa estrategia y cómo se han de conseguir los objetivos financieros del plan. La planificación obliga al directivo financiero a pensar sobre los sucesos que pueden

entorpecer la marcha financiera de la empresa y a desarrollar estrategias que se mantendrán en reserva para contraatacar cuando ocurran sorpresas desagradables. Un plan financiero específica y cuantifica en términos monetarios el resultado de cada una de las diferentes alternativas de acuerdo con las estimaciones del entorno que se realicen, así como las necesidades financieras que se pueden derivar de cada estrategia (Diez de Castro y López Pascual 2001, pp. 164).

Una preocupación presente en la mayoría de las decisiones financieras es el efecto que la elección financiera de hoy pueda tener sobre las opciones futuras. Las decisiones que restringen las opciones de financiamiento futuras reducen la flexibilidad financiera. (Higgins, 2004, pp. 187).

1.5 La Estrategia Financiera y la Estructura de Capital

El financiamiento o las decisiones de la estructura de capital han probablemente estimulado el mayor debate en finanzas y en la administración estratégica.

La estrategia financiera se define como la elección de los caminos a seguir para el logro de los objetivos. Al mismo tiempo, como la estrategia financiera se centra en los aspectos financieros de las decisiones estratégicas, ha de estar ligada al interés de los accionistas, por un lado, y a las características y disponibilidades de los mercados financieros, por otro. Y en la medida de su poder sobre la empresa también debe tener en cuenta a los participantes internos y externos.

La estructura de la estrategia consta de tres decisiones interrelacionadas: las decisiones de inversión, las decisiones de financiamiento y las decisiones sobre los dividendos. (Van Horne 1992). Inversión es la asignación del capital a las oportunidades competitivas de inversión. Las decisiones de financiamiento son concernientes con los determinantes de la estructura óptima de capital para la firma. Las decisiones sobre los dividendos determinan la proporción de beneficios pagados a los accionistas, y la proporción retenida y reinvertida en la firma. Asumiendo que el objetivo de la firma es maximizar el valor para los

accionistas, los directivos deben esforzarse por lograr una combinación óptima de las tres decisiones interrelacionadas (Slater y Zwirlein 1996).

- **Estrategia y Objetivos Financieros**

Las estrategias financieras, en definitiva, constituyen medios para alcanzar los objetivos financieros, que a su vez derivan de los objetivos generales de la empresa con los cuales deben ser compatibles, y por tanto, la estrategia financiera también deberá ser compatible con la estrategia global.

- **Tipos de estrategias financieras**

- *De inversión:* se trata de establecer una pauta de selección de inversiones
- *De financiamiento:* se trata de establecer cómo queremos que sea el pasivo de la empresa, dar una pauta a seguir en la selección de las fuentes de financiamiento.
- *De amortización:* tiene que ver con el riesgo que la empresa está dispuesta a asumir y con el beneficio.
- *De dividendos:* se trata de decidir qué dividendos se van a repartir a los accionistas. Tiene mucha relación con las políticas de financiamiento.
- *De circulante:* tiene que ver con las políticas que se implantarán en lo referente a almacenes, créditos a clientes y tesorería (Díez de Castro y López Pascual 2001, pp. 156).

La implantación de la estrategia financiera, como las de cualquier otro tipo, es una actividad interna que exige organizar, presupuestar, motivar, construir una cultura, supervisar y dirigir para hacer que la estrategia funcione con el sentido buscado.

- **Estructura de Capital y Estrategia Competitiva**

El nivel de apalancamiento que elija la empresa puede ser un arma estratégica que le permitirá conseguir una ventaja competitiva. Para poder comprender el carácter estratégico

de la decisión sobre la estructura de capital es preciso entender la importancia de la actitud de una empresa al comprometerse con una estrategia que podría desear revisar en el futuro. La estructura de capital de una empresa puede desempeñar un papel importante al determinar cómo se desarrollan estas cuestiones estratégicas. Desde la perspectiva de la estrategia corporativa, la pregunta de cómo se debe financiar una firma (deuda versus emisión de capital) representa una decisión fundamental y funcional la cual debe soportar y ser consistente con la estrategia a largo plazo de la firma (Barton y Gordon 1987). Además postula que la estructura de capital sigue una estrategia corporativa y propone que la posición de la deuda debe ser una tentativa para los objetivos de la alta gerencia.

En ocasiones, las empresas pueden sacar partido de la deuda si sus altas proporciones de endeudamiento les permiten perseguir una política de producción más agresiva que, en otro caso, no podrían llevar a cabo. Por ello, dado que el apalancamiento financiero elevado estimula el deseo de riesgo de la empresa, cuanto más apalancada esté una empresa, mayor será su motivación para obtener grandes volúmenes de producción. (Grinblatt y Titman, 2003, pp. 477).

- **Estructura de Capital: Conceptos**

La estructura de capital se define como la cantidad relativa de deuda permanente a corto plazo, deuda a largo plazo, acciones preferentes y acciones comunes que se utilizan para financiar las operaciones de una empresa. La estructura óptima de capital ocurre en el momento en que se minimiza el costo de capital y se maximiza el valor de la empresa.

La estructura óptima de capital consiste en su totalidad de deuda, si existe un impuesto sobre la renta corporativo y no hay costos de embargo financiero o de agencia. (Moyer, McGuigan y Kretlow 2004, pp. 411). La estructura de capital es una de las áreas más complejas de la toma de decisiones financieras debido a su interrelación con otras variables de decisiones financieras. Una decisión errónea acerca de la estructura de capital puede ocasionar un costo de capital alto, por el contrario las decisiones correctas acerca de la estructura de capital pueden reducir el costo de capital (Gitman 2003, pp.434). La combinación de los diferentes títulos de la empresa se conoce como su estructura de capital.

La elección de la estructura de capital es básicamente un problema comercial. La empresa puede emitir docenas de títulos distintos en innumerables combinaciones, pero intenta encontrar la combinación particular que maximice su valor de mercado (Brealey y Myers 1999, pp. 321).

- **Determinantes de la Estructura de Capital**

Harris y Raviv (1991) identifican cuatro categorías de determinantes de la estructura de capital:

- Mejora los conflictos de intereses entre varios grupos con demandas de los recursos de la firma, incluyendo gerentes.
- Comunica la información privada a los mercados de capitales o mitiga los efectos de la selección adversa (acercamiento de la asimetría de información).
- Influencia de la naturaleza de los productos o competencia en los productos o el mercado.
- Afecta el resultado del control corporativo

Muchas propiedades del contrato de deuda tienen importantes implicaciones en la determinación de la estructura de capital. (Harris y Raviv 1991). Estos autores afirman que, aunque numerosos estudios empíricos han identificado un gran número de determinantes potenciales de la estructura de capital, no han averiguado cuáles de estos son importantes según el contexto. Argumentan por ello, que lo adecuado en investigaciones futuras es que los estudios empíricos se concentren en probar modelos particulares para descubrir los determinantes más importantes de la estructura de capital para contextos concretos.

Cassar y Holmes (2003) consideran que características de la firma como tamaño, estructura de los activos, rentabilidad, riesgo y crecimiento son variables determinantes en la conformación de la estructura de capital. En cuanto al tamaño hay muchas razones teóricas de porqué las firmas podrían estar relacionadas con la estructura de capital. Primeramente,

las firmas pequeñas pueden encontrarse relativamente más costoso resolver el problema de información asimétrica con los acreedores. Consecuentemente, las firmas pequeñas se les ofertan menos capital o se les oferta capital a un costo relativamente alto en relación con las grandes firmas. Esto desalienta la disposición a usar financiamiento externo.

Estos costos de transacción asociados con el financiamiento pueden también afectar las opciones de financiamiento. Como los costos de transacción son más probables en función de escalas, con menor escala el financiamiento resulta en relativos altos costos de transacción (Titman y Wessels, 1988; Wald, 1999). Finalmente, si lo operativo del riesgo está inversamente relacionada al tamaño de la firma, esto debe predisponer a las firmas pequeñas a usar relativamente menos deuda y financiamiento externo (Cosh y Hughes, 1994), citados por Cassar y Holmes (2003).

En cuanto a la estructura de activos debe ser un importante determinante de la estructura de capital en el caso de una nueva firma, según señalan Cassar y Holmes (2003). El grado en el cual los activos de la firma son tangibles y genéricos debe resultar en una firma con un gran valor de liquidación (Harris y Raviv, 1991; Titman y Wessels, 1988). Muchos autores sugieren que el financiamiento bancario puede depender de si los préstamos pueden ser asegurados con los activos tangibles (Storey, 1994; Berger y Udell, 1998), citados por Cassar y Holmes (2003).

La evidencia empírica sugiere una relación positiva consistente con los argumentos teóricos entre la estructura de activos y el apalancamiento de las grandes firmas. Las limitaciones de las investigaciones de las firmas pequeñas, no son concluyentes, muestran signos de una relación positiva entre la estructura de activos y el apalancamiento, deudas a largo plazo, y posiblemente una relación negativa con las deudas a corto plazo (Van der Wijst y Thurik, 1993; Chittenden et al., 1996; Jordan et al., 1998; Michaelas et al., 1999), citados por Cassar y Holmes (2003).

En cuanto a la rentabilidad y la estructura de capital, las proposiciones relacionadas con estas están basadas en la teoría de la jerarquía de Myers (1984). Dando la información

asimétrica entre la firma y los inversionistas (*outsiders*), las firmas tienen una preferencia por el financiamiento interno por sobre el financiamiento externo. Como el costo del capital externo debe ser mayor que el de la firma, por lo tanto, las firmas rentables las cuales tienen acceso a beneficios retenidos pueden usar estos para financiar sus operaciones en lugar de acceder a recursos externos. Aunque las firmas más rentables pueden tener más probabilidad de acceso a tales capitales, estas firmas preferirían fondos internos para financiar sus operaciones e inversiones. Evidencias empíricas de estudios previos examinando las PyMES (Pequeñas y medianas empresas) son consistentes con los argumentos de la teoría de la jerarquía (*pecking order*), encontrando una relación negativa con la rentabilidad (Van der Wijst y Thurik, 1993; Chittenden y otros, 1996; Jordan et al., 1998; Coleman y Cohn, 1999; Mishra y McConaughy, 1999; Michaelas et al., 1999).

Con relación al riesgo, las firmas que operan con una alta exposición tendrían incentivos a tener bajo apalancamiento en relación con otras firmas con beneficios más estables. Usualmente, la limitación de la evidencia empírica entre riesgo y apalancamiento para las PyMES sugiere una relación positiva más que una relación negativa (Jordan et al., 1998; Michaelas et al., 1999).

Analizando la variable crecimiento como determinante de la estructura de capital y aplicando los argumentos de la teoría de la jerarquía, las firmas colocan una gran demanda en los fondos generados internamente. Consecuentemente, firmas con un relativo alto crecimiento tienden a buscar financiamiento externo para su crecimiento. Por lo tanto estas firmas buscan menos financiamiento para sus necesidades a corto plazo que a largo plazo. Esto conduce a las firmas con relativo crecimiento alto a tener más apalancamiento.

En adición, hay una relación entre el grado de crecimiento previo y el crecimiento futuro. Michaelas et al. (1999), argumentan que las oportunidades de crecimiento futuro estarían positivamente relacionadas al apalancamiento, en particular al apalancamiento a corto plazo. Ellos argumenta que los problemas de agencia y consecuentemente los costos de financiamiento son reducidos si las emisiones de deuda a corto plazo son más costosas que las emisiones a largo plazo. Esto contrasta directamente a Myers (1977), quien argumenta

que los conflictos entre los beneficiarios de deuda y accionistas son especialmente graves para los activos que dan a la firma la opción de desaprovechar las oportunidades de crecimiento en el futuro teniendo menos deuda. Michaelas y otros (1999) encontraron un crecimiento futuro positivamente relacionado al apalancamiento y al endeudamiento a largo plazo, mientras que Chittenden et al. (1996) y Jordan et al. (1998) encontraron evidencias mixtas.

Titman y Wessels (1988) presentan una breve discusión de los atributos que las diferentes teorías de la estructura de capital sugieren que pueden afectar las opciones de endeudamiento. Estos atributos son denotados estructura de activos, escudo fiscal, crecimiento, singularidad (*uniqueness*), clasificación industrial, tamaño, volatilidad de los beneficios, y rentabilidad.

Es evidente la carencia general de éxito en explicar los determinantes de las opciones de proporciones de financiamiento por lo que las firmas requieren futuras investigaciones. Si existe un nivel óptimo de endeudamiento para la firma obviamente se necesita más teoría general de los factores que influyen en la selección de la estructura de capital. (Taub, 1975).

Sección 2: Comportamiento financiero de las empresas familiares

- *There's no reason to think that markets always drive people to what's good for them.* —Richard H. Thaler
- *No hay razón de pensar que los mercados conducen siempre a la gente a lo que es bueno para ellos.* - Richard H. Thaler

En esta sección se analiza el impacto de los aspectos del comportamiento con relación a las decisiones de financiamiento de los propietarios de las empresas familiares, estos aspectos juegan un rol significativo en cómo los dirigentes de estas empresas toman sus decisiones de financiamiento.

El objetivo de esta sección es probar si el comportamiento individual está en juego cuando los dirigentes de las empresas familiares toman decisiones de financiamiento que impactan la estructura de capital de sus firmas. Algunas evidencias sugieren que las finanzas de la empresa y de la familia pueden estar indisolublemente entrelazadas. Hay muchas formas en las cuales las finanzas del negocio y de la familia pueden estar entrelazadas, incluyendo miembros de la familia tomando préstamos o concediendo el negocio, tomando prestado dinero del negocio y empeñando activos personales como colateral para préstamos del negocio (Haynes et al., 1999).

2.1. Principios básicos de la finanza comportamental

Ciertos factores psicológicos, tales como la autonomía, son importantes para la familia empresaria. La naturaleza de esas relaciones tiene un impacto en el endeudamiento y en la emisión de acciones, y por consiguiente en el valor de la firma (Lyagoubi, 2006).

Martín Weber (1999) hace la observación siguiente: "*Finanzas Comportamental* combina de cerca la conducta individual y los fenómenos de mercados y utiliza el conocimiento tomado del campo psicológico y la *teoría* financiera. *"El énfasis debe ser puesto en la combinación."*

La finanza comportamental es un componente de la economía comportamental que se define como una economía de irracionalidad y se apoya en los resultados de la psicología cognitiva y de la psicología social (Ranbir 1998, 2002) para estudiar mejor la realidad del comportamiento humano.

La finanza comportamental reposa sobre dos proposiciones complementarias que contradicen las proposiciones de la teoría de la eficiencia de los mercados:

- Proposiciones A: Ciertos inversionistas no son perfectamente racionales y sus selecciones de activos financieros tienen riesgos y son afectados por sus creencias o

sus emociones: esos son los comerciantes ruidosos (noise traders), por el hecho de que sus anticipaciones son sesgadas por ciertas consideraciones comportamentales.

- Proposiciones B: El arbitraje, la actividad por la cual van a optar los inversionistas plenamente racionales, es una actividad que es muy arriesgada, y su eficacia es limitada.

Los resultados de estudios americanos recientes sobre su reacción y sobre la sub-reacción parecen indicar que los inversionistas no reaccionan correctamente a la información que reciben. Cometan errores cognitivos que pueden ser explotados en provecho por terceros.

Las finanzas comportamentales proponen así dos modelos opuestos atados al comportamiento del inversionista:

- el fenómeno de sobre reacción de los inversionistas sobre el mercado financiero: De Bondt y Thaler (1985, 1987): los ganadores sobre el pasado tienden a hacerse unos perdedores en el futuro y vice-versa;
- el fenómeno de sub-reacción de los inversionistas sobre el mercado financiero: Bernard y Thomas (1989): el curso no integra inmediatamente lo bueno o lo malo del nuevo anunciado, medido por el grado de sorpresa de los resultados creado en el momento de los anuncios más recientes de los resultados con relación a las esperas de los analistas; se ajusta esta información a lo más reciente.

En cuanto a las finanzas de empresa ciertos modelos tratan de darle una dimensión comportamental:

- Lintner (1956) integra dimensiones comportamentales en la política de dividendos (efecto clientela).

- Roll (1986) explica las adquisiciones teniendo como base la proposiciones de orgullo (Hubris Hypothesis).
- Shefrin (2001) distingue dos orígenes de los costos comportamentales:
 - los sesgos cognitivos y emocionales de los dirigentes
 - los errores comportamentales de los analistas y de los inversores financieros
- Baker et al., (2004) muestran el interés en poner las proposiciones de "irracionalidad" de los gerentes y los inversionistas para explicar las políticas de inversión, de financiación y de dividendo. No obstante, la gestión de la integración de las dimensiones comportamentales en la gobernanza queda por el momento embrionaria dentro de la corriente financiera.
- Wirtz (2002) propone explicar la política de financiación de las empresas a través de un enfoque comportamental de la gobernanza. Se inspira en esto de la noción de "esquema mental" de Denzau y North (1994).
- Charreaux (2006) propone una reflexión exploratoria para una gobernanza de empresa comportamental.
- Hirigoyen (2006, 2007): estudia los sesgos comportamentales en el proceso de transmisión de las empresas familiares.

Las empresas familiares y las no familiares difieren empíricamente con respecto a su desempeño, valor, estructura de capital y compensación (McConaughy, Walter, Henderson y Mishra, 1998; McConaughy, 1994; Mishra y McConaughy, 1999; Kole, 1997. El control de la familia puede ser más efectivo que otras formas de control. Existe la perspectiva de que los miembros de la familia tienen mejores incentivos por dirigir sus firmas y actualmente es así.

Existe una diferencia entre el costo de capital de las empresas familiares y no familiares, es decir la rentabilidad anual esperada (De Visscher, Aronoff y Ward, 1995). Aunque no hay evidencia que soporte esta afirmación. De acuerdo a esta perspectiva, la calidad de las relaciones de los miembros de la familia entre ellos mismos y sus firmas, también conocida como “efectos familiares” influyen en el costo de capital (McConaughy, 1999).

La situación de la empresa familiar presenta particularidades relevantes a la hora de tomar la decisión de su estructura de capital. En esta parte se resaltan las particularidades más comunes y relevantes para la decisión de estructura óptima de capital dentro de estas empresas. Cuatro son los factores diferenciadores claves:

- *La falta de diversificación de la riqueza en las empresas familiares:* la característica fundamental de la empresa familiar es precisamente la concentración de gran cantidad de la riqueza familiar en el accionariado de la empresa. Las empresas familiares se caracterizan por tener unos accionistas específicos, la familia, que además en la mayoría de los casos tienen como principal fuente de riqueza su participación accionarial en la empresa.
- *La relación laboral e inversora en la empresa:* en muchas empresas familiares, los miembros de la familia no sólo tienen una relación como accionistas de la empresa, sino también como trabajadores o directivos dentro de la propia empresa; es decir, también existe una relación laboral.
- *La pérdida de control potencial en casos de reestructuración:* uno de los costos resaltados del endeudamiento elevado es el incremento de la probabilidad de que la empresa entre en procesos de reestructuración, necesidades financieras o con dificultad para el desarrollo de planes de negocio futuros, estos procesos pueden implicar pérdidas efectivas del control de la empresa por los componentes de la familia en beneficio de los acreedores financieros. La previsión de esta posible pérdida de control

llevaría a las empresas familiares a no alcanzar una estructura de financiamiento óptima.

- *El posible impacto fiscal*: la fiscalidad de la empresa familiar en muchos regímenes es muy particular, con beneficios que le pueden afectar directamente a su situación patrimonial y a decisiones operativas relevantes. Estos beneficios en la toma de decisiones empresariales pueden favorecer la reinversión de recursos propios generados dentro de la empresa.

Todos estos factores incrementan el costo de los recursos internos o propios en función del apalancamiento en las empresas familiares y hace que su estructura óptima implique grados de apalancamiento inferiores a los de las empresas no familiares de similar actividad. Esto resulta a su vez en un costo medio ponderado de financiamiento superior para las empresas familiares (Tapiés y Campa, 2000).

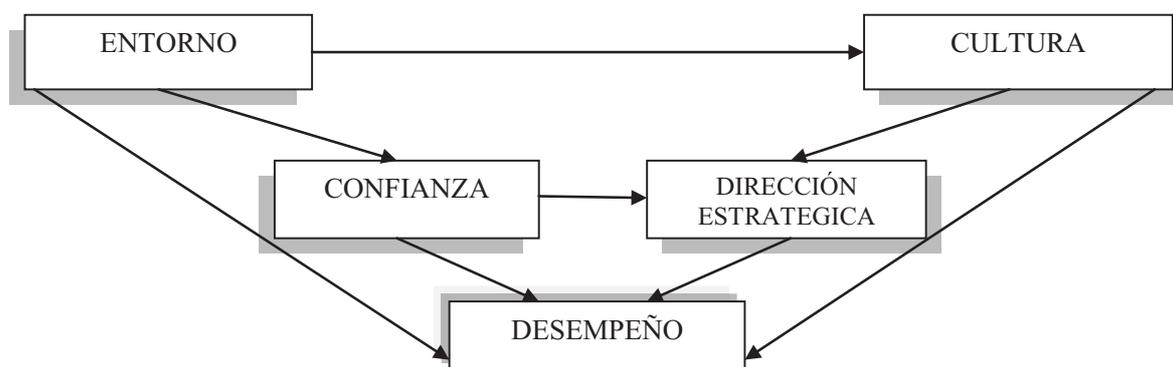
En la actualidad se identifican y consideran en el desarrollo, nuevas dimensiones para cuantificar el desempeño de las Empresas Familiares; en efecto, supone que el criterio de determinación de la estructura óptima de financiamiento de la empresa familiar no se limita a la maximización del valor de la empresa. En esta variable se concentra la teoría financiera clásica, demostrando la relación significativa que tiene con el nivel de endeudamiento.

En cambio, al determinar el desempeño de las Empresas Familiares los accionistas consideran adicionalmente en el análisis de la ponderación de lo que se define como “desempeño familiar”, cuantificado en términos de unidad y armonía de las relaciones familiares o dicho de otro modo, se consideran los efectos resultantes de la gestión de la empresa familiar en el nivel de conflicto o discrepancias de las relaciones afectivas de los miembros familiares. A su vez se entiende que el desempeño familiar está significativamente relacionado con el nivel de endeudamiento de la empresa. En definitiva, el desempeño de la empresa familiar es una función que contempla el desempeño del negocio en términos económicos, así como también el desempeño familiar ambos están relacionados con el nivel de endeudamiento.

La empresa familiar es definida como una organización donde coexisten dos sistemas interdependientes: por un lado la familia y por otro la empresa. Si bien ambos sistemas tienen fines propios, está demostrada la influencia que tiene cada uno en el otro en el caso de una empresa familiar. En ese sentido, ambos sistemas deben evolucionar conjuntamente por lo que la empresa familiar persigue los objetivos asociados a la familia y a la empresa (Aznarez y Vilaseca 2004).

La empresa familiar tiene unos activos distintivos que son fuente de ventajas competitivas, que tienen su origen en el sistema familiar pero que están significativamente relacionados con el sistema empresarial y por lo tanto formando parte de lo que se considera valor para el accionista, que es el “capital familiar”. En efecto la unidad, la armonía, el compromiso y la confianza son elementos que tienen su origen en el sistema familiar, y tanto la comprensión como la vivencia de estas actitudes se experimentan en el seno de la familia. Son fruto de la educación en las virtudes y valores que caracterizan a la familia y calan hondo en los diversos integrantes; estos factores determinan el “capital familiar” de la empresa familiar. Ver Grafica No. 3

Gráfica 3
Factores determinantes del capital familiar



Fuente: Aznarez y Vilaseca, 2004

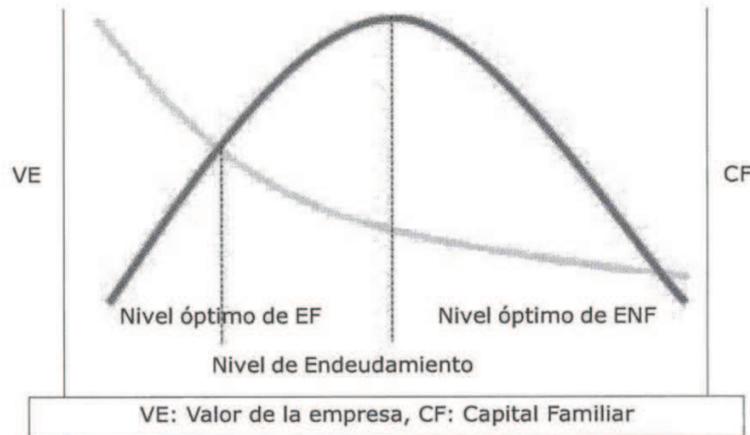
Es una práctica común que las instituciones financieras al diseñar sus políticas crediticias apelen al patrimonio de sus accionistas, más allá de los activos de la empresa, para garantizar los créditos otorgados. A excepción de aquellos accionistas que tienen un rol protagónico en la formulación de la estrategia financiera de la empresa familiar, el resto percibe que el endeudamiento que se aparta de un nivel relativamente bajo, es un elemento generador de fuente de conflicto entre el grupo de accionistas. La decisión de incrementar el nivel de endeudamiento requiere la disposición a asumir los eventuales costos sociales de quiebra, directamente relacionados con los intereses y objetivos del sistema familiar.

Asimismo, es también un elemento contrario a la estabilidad que pretende el sistema familiar. El aval personal de los accionistas (con bienes de su familia) requerido por los bancos al otorgar el crédito, implica trasladar el “control” de éstos a quienes asumen las responsabilidades de la gestión en la empresa familiar. Esto significa que no solamente se debe renovar y reforzar la confianza entre el grupo de accionistas, sino que además no se cuestione la unidad de la familia, la cual es propia del interés general.

Por lo expuesto anteriormente el “capital familiar” se comporta como una función descendente en relación a la estructura de endeudamiento, visto de una manera gráfica el comportamiento de ambas funciones, el capital económico (esta vez a través de la maximización de valor de la empresa) y el capital familiar, en relación a la estructura de endeudamiento, el resultado se puede observar en la siguiente gráfica.

Gráfica No. 4

Estructura óptima de financiación de una empresa familiar y una empresa no familiar



Fuente: Aznares y Vilaseca, 2004

El desempeño económico es creciente hasta cierto nivel de endeudamiento a partir del cual comienza a decrecer; en ese punto se alcanza el nivel óptimo de endeudamiento para una empresa no familiar. El desempeño no familiar, por otro lado, es decreciente en relación al endeudamiento y por tanto en la determinación del endeudamiento óptimo, en la empresa familiar se deben considerar las dos variables, lo que en definitiva hace que el resultado se encuentre “a la izquierda” del endeudamiento óptimo para una empresa no familiar similar.

De acuerdo a investigaciones realizadas por Gallo y Vilaseca (1996) y Poutziouris, Chittenden y Michaelas (1998) los principales hallazgos considerados estadísticamente significativos con relación a la dimensión y al desempeño de las empresas familiares son los siguientes:

- En general las empresas familiares muestran un bajo nivel de endeudamiento, especialmente aquellas que tienen un liderazgo en la participación de mercado.
- Hay una relación estadísticamente significativa entre el tamaño de la firma y la diversidad de sus prácticas financieras. Las grandes empresas familiares tienden por otro lado a estar más relacionadas con las instituciones financieras; por otro

lado, tienden a usar una gran variedad de productos financieros para sus financiamientos.

- Las empresas familiares que tienen una posición de líder en la participación de mercado tienen un desempeño financiero más bajo (medido en retorno de inversión) que las empresas familiares que tienen una posición de seguidores.

En las empresas familiares exitosas en segunda y tercera generación, los riesgos acostumbran a estar más en las cualidades y comportamientos de las personas de la familia que en la estrategia, en la organización o en los sistemas de dirección de la empresa que, habitualmente, son diseñados y llevados a cabo por personas profesionalmente bien preparadas bajo la tutela del gobierno de consejos de administración capacitados (Gallo y Amat, 2003).

Con respecto a las finanzas corporativas, Van Auken (2001) introdujo que la familiaridad de los propietarios con relación a las formas alternativas de capital afecta las decisiones de financiamiento. En adición, Romano et al., (2000) afirman que las decisiones de financiamiento están influenciadas por las actitudes de los propietarios hacia la utilidad de la deuda como forma de financiamiento moderada por las condiciones ambientales (consideraciones del mercado financiero).

Barton y Gordon (1988) y Barton y Mathews (1989) propusieron a los investigadores tomar una amplia perspectiva de gestión la cual considere factores no financieros y del comportamiento como se percibe el riesgo del negocio (Kale et al., 1991; Mathews et al., 1994) y percepciones individuales de gestión y preferencias (Norton, 1991).

La literatura sobre empresas familiares ha reconocido efectivamente la importancia de los aspectos del comportamiento y de los objetivos no financieros.

Ward (1997) señala que la independencia y la supervivencia de la firma es el objetivo del negocio que predomina en la mayoría de los empresarios.

El accionista familiar se ha caracterizado por tener una relación estrecha entre su riqueza persona y el valor de la empresa. Por lo tanto su tolerancia al riesgo es uno de los factores determinantes de la estrategia de toma de riesgo y de endeudamiento. De acuerdo a Xiao et al., 2001 el proceso de decisión depende de dos factores: la actitud hacia el riesgo y el comportamiento de la toma de riesgo. Si la familia propietaria parece tener una actitud más abierta hacia el riesgo que otros accionistas individuales su comportamiento hacia la toma de riesgo en la empresa es más cauteloso debido a su baja diversificación de la riqueza.

Además, la asociación de accionistas familiares en la empresa no es solamente por el control monetario. Varios estudios realizados en Europa y en Los Estados Unidos muestran que los propietarios familiares favorecen su toma de decisiones autónomas y la viabilidad de la continuidad de sus firmas más que alcanzar un objetivo de crecimiento o realizar la liquidez de sus accionistas. Los determinantes de sus comportamientos ante el riesgo dependen, primero, de sus preferencias por mantener la viabilidad de la firma, segundo de sus deseos de administrar sus estrategias de autonomía y, finalmente de la protección de su control y de su reputación. Por tanto sus decisiones de financiamiento dependen del deseo y la habilidad de la familia propietaria para proteger sus beneficios monetarios y privados (Dietch y Godbillon, 1998; Zingales, 2000).

Hirigoyen (1982, 1984^a, 1984b) puso de relieve una estrategia financiera prudente de los dirigentes de empresas familiares, con el objetivo de la perpetuidad de la empresa. Este comportamiento es la ilustración de una determinada confusión entre patrimonio familiar y patrimonio profesional. El estudio fue puesto en relieve también por Gallo y Vilaseca (1996), estos resultados son confirmados sobre el caso francés por el estudio de Allouche y Amann (1995). Más allá de constatar sobre el resultado de las empresas familiares, una segunda prueba reside en la reserva indicada de las empresas familiares respecto al endeudamiento. Malherault (1996, 1998) pone de manifiesto que las empresas familiares cotizadas parecen inscribirse en una lógica de independencia entre decisiones de inversión

y financiación, se ajustan por allí a las lógicas de los mercados financieros. En cambio, las empresas familiares no cotizadas parecen respetar una jerarquía de los financiamientos (Teoría del Pecking Order), no reforzando sus capitales propios si la división del riesgo de financiación lo impone.

Los resultados de estos distintos estudios, son globalmente convergentes: estrategia financiera prudente orientada hacia la perpetuidad de la empresa, reserva frente al endeudamiento, reticencia a la distribución de dividendos, encaminado a preservar la autofinanciación. Una explicación más convincente a estos comportamientos específicos podría ser el horizonte más entendido de los dirigentes de las empresas familiares (Harvey, 1999).

2.2 Financiamiento Interno y Financiamiento Externo

El objetivo de las empresas familiares de mantener el control sobre la empresa e incluso de mantener la propiedad en el grupo familiar, motiva una preferencia por el autofinanciamiento, frente a las ampliaciones de capital y el endeudamiento.

Las ampliaciones de capital requerirían nuevas aportaciones de fondos por el grupo familiar, o bien la búsqueda de nuevos socios no familiares. Sin embargo, las ampliaciones de capital dirigidas a los actuales propietarios familiares de la empresa encuentran algunas limitaciones. Las primeras generaciones, habitualmente ya tienen su patrimonio vinculado a la empresa, por lo que difícilmente podrán aportar nuevos recursos financieros para su crecimiento. En aquellos casos en que han pasado varias generaciones de familiares, habrá más propietarios que tienen menor vinculación con la empresa, que les lleva a demandar repartos de dividendo y no estar dispuestos a invertir parte de su patrimonio para sostener el crecimiento de la empresa, con la promesa de futuras rentabilidades. Por otra parte, la posibilidad de ampliar el capital con la incorporación de socios no familiares es una alternativa que habitualmente choca con el interés de los propietarios familiares por mantener el control de la empresa.

- **Financiamiento Interno**

Las dificultades para ampliar el capital en las empresas familiares hacen que el autofinanciamiento (básicamente reinversión de beneficios) sea la fuente de financiamiento primordial, habida cuenta de su reticencia al endeudamiento, con las consiguientes limitaciones que implica en las posibilidades de crecimiento de la empresa. Las empresas familiares tienden a usar más fondos generados internamente para su desarrollo (Ward, 1987; Poutziouris et al., 1998).

Las características propias de las empresas familiares pueden influir sobre la estrategia financiera de la empresa. El objetivo de mantener el control de la empresa del grupo familiar, junto a la aversión al riesgo que conlleva la concentración del patrimonio personal en la compañía, marcan la preferencia por la retención de beneficios como forma de financiamiento, limitando de esta de esta forma el crecimiento de la empresa.

El financiamiento interno a partir de las ampliaciones de capital encuentra como límite en las empresas familiares, la vinculación que ya tiene el patrimonio de los propietarios en las primeras generaciones y el creciente interés de las terceras generaciones y siguientes por percibir dividendos en lugar de aportar más fondos a la empresa. Además, la posibilidad de dar entrada a nuevos socios, normalmente choca con el objetivo de mantener el control de la empresa en la familia.

Una alternativa al autofinanciamiento y a las ampliaciones de capital, que puede interesar especialmente a las empresas familiares, es la posibilidad de emitir *acciones sin derecho a voto*. Las acciones sin derecho a voto, permiten mantener el control de la empresa por parte de los accionistas ordinarios familiares, que mantendrán su derecho a voto. Al mismo tiempo, obtendrán nuevo financiamiento propio, al que tendrán que remunerar, pero que, al carecer de derecho a voto no participarán directamente en el control de la empresa.

Resumiendo, las empresas familiares son sistemáticamente más dependientes en la generación de fondos internos como beneficios retenidos, para su supervivencia y desarrollo (Poutziouris, 2001).

- **Financiamiento Externo**

El financiamiento externo, a diferencia del financiamiento interno, ha de ser devuelto al vencimiento fijado e incluye unos costos financieros, generalmente explícitos. Los préstamos y créditos son la forma de financiamiento externo clásicos de las empresas, pero que resultan poco accesibles para las empresas de reciente creación.

Por otro lado, el recurso del financiamiento externo encuentra como límite la aversión al riesgo que suele caracterizar a los propietarios familiares, ya que tienen vinculado buena parte de su patrimonio a la empresa.

El financiamiento externo se caracteriza por el riesgo financiero que implica el compromiso de pago de los gastos financieros. Pero al mismo tiempo hay que considerar que es una fuente de financiamiento con menor costo que el financiamiento interno, dado que los propietarios asumen mayores riesgos que los acreedores tanto en la percepción de la rentabilidad periódica, como en caso de insolvencia de la empresa. El financiamiento interno no tiene un costo explícito, pero si tiene un costo de oportunidad, representado por la rentabilidad que podría conseguirse en alternativas de inversión con un riesgo comparable. Coleman et al., (1999) en un estudio comparativo entre empresas familiares y no familiares en los Estados Unidos sugieren que la diferencia en el uso del financiamiento puede ser atribuido a la edad de las firmas más bien que a la propiedad de la familia versus la propiedad de no familiares. Previo a este estudio Coleman y Carsky (1996) revelaron que los préstamos de familiares y amigos y otras fuentes informales de de capital son las mayores fuentes de financiamiento para las pequeñas empresas familiares.

La concentración de la riqueza personal de los propietarios en las empresas familiares, llegando incluso a la confusión de patrimonio personal y empresarial, influirá en su

aversión al riesgo, pudiendo limitar su disposición a aumentar el riesgo financiero vía endeudamiento. Es preciso insistir en que resulta básico que los propietarios familiares liberen su patrimonio (por ejemplo, inmuebles) y empresarial, con una adecuada planificación fiscal del patrimonio empresarial, que además permita aprovechar las ventajas que puedan tener las empresas familiares en los diferentes impuestos.

En las empresas familiares el objetivo de mantener el control de la empresa, junto a la vocación de continuidad del negocio como legado para futuras generaciones, lleva a considerar la empresa como fuente de riqueza que perdure en el tiempo, en lugar de cómo fuente de recursos a corto plazo, más propio de empresas en las que la separación entre propiedad y gestión es mayor (James, 1999; Pérez Broseta, Monferrer y Climent, 2002).

Las empresas familiares tienen una fuerte antipatía hacia el uso de financiamiento externo (Dreux, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996). Estas empresas no están motivadas acerca de ampliar su base accionarial con capital de riesgo a costa de abandonar el control de la empresa familiar (Poutziouris, 2001).

- **Estructura Financiera de la Empresa Familiar**

En los apartados previos se hace referencia a las alternativas de financiamiento interna y financiamiento externo que las empresas pueden utilizar. Pero una cuestión relevante es si la estructura de capital de la empresa ha de buscar un cierto nivel de endeudamiento considerado óptimo (Teoría del Trade-off) o si simplemente ha de ser el resultado del sucesivo recurso a diferentes fuentes de financiamiento, a medida que la empresa vaya planteando y financiando sus inversiones (Teoría del Pecking Order). Es decir, interesa examinar la proporción que deben guardar entre sí las fuentes de financiamiento internas y externas.

Continuando la revisión de la literatura sobre asuntos financieros de empresas privadas, incluyendo las empresas familiares, la principal investigación indaga y está enmarcada en una serie de proposiciones basadas en la teoría de la jerarquía (Pecking Order), tienen una propensión a financiar sus operaciones en un modo jerárquico, primero usando

internamente los fondos disponibles, continuando con deuda y finalmente, aumentando el capital (Pettit y Singer, 1985; Poutziouris, P. 2001). Mientras que la teoría de la jerarquía se avoca al uso de financiamiento interno y prefiere evitar el financiamiento externo, no presenta ninguna especificidad en los elementos de la estructura de capital que tienen en común las PyMES, más específicamente las empresas familiares. Myers y Maluf (1984) usan la teoría de la jerarquía para explicar el comportamiento del financiamiento en las grandes corporaciones públicas (cotizadas). Levin y Travis (1987) sugieren que:

“En una corporación privada, las teorías sobre las estructura de capital no siempre aplican. Las actitudes de los propietarios hacia el riesgo personal, no las políticas de estructura de capital que utilizan las empresas públicas, determinan qué cantidad de deuda y capital son aceptables.”

A favor de la búsqueda del endeudamiento óptimo en cada empresa, es decir, aquel que equilibre las ventajas fiscales de la deuda con los límites que impone el riesgo financiero, se puede citar la similitud en las proporciones de endeudamiento que suelen caracterizar a las empresas dentro del mismo sector (Harris y Raviv, 1991). Frente a este planteamiento, la Teoría del Pecking Order postula otro planteamiento, muy acorde con la filosofía que suele atribuirse a este respecto a las empresas familiares. Según esta aproximación, la estructura de las empresas es el resultado de las sucesivas fuentes de financiamiento que la empresa utiliza para financiar sus inversiones, comenzando siempre por agotar el financiamiento interno disponible, que es la fuente de financiamiento preferible para los directivos, recurriendo a deuda sólo en aquellos casos en que las inversiones sean suficientemente rentables y se haya agotado el financiamiento interno, dejando las ampliaciones de capital como último recurso, pero tratando de evitarlo por los límites y costos que puede tener (Myers y Majluf, 1984).

Para el análisis del impacto que la situación accionarial particular de ser una empresa familiar tiene en la estructura óptima de capital de una empresa, es necesario inicialmente hacer un análisis de las diferencias que puedan existir en el costo de los recursos propios y de la deuda por la condición de ser empresa familiar. El caso particular de la empresa familiar puede alterar el costo de los recursos propios y el costo de la deuda. Quizás los

efectos más obvios sean los del impacto que tiene la peculiaridad de la empresa familiar en el costo de los recursos propios (Aznarez y Vilaseca 2004).

Los estudios empíricos a este respecto aún no resultan concluyentes en relación a la empresa familiar, estando pendiente el poder profundizar en el desarrollo de bases de datos que permitan analizar estas cuestiones, a partir de un análisis exhaustivo de la estructura de la propiedad y gestión de las empresas, con el fin de mejorar y profundizar en las clasificaciones de empresas familiares. En los estudios de Gallo y Vilaseca (1996) y Sonnenfeld y Spence (1989) se observa que las empresas familiares tienden a tener proporciones de endeudamiento bajos. Otros estudios (Mishra y McConaughy, 1999; Gallo, Tapiés y Cappuyns, 2000; McConaughy, Mathews y Fialko, 2001) que han comparado empresas familiares y no familiares, coinciden en concluir que las primeras mantienen menores niveles de deuda, porque un incremento de la misma aumentaría la probabilidad de una pérdida de control familiar ante posibles coyunturas económicas desfavorables. De igual forma, el deseo de mantener el carácter familiar de la organización puede dar lugar a que estas entidades sean reticentes a la participación de terceros en la propiedad de la empresa y se muestren más proclives al autofinanciamiento. Por lo tanto, la mayor capacidad de endeudamiento disponible con la que cuentan las empresas familiares, junto con la tendencia a reinvertir los recursos generados, suponen mejores condiciones para resistir ciclos económicos difíciles.

Todas estas decisiones sobre los recursos financieros suelen ser más características de las empresas familiares de primera generación. En estas la propiedad se encuentra concentrada en el seno familiar y el fundador pretende que la empresa continúe en manos familiares.

No obstante a medida que la empresa crece, y conforme se incorporan nuevas generaciones, se diluyen los lazos familiares y el sentido de pertenencia a un grupo, por lo que algunos participantes pueden exigir cambios en las decisiones financieras de la empresa. En ese sentido, la inclinación hacia la reinversión y el autofinanciamiento irá perdiendo peso frente a la preferencia por la liquidez y el pago de dividendos.

Convertirse en empresa pública es la primera y la principal estrategia, y la selección de esta estrategia pudiera ser la última etapa en la ruta al financiamiento de una compañía. Sin embargo las especificidades de una empresa, la dilución de la estructura de capital es tradicionalmente asumida a seguir un proceso lineal (Myers, 1984). Al inicio de su ciclo de vida, la estructura de capital de una empresa privada está supuestamente cerrada a otros inversionistas. La influencia del crecimiento en las necesidades financieras y la falta de capital disponible de las empresas no públicas han dado la oportunidad a los inversionistas riesgosos una oportunidad de invertir y ser accionistas externos. De acuerdo a la Teoría de la Jerarquía (Myers y Majluf, 1984) un incremento en el capital es el último recurso. Dando la brecha de información entre los inversionistas internos y los inversionistas externos, el precio a ser pagado cuando se emiten las nuevas acciones, en orden de balancear la incertidumbre de los inversionistas, representa una dramática barrera. Consecuentemente, las empresas están supuestas a categorizar sus recursos financieros de la siguiente manera: (1) autofinanciamiento, (2) financiarse con deuda y (3) incrementar su capital. Estudios empíricos muestran que las pequeñas y medianas empresas familiares, cotizadas o no, respetan esta categorización (Malh rault, 2004).

La teoría indica que hay un arsenal complejo de los factores que influyen en las decisiones del financiamiento de los dueños-encargados de las PyMES. La literatura reciente de empresas familiares sugiere que estos procesos están influenciados por las actitudes de los dueños de las firmas hacia el beneficio de la deuda como forma de financiamiento según las condiciones ambientales externas.

Un número de otros factores se ha demostrado que influyen en las decisiones del financiamiento incluyendo cultura; características emprendedoras; experiencias anteriores de los empresarios en estructura de capital; metas de negocio; ediciones del ciclo de vida del negocio; estructuras preferidas de la propiedad; opiniones con respecto al control, cocientes de la deuda-equidad, y deuda a corto plazo versus deuda a largo plazo; edad y tamaño de la firma; fuentes del financiamiento para el crecimiento; actitudes hacia el financiamiento de deuda; ediciones referentes a independencia y a control; y riesgo y actitudes percibidos hacia el riesgo personal.

Aunque se han identificado estos factores, hasta este momento no parece haber ninguna tentativa de desarrollar los modelos empíricos que demuestran relaciones entre estos factores y decisiones del financiamiento de los dueños de empresas familiares.

Notablemente, resultados revelan que el tamaño de la firma, el control de la familia, la planificación de empresas, y los objetivos de negocio están asociados perceptiblemente con la deuda. Las empresas familiares pequeñas y los dueños que no tienen procesos de planificación adecuados, tienden a confiar en préstamos de la familia como fuente de financiamiento. Sin embargo, la equidad es menos probable de ser una consideración mas para los viejos dueños de empresas familiares y los dueños que tienen una preferencia por retener el control de la familia.

Estos resultados sugieren que la interacción en lo social, la familia, y los factores financieros es compleja. Además, estos resultados indican la importancia de utilizar las teorías que también ayudan a explicar los factores del comportamiento (como necesidades de los dueños de estar en control) que afectan procedimientos de toma de decisión financiera de la estructura. Los practicantes y los investigadores deben considerar la interacción dinámica entre características del negocio (tamaño o industria), aspectos del comportamiento del financiamiento del negocio (objetivos de negocio), y factores financieros (niveles de apalancamiento) al trabajar investigando las empresas familiares (Romano, Tanewski y Smyrniotis, 2000).

- Crecimiento y Diversificación de la Empresa Familiar

El acceso a capital es un factor crítico para estimular las pequeñas empresas familiares en formación. Si una empresa no asegura el capital que necesita, está condenada a permanecer sin crecer, de este modo limita su habilidad de crear productos, servicios, e innovar en el mercado.

El crecimiento del capital financiero de la familia empresaria es un efecto de la gestión excelente del capital humano e intelectual de la familia, no la causa, es decir, el comportamiento humano determina que una familia preserve o no su riqueza (Hughes, 2005). De acuerdo con la percepción popular, las empresas familiares no crecen. Se dice que estas empresas fracasan por ellas, por sí mismas permiten ser destruidas paulatinamente, pero seguro, por la acción o más precisamente por la inacción de sus dirigentes. Estas empresas fracasan más frecuentemente porque no se toman las decisiones necesarias para asegurar la vitalidad de estas en un mundo tan cambiante y complejo (Danco, 1980).

Contrario a la percepción popular, las empresas familiares pueden crecer. Aunque estas enfrentan desafíos inherentes, estas empresas pueden expandirse si siguen algunas simples pero críticas etapas, lo que les asegura un crecimiento a largo plazo y prosperidad (Ward, 1997).

En principio, las empresas familiares parecen estar menos inclinadas a crecer y esa tendencia es agravada en las esferas de los mercados internacionales. Las razones más comúnmente aceptadas para ese estancamiento de las empresas familiares son las limitaciones de capital para financiar las necesidades de la familia y las necesidades de crecimiento del negocio; la inflexibilidad y resistencia al cambio de los empresarios líderes; diferentes objetivos familiares, valores y necesidades; y conflictos entre hermanos sucesores (Ward, 1997). Muchas de estas dificultades en los mercados domésticos pueden ser más extremas si la decisión de expandirse a mercados extranjeros es tomada, especialmente en el caso de las PyMES familiares (Gallo y García-Pont, 1996). La falta de recursos relevantes es una de las causas de limitación del crecimiento en las PyMES familiares, junto con factores psicosociales, culturales y problemas políticos (Fernández y Nieto, 2005).

Crecer suele implicar tener que acceder a fuentes financieras externas y ello obliga a tener que compartir la propiedad de la empresa.

Las decisiones de financiamiento que adopten las empresas condicionarán a su vez su capacidad de inversión y crecimiento. La estrategia de crecimiento empresarial permite aprovechar economías de escala y alcance en aquellos productos o mercados que se encuentren en la fase de expansión de su ciclo de vida. La planificación de la dimensión óptima para la empresa dependerá del mercado y previsión futura de demanda, de las posibilidades de financiamiento de las inversiones necesarias, así como la disponibilidad de recursos humanos adecuados. Cuando el crecimiento es la estrategia adecuada para una empresa, además de inversiones de crecimiento, puede acometerla llevando a cabo fusiones, adquisiciones, alianzas estratégicas o acuerdos de comercialización (Alonso, 1991; Yagüe, 1998; Agulló, 2000).

Las empresas pueden tener otros objetivos como la estabilidad financiera para la empresa y para las futuras generaciones de familiares (Naffziger, Hornsby y Kuratko, 1994; McCann, León-Guerrero y Haley, 2001), el crecimiento de la empresa, su tamaño o la consideración social y del resto de las empresas del sector (Changati, DeCarolis y Deeds, 1995; Mathews, Vasudevan, Barton y Apana, 1994; Romano, Tanewski y Smyrnios, 2000).

La estrategia de crecimiento de las empresas familiares estará por tanto condicionada por la estructura de propiedad y las generaciones que estén involucradas en la empresa. Cuando en la empresa coinciden varias generaciones pueden surgir conflictos, entre ellas, pues las prioridades personales y empresariales pueden diferir. En general, a medida que los accionistas maduran, se vuelven más conservadores, menos arriesgados, considerando un objetivo importante la planificación de su jubilación y que éstas les aporte seguridad financiera, mientras que la generación sucesora tiene más interés en el crecimiento y modernización de la empresa. La diversidad de intereses se agudiza a medida que el grupo de propiedad familiar se amplía y menos propietarios trabajan en la empresa, pasando a demandar el reparto de dividendos antes que el desarrollo de políticas de reinversión.

Los diferentes criterios que cada generación puede tener sobre el riesgo y el rendimiento, influirán así en las opciones estratégicas y oportunidades de inversión que estén dispuestos a llevar a cabo (Carlock y Ward, 2003, pp. 172-174).

El bajo nivel de endeudamiento que se observa en las empresas familiares es un desafío para sus propietarios quienes típicamente demandan que la carencia de fondos limita sus objetivos de crecimiento, aparenta que las empresas familiares evitan obtener fondos adicionales de instituciones financieras. El costo social y personal de quiebra que los propietarios de estas empresas enfrentan para aplicar a financiamiento externo puede limitar su agresividad con respecto a sus políticas de estructura de capital. Entre otros factores (tales como la reputación familiar), la garantía personal y la posibilidad de perder todo, representa un alto costo social y personal que los propietarios de empresas familiares no desean tener o soportar (Gallo y Vilaseca, 1996).

Debe haber un equilibrio entre el crecimiento de la familia y el crecimiento de la empresa. Para que la familia empresaria crezca es necesario que la empresa pueda crecer y pueda evolucionar desde una empresa de propiedad del matrimonio fundador hacia un consorcio de primos. Un mayor crecimiento de la empresa es consecuencia de aprovechar las oportunidades del mercado en el que se actúa y, especialmente, de tener una elevada capacidad emprendedora. Sin embargo, para conseguir un crecimiento equilibrado de la empresa es fundamental el papel que juegan los cónyuges así como tener estructuras profesionales de gobierno y dirección de la empresa, personas preparadas y de confianza, y alianzas estratégicas que permitan consolidar la expansión ya sean financieras, tecnológicas, comerciales y productivas (Gallo y Amat, 2003).

2.3. Políticas de Dividendos

La política de dividendos determina la forma en que se distribuyen las utilidades de una empresa. Estas utilidades se pueden retener y reinvertir, o bien pagarse a los accionistas (Moyer, McGuigan, Kretlow, 2005). En el campo de la política de dividendos, Modigliani y Miller (1961) muestran la irrelevancia de esta en condiciones de mercado perfectas. Ellos también argumentan que los dividendos podrían proporcionar la información en cuanto a flujos futuros de efectivo (Modigliani y Miller, 1961).

2.3.1 El lugar de la política de dividendos en la política financiera

De otra parte, Black (1976) afirma que las verdaderas implicaciones mundiales de la política de dividendos no están del todo claras. Este autor propone motivos diferentes por los cuales los desembolsos de dividendos no deberían existir y preguntan por qué las corporaciones pagan dividendos en el mundo real. Black concluye que no sabemos la respuesta al rompecabezas de los dividendos. Bhattacharya (1979) postula que en el contexto de la información asimétrica, el pago de altos dividendos da una señal de futura rentabilidad de la firma de acuerdo a la creencia del gerente. Un punto de vista similar es sostenido por Miller y Rock (1985). Sin embargo Benartzi et al. (1997) encuentran pruebas empíricas que debilitan la explicación señalada en cuanto a la política de dividendos. Ellos encuentran que los dividendos parecen estar más relacionados con el funcionamiento pasado y actual que con los futuros ingresos.

Gordon (1963) asegura que los inversionistas con aversión al riesgo prefieren ciertos dividendos a la promesa de futuras utilidades, porque los dividendos son rendimientos regulares y seguros, mientras que las futuras utilidades de capital son inciertas. A esto se le conoce como la teoría de “pájaro en mano”.

Otra explicación sobre la política de dividendos es arraigada en la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976), identifican potenciales conflictos de intereses entre directores y accionistas con relación al tamaño de la empresa y al perfil de riesgo. Jensen (1986) afirma que bajo ciertas circunstancias los directivos tienen incentivos para reinvertir los beneficios en proyectos “que no agregan valor” en perjuicio de los accionistas. En estas condiciones, los directivos podrían servir mejor a los accionistas pagando dividendos o recomprando acciones. Jensen llama a este fenómeno el problema de flujo de caja libre. El autor argumenta que un mecanismo para tratar con el problema debe forzar a los directivos al desembolso de una proporción más grande de ingresos que la que ellos de otra manera querrían (Jensen, 1986). Los dividendos también pueden ayudar a reducir costos de agencia manteniendo la firma en los mercados de capitales y permitiendo una efectividad en el monitoreo de estos costos por parte de los gerentes (Easterbrook, 1984). Evidencias empíricas sugieren que los costos de agencia realmente influyen en la política de dividendo

de la firma. Por ejemplo, La Porta et al., (2000) encontraron que las firmas en países con mejor protección para los inversionista realizan pagos de dividendos más altos que en firmas en países con pobre protección a los inversionistas, como son los mercados emergentes objeto de este estudio.

Fama y French (2001) estudiaron los pagos de dividendos entre 1926 y 1999. Los autores identifican unas características que distinguen a las firmas que pagan dividendos de aquellas que no lo hacen. Las empresas que pagan dividendos tienden a ser más grandes en tamaño, más rentables, y con menos oportunidades de inversión que las firmas que no pagan dividendos.

La teoría de ciclo de vida de dividendos argumenta que firmas maduras y rentables con pocas oportunidades de inversión pagan una cantidad mayor de dividendos que las firmas más jóvenes con un juego de alternativas de inversión relativamente más grande y de ahí la necesidad de generar mayores fondos internamente (DeAngelo et al., 2006). Diferentes autores han encontrado evidencias empíricas que confirman esta teoría.

En la literatura de negocio de familia, algunos autores postulan que la política de dividendos es en particular relevante para empresas en la segunda generación, la etapa de sociedad de hermanos. En esta fase, una preocupación primaria trata sobre la necesidad de proporcionar a hermanos no empleados en el negocio de la familia con una vida o con capital semilla para sus propias empresas. Típicamente esto pone presión adicional sobre el capital de la firma. El fenómeno tiene que ser tratado en conjunción con otros procesos de familia (Gersick, et al., 1997). Kaslow (2006) aboga por una política de dividendos explícita como un modo de evitar, o al menos reducir las tensiones de la relación intrafamiliar. Los dividendos son el medio de recompensar al inversionista de familia por su inversión no líquida. La política de dividendos solo tiene sus propias limitaciones que son arraigadas en los intereses que divergen de los miembros de la familia, dependiendo si ellos son empleados o no en el negocio de familia. Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa para la continuidad de los desembolsos en accionistas

miembros de la familia que no son empleados. Si el desempeño de la firma se deteriora y los dividendos tienen que ser cortados, es casi seguro que surgirán los conflictos. La política de dividendos a menudo ignora las preferencias de liquidez de accionistas individuales. Fuerzan a los accionistas familiares que no desearon la extra-liquidez renunciar a oportunidades de reinversión potencialmente rentables dentro de la firma (Kaslow, 2006). Una pregunta relevante es: ¿si los dividendos recompensan a los miembros de la familia por la iliquidez de sus acciones, pudieran los mecanismos para incrementar la liquidez reducir la necesidad de desembolsos de dividendos? Gadhoun et. al., 2007 encontraron, en firmas canadienses, dividendos que sirven para proteger a inversionistas minoritarios.

Ellos también encontraron que los dividendos juegan un rol menos protector para inversionistas minoritarios (externos) en firmas donde la familia controla con eficacia la política de dividendos. Esto es compatible con La Porta et al. (2000) quien encontró que en entornos de pobre protección legal los accionistas minoritarios toman cualquier dividendo que ellos puedan.

La mayoría de los programas de liquidez en las empresas familiares inician con el pago de dividendo a los accionistas. Sin embargo algunas desventajas acompañan a los dividendos, continúan siendo una importante herramienta en el contexto de otros programas de liquidez. Para muchas empresas familiares la falta de una política de dividendos es una seria omisión en lo mejor y una receta para las relaciones desastrosas de los accionistas o una disensión familiar en el peor de los casos. Al mismo tiempo, una política de dividendos formulada sin considerar otras opciones de liquidez y fuera del contexto de las necesidades de capital de la empresa como un todo es también un serio error (De Vissher, 2006).

En su deber de maximizar el valor de los accionistas, la Junta de Directores usualmente enfrenta el reto de reconciliar las divergentes necesidades de liquidez y sus demandas.

Desafortunadamente muchas empresas dependen solamente de los dividendos para proveer alguna liquidez a los accionistas porque los dividendos proveen una prueba tangible del valor de la inversión de los accionistas y de modo que pueden proveer una válvula de seguridad para la frustrada represión de los accionistas inactivos, ilusionados porque sus retornos puedan ser depositados. Los líderes de la junta y de la familia usualmente ven tales pagos como una clase de “dinero de paz” para mantener los accionistas pasivos contentos.

A pesar de sus limitaciones, los dividendos pueden y juegan un importante rol en muchas empresas familiares. Las empresas encuentran que es una forma de pago fácil de implementar y los accionistas encuentran que es una forma fácil de entender y apreciar, proveen a la empresa una manera clara de articular una política de dividendo. Por tanto cada vez más las empresas están diseñando sus políticas de dividendos en un contexto más amplio que otras opciones disponibles para los accionistas.

2.3.2 Necesidades de Liquidez de los accionistas familiares

Hay dos motivos por los que los accionistas pueden necesitar liquidez:

- Necesidad *inmediata* (grande) de Liquidez: el accionista se ve ante una necesidad imprevista o decide abandonar la empresa familiar (venta).
- Necesidad *estructural* de liquidez: los accionistas de la familia piensan que se les debería facilitar una mayor liquidez y flexibilidad financiera

Hay pocas cosas que la empresa puede hacer para evitar las necesidades personales imprevistas; estas dependen o no del accionista individual que las siente. Lo único que puede hacer la empresa es atenderlas cuando se presentan. El deseo de salir de la empresa mediante una venta por otra parte, puede deberse a razones en las que la empresa, o la familia, tienen algo o mucho que ver y sobre las cuales pueden emprender medidas de remedio.

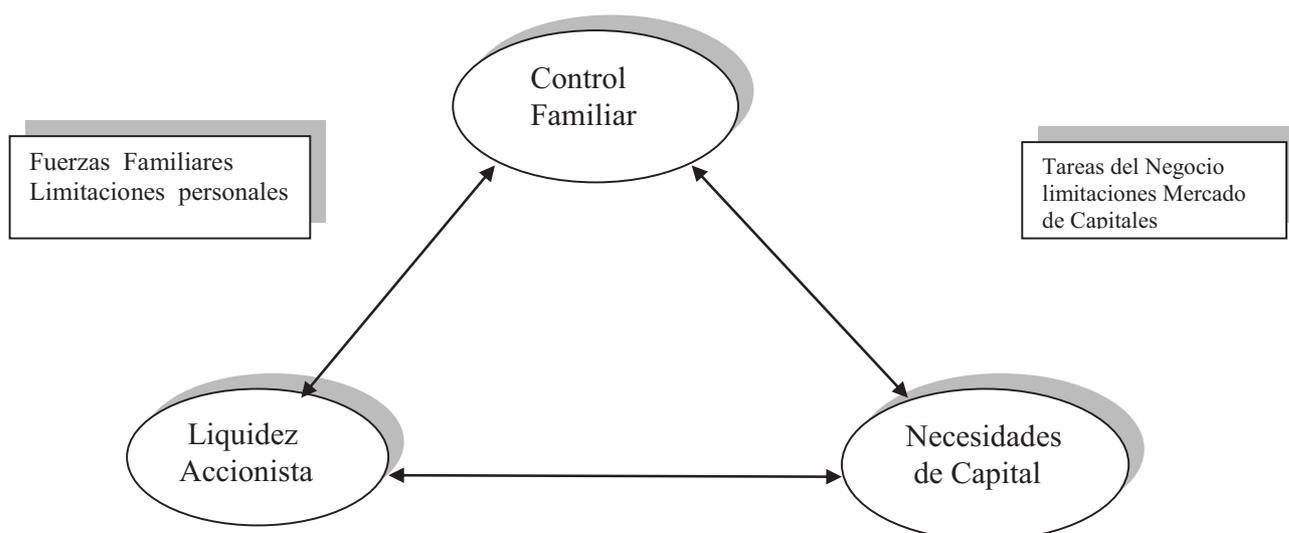
Las necesidades estructurales de liquidez del accionista familiar se deben a que las acciones de las empresas familiares suelen tener una negociabilidad limitada o nula, aun cuando no

hay un acuerdo por el que los accionistas prohíban la venta de las acciones. Otro motivo por el que surjan necesidades de liquidez estructurales deriva del hecho de que un accionista, en especial si sus inversiones no están diversificadas, puede considerar poco deseable tener todos los huevos en la misma cesta, y por lo tanto, puede intentar diversificar los riesgos de sus inversiones (Neubauer y Lank, 2003).

Mientras que las empresas familiares tienen vastas necesidades de capital para competir, la familia propietaria y las generaciones sucesoras crean grandes necesidades de liquidez entre la amplia base accionarial. Las empresas que quieren mantener el control en la familia y asegurar la supervivencia apropiada del negocio y la gobernabilidad de la familia deben balancear las necesidades de capital, las necesidades de liquidez y el control familiar, esencial para la supervivencia de la empresa familiar representado en el triángulo de la gráfica No. 5.

Estos tres elementos, capital, liquidez y control a menudo crean conflictos a la vista de cómo los accionistas juegan su rol, cómo los gerentes quieren hacer crecer el negocio y cómo los propietarios buscan el retorno y su liquidez y cómo los miembros de la familia quienes quieren mantener la continuidad del negocio, las tradiciones y el gobierno del negocio más allá de las generaciones actuales.

Gráfica No. 5 El triángulo de la empresa familiar



Fuente: Trademarked by de Visscher y Co. LLC.

Como la empresa familiar siempre está en transición de una generación a las siguientes, abrazan cada vez más a numerosos y diversos accionistas, cada uno con su propio estilo de vida, necesidades y demandas de liquidez. En cada generación, el negocio tiene sus propios retos para balancear el capital, la liquidez y el control.

2.3.3 Generación Fundadora

La generación fundadora usualmente es la propietaria de todas las acciones. Aunque ellos pueden sin duda alguna sacar provecho del valor de la empresa en cualquier punto, la mayoría de los fundadores nunca sueñan con hacer eso. Ellos están ante todo en la modalidad de construir una empresa y su valor, no ordeñarla. Como un propietario/operador, el(los) fundador (es) es el más interesado en apoyar los planes de crecimiento del negocio más bien que distribuir liquidez. Llegar a un acuerdo de liquidez a través de los dividendos o la realización del capital es secundario para el deseo de la riqueza económica y el estatus social. No quiere decir que los fundadores no tengan alguna aspiración de liquidez, pero eso es parte de la riqueza como un todo y el plan patrimonial del propietario, lo cual incluye su legado, filantropía y la diversificación de la riqueza.

2.3.4 Generación de Socios

La próxima generación o la generación de socios puede tener varios hermanos y primos como propietario de las acciones. Algunos podrían trabajar en la empresa, pero otros no están activos en la administración del negocio. Los accionistas involucrados en la gestión del negocio de la familia son compensados como empleados, devengando salarios y otros beneficios compensatorios. Esta gestión continúa la construcción del negocio como su logro profesional en función de su crecimiento. Por otro lado los accionistas pasivos en la gestión de la compañía ven los dividendos y la distribución accionarial como un importante, no esencial, beneficio financiero heredado de la propiedad de sus acciones en la empresa familiar. Reconciliar las metas de los accionistas activos de conservar el efectivo

en el negocio para incrementar las inversiones es un reto fundamental en la generación de socios de las empresas familiares.

2.3.5. Generación de Coalición (Consortio de Primos)

Si la empresa es lo suficientemente afortunada para lograr la transición a la tercera o cuarta generación, una coalición de propietarios podría ahora ejercer el control sobre el negocio. Durante esta generación de coalición el número de accionistas podría crecer, así como la proporción de accionistas pasivos en el negocio. Aquellos quienes trabajan en la empresa representan un pequeño grupo comparado con los accionistas pasivos. La disparidad entre el grupo propietario podría incrementar junto con el incremento del número de accionistas activos y pasivos, de diferentes edades e igual de diferentes generaciones, geográficamente distribuidos alrededor del mundo y viviendo en diferentes ambientes sociales. Cada miembro de esta generación de coalición posee relativamente pequeños intereses en la empresa, y sus necesidades de liquidez del negocio familiar pueden evolucionar. Los pocos accionistas involucrados en la gestión del negocio pueden ser compensados como la mayoría de los ejecutivos con salarios, beneficios y paquetes de incentivos compensatorios.

En las más exitosas generaciones de coalición de empresas familiares, se observa una estrecha colaboración entre los miembros de la familia involucrados en la gestión y aquellos que no lo están. La gestión de los accionistas de un capital paciente estable en el grupo completo de accionistas para apoyar el futuro crecimiento del negocio.

En el contexto de las empresas familiares se entiende por capital paciente, todo el capital que la familia propietaria, generación tras generación, ha invertido en la empresa familiar, es más que el valor tangible del capital. También incluye, la herencia, la asociación a la empresa familiar, el capital humano y los agregados al negocio como parte de los propietarios, generación tras generación. Ese valor intangible del capital paciente es exactamente lo que permite a los accionistas familiares tomar decisiones de inversión a

largo plazo, promover las relaciones de los empleados y dejar las ganancias a corto plazo y la liquidez a corto plazo para desembolsos sostenibles futuros.

Las empresas familiares exitosas mantienen su capital paciente generación tras generación para:

- Crear valor para los accionistas
- Proveer programas de liquidez para sus accionistas, permitiéndoles a ellos retornos adecuados, libertad para escoger sus inversiones en la empresa familiar y juicio de valor. En otras palabras, capital paciente no es un capital tramposo o cazador.
- Invertir en el efecto familiar, en orden de reforzar los valores, compromiso y legado familiar.

En la mayoría de las empresas familiares que se encuentran en la situación de consorcio de primos, hay miembros de la familia cuya relación con la empresa es únicamente la de accionista. En estos casos se puede caer en el riesgo de olvidarles, de no mantenerles informados, de no valorar la importancia de celebrar las juntas generales de accionistas, de no formular y vivir una política de dividendos, y de no preparar procedimientos para que puedan tener algún nivel de liquidez (Gallo y Amat, 2003).

2.3.6 Generación Gobernante

Cuando los recursos administrativos de la familia ha sido exhaustos y la familia busca administración externa para asumir la empresa familiar, el rol de la familia es gobernar el capital paciente para las futuras generaciones. La familia es ahora guiada por las principales inversiones y los objetivos de gobernabilidad del capital paciente para las generaciones por venir, empresa de “gobierno” familiar, en la que ya no participan en la gestión ni en la dirección y, exclusivamente, participan en su gobierno (Gallo y Amat, 2003).

La Tabla No. 3 ilustra los retos únicos financieros y de liquidez de cada generación en el desarrollo de una empresa familiar (De Visscher et al., 1995).

Tabla No. 2
Las etapas de la evolución y revolución financiera en las Empresas Familiares

| Etapas | Conflictos/Cuestiones | Liquidez/Fuentes de capital |
|--|--|--|
| 1. Generación Fundadora (propietario/operador) | -Balancear flujo de efectivo personal con las necesidades de capital -Transferencia de la propiedad | Flujo de efectivo del negocio |
| 2. Generación de Socios (Sociedad de Hermanos) | -Incremento de las necesidades de liquidez de los accionistas, especialmente los accionistas pasivos -Comprometer las necesidades estratégicas de capital | -Flujo de efectivo del negocio -Financiamiento externo o ampliación de capital -Autofinanciamiento |
| 3. Generación de coalición (Primos/Colaborativo) | -Expandir las necesidades de capital de la empresa familiar -Necesidades de liquidez flexibles de múltiples accionistas minoritarios | -Programas de liquidez recurrente -Autofinanciamiento -Capital externo de fuentes públicas y privadas -Alianzas de negocios -Empresa conjunta -Disposición de activos |
| 4. Generación Gobernante | -Desarrollo de estrategias corporativas -Diversificación de la riqueza -Estrategia familiar a largo plazo -Filantropía -Administrar las expectativas de los accionistas -Servicios profesionales para la gestión de los activos | -Todo lo anterior mas la Oficina Familiar para: -Liquidez interna -Gobernar el capital paciente -Diversificar la riqueza de la familia |

Fuente: Trademarked by de Visscher y Co. LLC.

En la Tabla No. 3 se presentan los estudios más recientes que se pudieron encontrar.

Tabla No. 3: Recapitulación de estudios empíricos sobre el Comportamiento Financiero de las Empresas Familiares

| Autor | Objetivo del estudio | Metodología | Resultados |
|-------------------------------|---|--|---|
| MENENDEZ-RESQUEJO, S., 2006 | Analizar la estructura de la propiedad y el desempeño de la firma: evidencia de empresas familiares en España | Estudio transeccional de 8,000 grandes y medianas empresas españolas | -estas EF tienen mejor desempeño que las ENF del mismo tamaño y de la misma industria en términos de retornos sobre el capital |
| LYAGOUBI, M., 2006 | Analizar las influencias de los accionistas en el financiamiento de las firmas y en su comportamiento financiero | Estudio descriptivo en 477 empresas francesas en el período 1995-2000 | -la organización y la estructura de la propiedad tienen un impacto en el desempeño corporativo -las EF con un CEO no familiar tienen mayor endeudamiento que las que tienen un CEO familiar. |
| GUTIERREZ, L.; POMBO, C. 2007 | Analizar el control corporativo en presencia de múltiples grandes accionistas en mercados emergentes: el caso de Colombia | Estudio descriptivo en 233 empresas por el periodo 1996-2004 | -el control corporativo esta caracterizado por una alta concentración y poder de votación entre los grandes accionistas -existen bajas razones de separación entre los derechos de flujo de caja o propiedad directa con los derechos totales de votación dada por la propiedad integrada. |
| CESPEDES, J. et al., 2008 | Determinar la estructura de la propiedad en Latinoamérica Determinar la influencia del control de la propiedad en el endeudamiento | Estudio descriptivo realizado en 806 empresas de 7 países latinoamericanos | -las empresas emiten deuda cuando necesitan liquidez -si la concentración de la propiedad es baja, el endeudamiento es negativo. -si la concentración de la |

| | | | | |
|------------------------|---|--|--|---|
| | | | | propiedad es alta el endeudamiento es positivo. |
| VELEZ, D. et al., 2008 | Analizar la dinámica de la empresa familiar PyMES | Estudio exploratorio realizado en 110 empresas de Colombia | | -solamente el 51% de los empresarios expresa tener políticas y procedimientos adecuados para el manejo del capital de trabajo que les permita liquidez en forma recurrente. |
| ALLOUCHE y otros, 2008 | Analizar el impacto del control de la familia en el desempeño y las características de EF versus ENF en Japón | Estudio descriptivo realizado en 156 empresas en el año 2003 y en 87 empresas en el año 1998 | | -las EF tienen mejor desempeño que las ENF y mejor estructura financiera |
| HANSSON y otros, 2009 | Analizar los determinantes del desempeño en pequeñas empresas familiares no cotizadas | Estudio descriptivo realizado en 524 empresas de Finlandia | | -se encontró un efecto negativo del tamaño de la junta directiva con relación al desempeño y al ROI debido a una tendencia a emplear mas miembros familiares. |
| GONZALEZ et al., 2010 | Examinar la relación entre la política de dividendos y la concentración de la propiedad | Estudio descriptivo realizado en 1,242 empresas en 5 países latinoamericanos | | -las empresas con menos control en la gestión o fuertes accionistas, los dividendos tienden a ser negativos con relación a la propiedad -cuando el control de la propiedad aumenta lo suficiente, la relación entre los dividendos y la propiedad toma niveles positivos |
| FAN et al., 2010 | Entender la influencia de los factores institucionales claves en las estructuras y políticas de las empresas en los mercados emergentes | Estudio exploratorio en 22 firmas en mercados emergentes | | -las firmas con mayor probabilidad repiten sus declaraciones financieras después del incremento de la deuda y del capital -Se encontró que la propiedad de firmas políticamente unidas es más concentrada |

| | | | |
|--------------------------|---|--|---|
| | | | <p>-las firmas que enfatizan sus reputaciones con los bancos tienden a tener pocas relaciones con estos</p> <p>-dificultad en determinar los beneficios de los gerentes debido a la falta de datos</p> |
| KOWLEWSKI y otros, 2010 | Analizar la influencia del involucramiento de la familia en el desempeño de la firma en mercados emergentes: Evidencia de Polonia | Estudio descriptivo a 217 empresas en Polonia. | <p>-Se encontró evidencia de una influencia significativa y positiva del involucramiento de la familia en la propiedad en el desempeño financiero medido a través del ROE y el ROA</p> <p>-sin embargo en cierto nivel de la propiedad esta influencia desaparece</p> |
| GONZALEZ, M. et al. 2011 | Examinar la relación entre el desempeño financiero y el involucramiento de la familia | Estudio descriptivo en 523 empresas no cotizadas en Colombia en el período 1996-2006 | <p>-las EF en promedio muestran un mejor desempeño que las ENF cuando el fundador aun está involucrado en las operaciones, aunque su efecto disminuye con el tamaño de la firma</p> |

Fuente: elaboración propia, Enero 2012

Conclusiones Capítulo I

Luego de profundizar en la revisión de la literatura desde los inicios de la teoría financiera con Modigliani y Miller (1958) y posteriormente con el surgimiento de la Teoría del Equilibrio (Trade-off) con Leland y Pyles (1977) y la Teoría de la Jerarquía con Myers y Majluf (1984) se pudo conocer la importancia que tiene la conformación de la estructura de capital como parte la política de financiamiento de las empresas y su incidencia en la planeación estratégica. Sin embargo, las aplicaciones prácticas de las teorías están lejos de ser satisfactorias, lo que nos abre un espacio para investigar *cuáles son los determinantes de la estructura de capital en las empresas familiares?*

El financiamiento es una dimensión crítica de la nueva creación. Aunque los casos de la implicación de la familia en el nuevo financiamiento de empresa son comunes, irónico, su papel no se ha tomado en cuenta en gran parte de la literatura de negocio y de economía.

El acceso a capital es un factor crítico para estimular las pequeñas empresas familiares en formación. Si una empresa no asegura el capital que necesita, está condenada a permanecer sin crecer, de este modo limita su habilidad de crear productos, servicios, e innovar en el mercado.

Las características propias de las empresas familiares pueden influir sobre la estrategia financiera de la empresa. El objetivo de mantener el control de la empresa del grupo familiar, junto a la aversión al riesgo que conlleva la concentración del patrimonio personal en la compañía, marcan la preferencia por la retención de beneficios como forma de financiamiento, limitando de esta de esta forma el crecimiento de la empresa.

El financiamiento interno a partir de las ampliaciones de capital encuentra como límite en las empresas familiares, la vinculación que ya tiene el patrimonio de los propietarios en las primeras generaciones y el creciente interés de las terceras generaciones y siguientes por percibir dividendos en lugar de aportar más fondos a la empresa. Además, la posibilidad de

dar entrada a nuevos socios, normalmente choca con el objetivo de mantener el control de la empresa en la familia. Por otro lado, el recurso del financiamiento externo encuentra como límite la aversión al riesgo que suele caracterizar a los propietarios familiares, ya que tienen vinculado buena parte de su patrimonio a la empresa.

En conclusión las empresas familiares tienden a actuar con un menor nivel de *riesgo*, con un mayor *control* del accionariado, además tienden a ser mas *cerradas en si mismas* y tienen dificultades para mantener un ritmo rápido de *crecimiento*.

En adición, hay una interrogante de cómo las técnicas de administración financiera en las empresas familiares difieren de otras firmas. Son estas diferencias basadas en el tamaño, la presencia de tomadores de decisión externos, o la edad del negocio?

En cuanto a la estructura de capital en los mercados emergentes muy poco se conoce acerca de las decisiones de financiamiento de las empresas en estos mercados. En particular, hay una necesidad de trabajos empíricos que identifiquen los patrones de financiamiento de las empresas de los países en vías de desarrollo, por ejemplo si las empresas construyen su estructura financiera a lo largo de las líneas tradicionales, y si es así, si están orientadas hacia los bancos o a las acciones de los mercados emergentes. Pudiera ser que las empresas en los países en vías de desarrollo estén creando una nueva estructura financiera que le convenga a su ambiente particular.

Las empresas familiares son protagonistas fundamentales de la actividad económica y además, se constituyen en un factor de estabilidad del aparato productivo, por ser la mayoría de tamaño pequeño y mediano (PyMES), por lo que es interesante investigar cómo es su comportamiento financiero.

Actualmente las investigaciones sobre empresas familiares son en gran parte descriptivas más que prerrogativas. La mayoría de la literatura que ha tomado un acercamiento prerrogativo ha sido hecha desde la perspectiva de cómo mejorar las relaciones familiares más que el desempeño del negocio. Mientras que un mejor entendimiento de la

combinación de la familia con la empresa familiar es válido y útil, hay otros objetivos que merecen ser perseguidos también.

Aunque las investigaciones publicadas en el campo de la empresa familiar están llegando a ser cada vez más sofisticadas y rigurosas se requiere un cuerpo del conocimiento que amplíe la comprensión de ese dominio para establecer un campo único de estudio lo que contribuiría a la profesionalización de la empresa familiar.

Este estudio es un esfuerzo por hacer una contribución a la deficiencia que actualmente existe en la literatura de este campo, identificando los atributos de las firmas las cuales obtienen financiamiento para soportar la teoría existente sobre las preferencias de estructura de capital en las empresas familiares. Tradicionalmente las investigaciones en finanzas han ignorado el campo de las empresas privadas, prefiriendo analizar las empresas públicas (cotizadas).

Capítulo II: Influencia del Gobierno Corporativo en el desempeño financiero

En muchas ocasiones los empresarios se quejan de la falta de recursos de financiamiento y de socios para adelantar los planes de expansión de sus empresas. Lo cierto es que aun en situaciones de alta liquidez en el mercado y en presencia de proyectos e iniciativas emprendedoras, muchos empresarios no acceden a recursos frescos. Esto se debe a que la forma en que sus empresas son gobernadas no genera suficiente confianza a los inversionistas.

El término Gobierno Corporativo ha merecido mucha atención en el ámbito mundial, especialmente luego de las crisis económicas de algunos países desnudaran la estrecha relación entre la gravedad de tales crisis y la situación financiero-económica de las empresas, y también cuando se presencia en los mercados más desarrollados los fiascos y debacles de importantes empresas operando en sectores considerados muy competitivos.

Como reacción a estos eventos surge una fuerte corriente que plantea mejorar el Gobierno Corporativo de las empresas como medio para que tales crisis, que inevitablemente suelen ocurrir, resulten lo menos dañinas posibles, pero sobre todo para que las empresas tengan mejor desempeño, sean más sólidas y estables y estén mejor preparadas para competir.

Sección 1: Estructura del Gobierno Corporativo

La presencia de varios participantes interactuando bajo diversas reglas o prácticas sugiere que el Gobierno Corporativo se manifiesta en varios frentes a la vez para evaluarlos se puede agruparlos en algunos bloques como son el Derecho de propiedad, el Directorio o Gerencia y el de Transparencia como se muestra en la Tabla No. 4.

Tabla No. 4
Esquema para analizar el Gobierno Corporativo

| |
|---|
| <p>Derechos de propiedad</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estructura de propiedad • Derecho a voto • Política de dividendos • Mecanismos de cambio de control • Derecho de otros participantes |
| <p>Directorio/Gerencia</p> <ul style="list-style-type: none"> • Delimitación de obligaciones • Conflictos de interés • Mecanismos de designación y renovación • Independencia/vinculación • Mecanismos de supervisión |
| <p>Transparencia</p> <ul style="list-style-type: none"> • Políticas y mecanismos de información • Prácticas contables y de auditoría • Relaciones con los inversores y otros grupos de interés • Credibilidad |

Fuente: Corporación Andina de Fomento (CAF), 2005
<http://www.caf.com>, recuperado mayo, 2012

Las empresas familiares son comunes tanto no cotizadas como corporaciones públicas alrededor del mundo (Shleifer and Vishny, 1986 para Fortune las 500 firmas, 149 de estas tienen familias en sus juntas directivas; La Porta et al 1999 en las 27 economías más ricas, 30% son controladas por familias o de manera individual; Claessen et al 2000 para el Este de Asia, sobre las dos terceras partes de las empresas son controladas por familias o individuos; Faccio y Lang 2002 en 13 de los países de Europa del Este, el 44% de las empresas son controladas por familias).

La propiedad familiar ha sido asociada con varias valoraciones y efectos en el desempeño de las firmas. La propiedad familiar y altos niveles de control corporativo son usualmente enlazados. Esto debido a problemas de agencia los cuales se pueden crear entre la familia controladora y los socios minoritarios, resultando una disminución del valor (Claessen et al 2002, y Conqvist et Nisson 2003).

1.1 Los efectos de la propiedad familiar en la gestión de la empresa

Una de las principales características de la empresa familiar es el deseo de sus fundadores y sucesores de que la propiedad y la gestión de la empresa se mantengan en manos de la familia (Gallo y Amat, 2003).

1.1.1. Propiedad y patrimonio

La propiedad a diferencia del patrimonio es un derecho que se puede ejercer sobre una posesión para disponer de ella dentro de los límites legales, el capital, que es usado con una connotación financiera de algo que periódicamente genera rendimientos o beneficios pero difiere del patrimonio debido a que no todos los bienes que lo constituyen crean valor, y la riqueza, que hace referencia a la abundancia, ya sea de bienes, objetos preciados o cualidades, mientras que el patrimonio es un cúmulo de bienes, derechos y obligaciones con valor económico perteneciente a la familia, a sus miembros o a sus estructuras jurídicas para desarrollar sus intereses particulares o colectivos (Gómez-Betancourt, 2010).

El patrimonio familiar es el destinado por uno o más miembros de una familia para la gestión, el usufructo y goce de las futuras generaciones familiares. Los accionistas de la familia deben mantenerse informados y estar muy atentos a la estrategia del negocio, pero deben evitar involucrarse en su manejo y sólo actuar por medio de los canales apropiados, (Ward, 2004). Esta cultura de propietarios activos debe ser diseminada mediante las generaciones, enseñando a los futuros propietarios del patrimonio familiar cómo participar y agregarle valor sin trabajar directamente en las organizaciones.

La teoría de la agencia Jensen y Meckling (1976); Fama y Jensen (1983) como paradigma en el campo de las finanzas, se ha modelado como un punto de partida la idea seminal de

Berle Means (1932) sobre la prevalencia de corporaciones de propiedad difusa en los Estados Unidos, en las cuales la propiedad del capital está dispersa entre pequeños accionistas de manera que el control está en manos de los directivos (La Porta, López de Silanés y Shleifer, 1999). No obstante, en los últimos años distintos estudios han empezado a cuestionar la validez empírica de esta imagen. En este sentido, son diversos los trabajos que encuentran en las grandes empresas la presencia de accionistas controladores (e.g., Holderness y Sheehan, 1988; Gedajlivic, 1993; La Porta, et al., 1999; Thomsen y Pendersen, 2000) y además, que estos accionistas están activos en el gobierno corporativo, en contraste con la idea de Berle y Means en cuanto a que los directivos no responden ante nadie (La Porta et al., 1999).

La teoría de la agencia ofrece un marco conceptual para analizar las relaciones entre las partes interesadas de una empresa, concretamente, los accionistas, acreedores y administradores. Hace posible el análisis preciso de los factores que subyacen en la gobernabilidad tales como los conflictos, los cuales surgen cuando una de las partes interesadas (el director) delega la administración de sus intereses, generalmente financieros a uno de los otros actores (el agente) de la firma. Sin embargo la teoría de la agencia solo toma en cuenta los conflictos que surgen entre los actores de la empresa debido a la forma de asignar los recursos financieros; las áreas de conflicto en las empresas familiares pueden surgir también por la forma de asignar controles y beneficios privados específicos (Hart, 1995).

La intensidad de los conflictos de agencia entre el agente y el director depende de sus preferencias establecidas, en las cuales el grado de aversión al riesgo es un importante determinante (Jensen y Meckling, 1976).

La teoría de la agencia se ha convertido en la referencia teórica dominante en los estudios sobre la estructura de propiedad. La teoría analiza la relación entre los propietarios y los directivos quienes actúan en nombre de los primeros.

Los supuestos básicos son los que los directivos tienen otros intereses (altas compensaciones, bajos niveles de esfuerzos, preferencias de gastos, construcciones de imperios, etc.), a pesar de que este supuesto puede ser suficiente para muchos propósitos, estrictamente hablando, es sólo una aproximación a la idea más general de que los propietarios (al igual que los directivos) desean maximizar su utilidad, la cual puede depender de otros factores.

No obstante, la posibilidad de que los principales propietarios puedan tener otros objetivos distintos a la maximización del valor es raramente considerada en la literatura (Thomsen y Pedersen, 2000); en ese sentido, puede ser posible que la identidad de los propietarios sea un factor importante a considerar.

Berle y Means (1932) postulan que la concentración de la propiedad ayuda a reducir los conflictos de intereses entre directores y accionistas. La concentración de la propiedad debería aumentar el desempeño de la firma. Jensen y Meckling (1976) argumentan que en general los costos de agencia engendrados por la existencia de propietarios externos son positivos, esto permitirá al propietario externo (p. ej., accionistas) vender sus acciones en nombre de un inversionista a un director-propietario quien puede evitar estos costos. Fama y Jensen (1983) argumentan que es eficiente controlar problemas de agencia entre demandantes residuales y tomadores de decisión restringiendo reclamaciones residuales de los tomadores de decisión como en el caso de propiedades, pequeñas sociedades, y corporaciones cerradas, caracterizado por sistemas de decisión concentrados y las reclamaciones residuales que son restringidas a los agentes de decisión. Demsetz (1983) postula que la concentración de la propiedad no debería influir en el valor de la firma. Estudios tanto teóricos como empíricos han proporcionado el apoyo combinado a estas aserciones. Thomsen y Pedersen (2000) encontraron que la concentración de la propiedad tiene un efecto acampanado sobre los retornos de activo y el valor de mercado de las acciones. El efecto acampanado se refiere a un efecto creciente seguido de uno decreciente. Estos autores también encontraron que la propiedad institucional está asociada con un premio sobre el valor de mercado, pero la familia, el gobierno y otra propiedad de empresa

tienen un efecto de descuento. El mismo modelo se sostiene para los retornos de los activos, pero el efecto es más débil y menos significativo. Schulze et al. (2001) argumentan que las relaciones de familia aumentan los problemas de agencia asociados con la propiedad privada y la dirección. Los mecanismos principales por los cuales esto ocurre son el altruismo y el mismo control. Estos podrían conducir al riesgo moral y los problemas de agencia que pueden hacer que las firmas de familia tengan un bajo desempeño.

Si el apalancamiento financiero juega un papel determinante en la reducción de los problemas de sobreinversión y subinversión disciplinando el comportamiento de los directivos con ocasión de las oportunidades de crecimiento a disposición de la empresa, no menos influencia sobre dicho comportamiento y, por ende, sobre el valor, parece ejercer la estructura de propiedad y control empresarial. Los trabajos de Bergström y Rydqvist (1990), Demsetz y Lehn (1985), Morck, Shleifer y Vishny, (1988) y McConnell y Servaes (1990) constituyen una magnífica síntesis de las aportaciones orientadas a analizar la relación estructura de propiedad-resultados y la influencia de distintos aspectos que la estructura de la propiedad tienen en la resolución de los problemas de agencia que pueden plantearse entre propiedad y dirección. A este respecto, una de las variables claves que permite alinear los intereses de los accionistas y la dirección es la participación de los miembros del equipo directivo o del consejo de administración en el capital social de la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Morck, Shleifer y Vishny, 1988). Aun pronosticando una relación positiva general entre participación accionarial y valor, es de esperar que su influencia sea más significativa en ausencia de oportunidades de crecimiento, ya que en estas situaciones se puede agravar el conflicto de intereses entre los accionistas y la dirección.

Otra de las variables tradicionalmente integradas dentro de la estructura de propiedad y control y que pueden contribuir a conciliar los intereses de accionistas y dirección es la concentración de la propiedad. Jensen (1986) y Stiglitz (1985) contemplan la posibilidad de concentrar la propiedad en manos de unos pocos accionistas como forma de disciplinar, al margen de la utilización de deuda, a los directivos, y prevenir un uso ineficiente de los

recursos libres o un crecimiento inadecuado. La concentración de la propiedad siempre ha sido considerada como un mecanismo efectivo de disciplina y, por tanto, un factor determinante de la creación de valor. Es importante constatar que en presencia de oportunidades una propiedad concentrada pudiera ser una barrera al aprovechamiento de proyectos que requieren importantes inversiones y capacidades directivas habilitadas por la especialización entre propiedad y control (Burkart et al, 1997).

Debido a los altos índices de concentración de la propiedad en Europa, la inclusión de la identidad de los propietarios es crucial para entender el gobierno corporativo en el continente (Thomsen y Pedersen, 2000). Así que aunque todos los propietarios generalmente se beneficiarían con un precio alto de las acciones, estos diferirán en la prioridad que otorgan al valor con respecto a otros objetivos, que para el caso de las familias puede ser el control y la supervivencia a largo plazo de la empresa. En esta misma línea Sharma, Chrisman y Chua (1997), desde un enfoque de dirección estratégica, argumentan que la implicación familiar va a influir en los objetivos que se van a perseguir en el negocio, en la estrategia diseñada para lograr esos objetivos en los mecanismos que se establezcan para implementar la estrategia y controlar los progresos de la empresa hacia el logro de esos objetivos. Por su parte, Galve y Salas (1995) argumentan que la naturaleza de los accionistas que controlan la sociedad puede influir sobre los resultados a través no sólo de las diferencias de objetivos ya mencionadas, sino también a través de los costos de agencia a que dan lugar los contratos que buscan mantener la cohesión del grupo o los que sirven para regular el conflicto con otros grupos minoritarios.

Estas particularidades en los objetivos de las empresas familiares tienen su justificación en la propia definición de este tipo de empresa. De esta manera, la propiedad familiar a menudo se asocia con una doble función para la familia como propietaria y directiva de la empresa (Rosenblatt, et al., 1985; Dyer, 1986; Gallo y García, 1989). En términos económicos, las familias hacen inversiones específicas de la empresa en capital humano, lo que las hace reacias a renunciar al control (Thomsen y Pedersen, 2000). Esto y el hecho de que las familias fundadoras propietarias de grandes empresas es probable que sean relativamente ricas, puede dar origen a un compromiso a largo plazo con la supervivencia

de la empresa, lo cual es un rasgo con el que frecuentemente se asocia a las empresas familiares. Esta característica tiene el potencial para dar lugar a ventajas competitivas a largo plazo dado que este compromiso con la empresa puede ser fructífero en forma de recursos y capacidades valiosos para la misma (Cabrera y De Saá; Habberson y Williams, 1999; Camisón, 2001).

La existencia en la empresa familiar de propietarios y/o directivos con un parentesco familiar, y que esto a su vez tenga incidencia en la toma de decisiones empresariales, puede dar lugar a determinadas perturbaciones en la empresa. Así, el hecho de que la propiedad se encuentre en manos de una familia puede dar lugar a conflictos de poder especialmente graves, porque se mezclan los conflictos de empresa con los de la familia y, sobre todo, puede dar lugar a problemas en cuanto a la dimensión de la empresa, debido a las limitaciones que supone la autofinanciación. Así, dado que una parte importante de la riqueza de estas familias propietarias suele estar invertida en estas empresas y que más familias a menudo no quieren arriesgarse a perder el control permitiendo la entrada de extraños, las empresas de propiedad familiar pueden ser relativamente adversas al riesgo y es más probable que tengan más restricciones de capital que otras empresas (Thomsen y Pedersen, 2000). Por otro lado, la implicación de la familia en la dirección de la empresa puede tener como consecuencia el que se coloque en puestos de responsabilidad directiva a personas no cualificadas, es decir la existencia de atrincheramiento familiar, lo cual es uno de los errores más graves y sin embargo, no deja de ser frecuente.

De hecho, gran parte de la literatura existente sugiere que es posible que se produzca una subordinación de los objetivos empresariales a los objetivos familiares, o, al menos que se desarrollen mecanismos para acomodar estos dos sistemas a menudo enfrentados entre sí. La implicación es que las empresas familiares son menos “profesionales” que otras configuraciones de propiedad alternativas (Daily y Dollinger, 1992).

Sin embargo, si se adopta el planteamiento ya comentado de la teoría de la agencia, se podría argumentar que precisamente esta implicación familiar en la propiedad y la dirección del negocio debería proporcionar a la empresa familiar ciertas ventajas en la

medida en que, según este enfoque teórico, una empresa donde coincidan propietarios y directivos es más eficiente que aquellas en las que no se da esta identificación, dados los problemas del posible comportamiento utilitarista del agente con respecto al principal y los costos asociados a la supervisión del mismo. Obviamente estos problemas y los costos de agencia asociados deberían anularse si las figuras de principal y agente coincidieran en la misma persona, y esta es precisamente la situación en las empresas familiares, donde propiedad y dirección suelen coincidir en los miembros de una familia. En este sentido, determinados autores (Aronoff y Ward, 1995) postulan que precisamente en esa coincidencia reside una fortaleza de las empresas familiares en cuanto a que en ellas se evitan los costos de agencia por la existencia de una activa implicación de los propietarios de la empresa en la dirección de la misma.

Las características de la propiedad de la familia sugieren que las decisiones de inversión en las empresas familiares sean potencialmente bajo la influencia de los incentivos asociados con esta estructura de propiedad. La propiedad es sumamente concentrada y su presencia a largo plazo en la firma implica que tientan a estos inversionistas a confiar en las fuentes internas de finanzas cuando los fondos de proyectos provechosos de la inversión son necesarios. El financiamiento externo podría ser considerado demasiado aventurero debido a la probabilidad de que un aumento del capital social gradualmente reducirá el control de familia. Gastos adicionales podrían ser impuestos a accionistas minoritarios por las familias que usan su posición en la firma para maximizar ventajas privadas y flujos superfluos de caja libres.

En cuanto a la propiedad la empresa familiar está afectada por las tensiones que se pueden producir entre accionistas y, especialmente, por los problemas que se derivan de una dispersión del capital en número muy elevado de accionistas cuando la empresa pasa de la segunda generación a la tercera y siguientes.

1.1.2 La evolución de la propiedad

- Etapa del propietario controlador

Se caracteriza por ser empresas en las que el dueño controla prácticamente totalidad del negocio. En la mayoría de las ocasiones, aunque no siempre, se trata de empresas que pueden ser catalogadas como “emprendedoras”. No siempre tienen que ser pequeñas empresas y en ella pueden trabajar otros familiares, emparentados directamente con el propietario. Si existe consejo de administración éste es más que nada formal, sin poder ni significación relevante en la realidad.

Uno de sus principales retos consiste en que la empresa sea capaz de crecer sin la necesidad de introducir nuevos propietarios o socios capitalistas. La capitalización de la empresa constituye una preocupación recurrente en este tipo de empresas. Asimismo, este tipo de empresas tiene que mantener un equilibrio entre el amplio poder que desempeña el propietario principal y la necesidad de que otros familiares y agentes participen en el funcionamiento de la empresa. Una excesiva dependencia de las capacidades del dueño puede ser peligrosa a largo plazo. Finalmente, un tercer reto de esas empresas consiste en la planificación de cuál será la estructura para la próxima generación.

- Etapa de asociación de hermanos

Son empresas que han superado al menos un relevo generacional, estando generalmente en su segunda generación. El control de la propiedad recae en dos o más hermanos, aunque pueden existir otros accionistas, familiares o no. El principal problema en este tipo de empresas es el relativo al establecimiento de un proceso adecuado que permita compartir el control entre los hermanos sin que se produzcan situaciones de conflicto. Para ello, es esencial definir y delimitar correctamente cuál es el papel que deben desempeñar los propietarios no empleados en la empresa.

Así mismo, en esta fase, suele producirse un debate en relación con la conveniencia de reinvertir los beneficios frente al reparto de dividendos. Mientras que los propietarios implicados en la gestión de la empresa suelen entender las ventajas de la autofinanciación, vía dotación de reservas, aquellos otros que no participan activamente en la empresa

pueden estar más interesados en su liquidez y para ello, propugnar mayores tasas de reparto de dividendos anuales. Finalmente, las empresas en esta fase han de equilibrar las presiones procedentes de las distintas ramas de la familia, aún incipientes (por parte de parientes políticos, hijos de los hermanos propietarios, etc.)

- **Consortio de primos**

Se trata de empresas que ya se encuentran en un estado evolutivo muy desarrollado, en la tercera generación o incluso más allá de ella. El accionariado familiar se encuentra bastante fragmentado y los vínculos de unión entre estos familiares es cada vez más indirecta. La antigüedad de la empresa es, por tanto, bastante elevada y ello implica, habitualmente, que se haya desarrollado una cultura sólida a lo largo de todos estos años.

Entre los principales retos de las empresas que están en esta etapa podemos destacar la necesidad de articular mecanismos suficientemente sofisticados para hacer frente a un sistema social muy complejo (relaciones entre familia, empresa, accionistas, directivos, etc.). En segundo lugar, es necesario que la empresa cuente con un sistema que permita que se desarrollen con fluidez los procesos de compraventa de acciones entre accionistas familiares y, para que ello sea posible, que existan mecanismos consensuados de valoración de las acciones de la empresa familiar (Casillas et al., 2005). Otro reto que enfrentan estas empresas es las relaciones entre la gestión de la empresa y la propiedad y, en especial, el manejo de los temas referentes a la información sobre la evolución de la empresa, a la toma de decisiones sobre los aspectos más relevantes estratégicos y financieros, a la política de dividendos, al desarrollo de los accionistas o al rol de la propiedad (Gallo y Amat, 2003).

1.2. Profesionalización de las Empresas Familiares

Uno de los puntos claves relacionados con la continuidad de las empresas familiares a lo largo del tiempo, entre ellos se encuentra la profesionalización.

De acuerdo a Casillas et al 2005 la profesionalización en una empresa depende de:

- a) Los principios y valores que priman en la empresa. Así para poder afirmar que una

empresa está profesionalizada, los principios que deben presidir la estructura, la evolución y el funcionamiento de la empresa, han de ser los principios empresariales, tales como la productividad, la rentabilidad, la calidad, el beneficio, el equilibrio financiero, etc. En el extremo opuesto, en aquellas empresas menos profesionalizadas, los valores personales y familiares pueden tener una elevada importancia, de forma que se adopten decisiones empresariales basadas en criterios familiares.

- b) Existencia de una estructura y diseño organizativo empresarial. Las empresas se caracterizan por ser organizaciones y éstas, a su vez, se caracterizan por contar con sistemas y diseños orientados a la consecución de sus objetivos. Estos sistemas van más allá de las personas que desempeñen las distintas funciones de la empresa. En otras palabras, son las personas las que deben desarrollar las funciones de la empresa y no al revés.
- c) Las personas que desempeñen todos y cada uno de los puestos con alguna responsabilidad ejecutiva en la empresa han de ser las idóneas, en cuanto al nivel y orientación de su formación, capacitación profesional, aptitudes y actitudes. Estas personas han de ser las mejores para cada puesto. En las empresas familiares, a veces es posible encontrar miembros de la familia que son los más adecuados para determinados puestos, aunque no siempre.

Sin embargo, el hecho de pertenecer a la familia propietaria constituye una característica más del individuo. Esta característica puede favorecer el desempeño de su actividad en su puesto o todo lo contrario, según los casos.

Con independencia de los puestos directivos, y en relación con la confluencia de roles entre familia y empresa, cabe decir, que la existencia de empleados familiares presenta ventajas e inconvenientes. Un resumen de estas ventajas e inconvenientes aparece en la Tabla No. 5.

Tabla No. 5

Ventajas e inconvenientes de los empleados familiares

| Ventajas | Inconvenientes |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • En comparación con los no familiares, un familiar es más susceptible de tener un mayor sentido de la responsabilidad pública en su trabajo. | <ul style="list-style-type: none"> • Si un familiar es contratado como ejecutivo y demuestra ser incompetente, no se le puede despedir o desplazar con la misma facilidad que a los demás. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Un familiar es susceptible de encajar mejor que un no familiar. | <ul style="list-style-type: none"> • El nepotismo tiende a desalentar a los externos que buscan trabajo en la empresa. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Un familiar es susceptible de tener mayor interés por la empresa que un no familiar. | <ul style="list-style-type: none"> • El nepotismo suele crear envidias y resentimientos entre los empleados. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Cuando el familiar de un ejecutivo entra a formar parte de la dirección y demuestra estar capacitado, el espíritu del equipo de dirección resulta estimulado. | <ul style="list-style-type: none"> • A los directivos les resulta imposible ser objetivos con las cualificaciones de sus propios familiares o los de otros ejecutivos. |
| <ul style="list-style-type: none"> • En comparación con los no familiares, el familiar de un ejecutivo es susceptible de ser más leal y responsable. | <ul style="list-style-type: none"> • En los equipos de dirección con influencia de miembros de una familia, los intereses familiares tienden a pasar por delante de los corporativos. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Miembros de la familia en la dirección ayudan a asegurar la continuidad y efectividad en la aplicación de las políticas corporativas. | <ul style="list-style-type: none"> • El nepotismo tiende a generar falta de respeto hacia el buen juicio, integridad y objetividad de la alta dirección. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Debido a que el junior familiar de un ejecutivo no tiene que jugar a estar a la altura de su jefe, puede marcarse su propio ritmo y desarrollar mejor sus capacidades. | |

Fuente: Actualidad de la Empresa Familiar, 2000 "Empleados Familiares, puntos fuertes y débiles" No. 2, p.11, citado por Casillas et al., 2005

Lo realmente importante en la profesionalización de la empresa familiar es que los directivos cuenten con las destrezas y habilidades suficientes para el desarrollo de sus funciones empresariales. Carlock y Ward (2003), pp. 138, proponen para la empresa familiar, un modelo basado en el clásico de Mintzberg (1990) sobre las labores de gestión y

liderazgo, que aparece en la Tabla No.6

Tabla No. 6
Actividades de gestión y liderazgo en la empresa familiar

| | |
|---|---|
| <p>Roles Interpersonales</p> <ul style="list-style-type: none"> • Representación • Líder • Enlace | <ul style="list-style-type: none"> • Cabeza visible de la empresa y la familia • Organizar y formar parte de la dirección • Motivar a los empleados pertenecientes, o no a la familia • Trabajar con el consejo de administración y el consejo de familia. • Crear compromiso en la familia con la empresa • Trabajar dentro de la empresa • Vincular a los diferentes grupos familiares • Crear relaciones con los interesados externos. |
| <p>Roles Informativos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Supervisor • Difusor • Portavoz | <ul style="list-style-type: none"> • Investigar el entorno externo • Mantener contactos personales con miembros de la familia • Supervisar a los empleados • Difundir información de la empresa • Aclarar información de la familia • Reforzar los valores y la visión de la familia • Representar a la empresa ante la familia y a la familia ante la empresa. |
| <p>Roles de decidir</p> <ul style="list-style-type: none"> • Emprendedor • Eliminador de perturbaciones • Asignador de recursos • Negociador | <ul style="list-style-type: none"> • Pensamiento y formulación estratégicos. • Regeneración empresarial durante las transiciones generacionales. • Solventar los conflictos o problemas empresariales. • Reformular planes empresariales. • Asignar recursos, especialmente remuneración, dividendos e inversiones. • Negociar el consenso familiar. • Tender un puente entre los conflictos de familia y de empresa. |

Los principales problemas financieros de una EF se derivan de: la falta de conocimientos administrativos por parte del dueño, falta de la existencia de un plan de negocios donde los miembros identifiquen la misión y planes de la empresa, la existencia de miembros que no trabajan en la empresa y que reciben sueldo, la falta de experiencia de los hijos que entran a trabajar en la empresa, los conflictos familiares y la falta de previsión de sucesos (muerte fundador, divorcio o muerte de los hijos sucesores). Con todo ello, ocasiona que las capacidades familiares no se lleven en conjunto evitando el éxito de la empresa (Sorenson, 2000).

La empresa familiar, como cualquier empresa, tiene el reto de mantener su competitividad y su rentabilidad. Esto está ligado a la superación de sus dificultades para afrontar la renovación permanente de su negocio y la mejora continua de la eficacia y profesionalización de su gestión (Gallo y Amat, 2003).

La investigación de W. Gibb Dyer, hijo, (1988) de la Brigham Young University identificó serios dilemas que confrontan los propietarios de empresas familiares en sus dobles funciones, por un lado, como miembros de la familia y administradores por el otro.

La investigación sobre empresas familiares muestra que las oportunidades profesionales son recursos únicos que estas empresas pueden convertir en una ventaja competitiva, (Poza et al. 2004). Las oportunidades profesionales para los miembros de la familia como para lo que no pertenecen a ella son activos importantes en la promoción de la continuidad de la empresa.

La confianza en que las oportunidades profesionales estarán disponibles para ellos es importante para los miembros que no pertenecen a la familia, pero esta confianza no siempre es fácil de mantener en las empresas familiares, después de todo, las historias de nepotismo en las empresas familiares abundan. Y la realidad es que en muchas empresas

familiares y empresas controladas por familias existe preferencia por la continuidad de la dirección familiar.

Es esencial una cultura de empresa familiar que se base en los méritos y sea manejada profesionalmente. Y la forma más segura de proporcionar oportunidades profesionales a los miembros de la familia y a los que no pertenecen a ella es promover el crecimiento continuo de la empresa.

Otros autores han estudiado el efecto de alternativas de dirección diferentes, p. ej. el empresario y/o la familia versus la dirección profesional, en las firmas. Charan et al. (1980) describen la primera generación emprendedora de la firma teniendo como: (a) un sistema de toma de decisiones sumamente centralizado; (b) una sobre dependencia en uno o dos individuos claves para la supervivencia de la firma y crecimiento; (c) un repertorio inadecuado de habilidades directivas y educación; y d) una atmósfera paternalista.

Los directores-propietarios a menudo luchan con la delegación de autoridad y toma de decisiones. Las firmas en esta etapa a menudo exponen un modelo donde el control se traslada hacia adelante y hacia atrás entre el fundador y el sucesor designado. Como estos autores estudian firmas de familia a lo largo de tres dimensiones (el negocio, la propiedad, y la familia), la necesidad de la dirección profesional probablemente ocurre simultáneamente durante la etapa de expansión/formalización, la sociedad de hermanos y la etapa donde entra la nueva generación (Gersick et al., 1997). Brunninge et al. (2007) sugieren que la ampliación del equipo directivo superior y agregar directivos externos al consejo pueda ayudar a las PyMES a poner en práctica el cambio estratégico. Hall y Nordqvist (2008) contribuyen con la cuestionante de la necesidad de traer a directivos externos profesionales a la firma de familia. En consecuencia, la noción tradicional que las familias carecen de un fondo de talento directivo es cuestionable. La competencia formal directiva no es suficiente para asegurar el éxito, la competencia cultural es necesaria también. La competencia cultural se refiere a la capacidad del director de enfrentarse con las interacciones únicas entre la firma, la familia, empleados, etc. (Hall y Nordqvist, 2008). Zahra (2005) encuentra que la participación de familia anima el espíritu emprendedor. Este

autor sugiere que las habilidades y talentos de los miembros de la familia sean explotados estratégicamente con el propósito de entrar a nuevos mercados seleccionados. Sharma y Nordqvist (2007) postulan que las firmas de familia mejoran su funcionamiento cuando ellos alinean los valores de familia, la participación de familia, y el mecanismo apropiado de gobernanza.

Desde luego la falta de competencia formal directiva no puede ser la única razón de profesionalizar la dirección. Levinson (1971) argumenta que ‘el hijo-padre’ y las rivalidades ‘de hermano-hermano’ pueden representar una amenaza para la continuidad de firma de familia. El autor sugiere la dirección profesional como un camino eficaz de vencer estos conflictos. Levinson llega a abogar por el retiro de todos los miembros de familia de operaciones firmes. Asimismo Dyer (1986) postula que trayendo directivos profesionales a la firma de familia pueden ayudar a asegurar la toma de decisiones racional y reducir los efectos negativos de conflictos de familia y nepotismo.

La empresa familiar es una organización compleja. Tal heterogeneidad de agentes, de roles en interacción y en constante evolución es, como bien puede entenderse, un caldo de cultivo de conflictos, más o menos relevantes.

La literatura existente sobre conflictos en el mundo de la empresa ha venido demostrando que el conflicto no es en sí mismo algo negativo. El conflicto es, en realidad, algo inevitable, forma parte de la vida de las organizaciones sociales y contribuye a su desarrollo y a su proceso de evolución natural. Una organización que pretenda a toda costa evitar todo tipo de conflictos tenderá a ocultarlos. Y estos conflictos ocultos tenderán a crecer con el tiempo, a alimentarse a sí mismos y, más tarde o más temprano, acabarán por salir a flote, probablemente en el momento menos oportuno (Casillas et al, 2005).

Es importante resaltar la necesidad de controlar los procesos de conflictos, mantenerlos en niveles razonables y disponer de mecanismos adecuados y legítimos para afrontarlos y

resolverlos. Para ello, es necesario comprender cómo se generan los conflictos en el seno de las organizaciones, preverlos y articular mecanismos de solución.

Amit y Villalonga (2006) prueban empíricamente el efecto de la dirección de familia sobre una muestra de firmas. Más expresamente, ellos segregan los efectos de propiedad, dirección y control sobre el valor de la firma. Ellos encuentran que la propiedad de familia tiene una influencia positiva en el valor de la empresa cuando el fundador continúa como director ejecutivo o la posición de presidente con un director ejecutivo no familiar. En su muestra, un descendiente como director ejecutivo destruye el valor para la segunda generación de la firma, pero un director ejecutivo de la familia añade el valor para la tercera generación de la firma. Sciascia y Mazzola (2008) muestran que la dirección de familia, a diferencia de la propiedad de familia, tiene un efecto negativo sobre el desempeño de la firma. El efecto negativo se deriva de miembros de familia que exponen capacidades inadecuadas profesionales, conflictos de familia internos, inhabilidad de incrementar el capital adicional, y una preferencia por objetivos no financieros. Los autores concluyen que la propiedad de familia no necesariamente afecta el desempeño de la empresa en firmas de familia no cotizadas. Martin de Holan y Sanz (2006) argumentan que el impacto negativo de propiedad de familia podría ser solucionado parcialmente si los propietarios controladores se comprometen a proteger a los inversionistas minoritarios.

Daily y Dollinger (1992), argumentan que de acuerdo con los planteamientos de la teoría de la agencia, las empresas que actúen en interés de los propietarios deberían caracterizarse por una mayor eficiencia que las empresas que actúan para maximizar la utilidad de los directivos, y que, en consecuencia, la cuestión clave a estudiar empíricamente es si las empresas controladas por directivos no implicados en la propiedad tienen un mejor desempeño. Por tanto, estos autores plantean su estudio de manera que comparan empresas de propiedad y dirección familiares con empresas de dirección profesional (ajena a la familia) con respecto a diversas dimensiones estructurales, de procesos y de resultados. Sus análisis confirman que, efectivamente, existen diferencias estructurales y de procesos entre un tipo de empresas y el otro.

Así las empresas dirigidas por directivos profesionales son más grandes en términos de número de empleados, llevan más años operando y claramente presentan una mayor utilización de sistemas de control interno formales en contraposición con las empresas de control familiar, que optan claramente por métodos de control sociales, en cuanto a la cuestión de la eficiencia, la evidencia muestra que las empresas de propiedad y dirección familiares obtenían mayores puntuaciones de todas las medidas de resultados, tanto cuando esta es medida en términos de tasas de crecimiento en ventas y márgenes como en términos de medidas percibidas (subjetivas). En línea con los planteamientos de agencia, los autores explican estas diferencias en función de los diferentes estilos y motivaciones que presentan los directivos profesionales frente a los propietarios/fundadores de las empresas. En la misma línea, de acuerdo a Dyer (1986), la denominada cultura profesional está basada en el supuesto de que el logro y la motivación individuales son prioritarios, de ahí que los directivos profesionales puedan perseguir estrategias de crecimiento más por motivos de seguridad y ventajas personales asociadas a un mayor tamaño de la empresa que por motivos de rentabilidad.

Lo que distingue a las empresas familiares exitosas es precisamente que sus líderes invierten tiempo en construir la unidad y compromiso familiar con la empresa y en profesionalizar los procesos (por ejemplo, el plan estratégico familiar) y las estructuras (órganos de gobierno, protocolo familiar, reuniones familiares) a través de las cuales interactúan los familiares.

La presencia de directivos familiares y no familiares. En especial, la utilización de directivos profesionales familiares contribuye a perpetuar el legado familiar (cultura, historia de la empresa, tradición industrial, relación con grupos de interés), y a mantener un estrecho vínculo de la empresa con la familia.

Sección 2 Emprendimiento y Desempeño Financiero

Las finanzas para emprendedores se enfocan en la administración financiera en las empresas emprendedoras. La mayoría de ellas pudieran ser empresas jóvenes, sin embargo algunas son maduras. El trayecto examinará las empresas en todas sus etapas de su ciclo de vida, desde la generación de la idea inicial hasta la última inversión de la empresa.

La administración financiera en las firmas emprendedoras implica el entendimiento de ambos lados del estado de situación, explorar cómo evaluar el emprendimiento de las oportunidades de negocios. Las destrezas necesarias para realizar buenas decisiones de inversión incluyendo el desarrollo de un marco de referencia para analizar las oportunidades de negocios (Gompers et Sahlman, 2002).

Es importante determinar cómo las inversiones en los emprendimientos serán financiadas haciendo énfasis en la comprensión y las condiciones de las instituciones financieras.

2.1 Emprendimiento y Políticas Financieras

Desde hace ya varias décadas se ha llegado a un consenso mundial referente a la clara y directa relación existente entre el desarrollo económico y social de una nación y su capacidad de crecimiento y generación de tejido empresarial a través de la creación de empresas; estudios como el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) han evidenciado entonces a través de la medición de la Tasa de Actividad Emprendedora (TEA) la capacidad de los diferentes países de generar nuevas empresas, así como el desarrollo de la industria de soporte necesaria para que estas nuevas unidades productivas puedan ser exitosas y perdurar en el tiempo; ya que son las empresas originadas a partir de oportunidades de mercado, con algunos niveles de innovación y valor agregado aquellas que dinamizan su entorno no solo a través de la generación de empleo, sino también desde su aporte a la calidad de vida de sus usuarios y el incremento de la competitividad de los sectores económicos en que estén inmersas. Ahora bien, dentro de las principales variables de entorno que estudios como el GEM evalúan a través de un ejercicio de investigación por medio de entrevistas a expertos, se tiene la favorabilidad existente para la creación de

empresas y la labor del emprendedor donde se consulta sobre el nivel de desarrollo de criterios tales como la existencia de políticas y programas gubernamentales de apoyo, la capacidad de transferencia tecnológica y de procesos de investigación y desarrollo, la apertura del mercado, las condiciones de la infraestructura física y comercial, las condiciones de educación y capacitación, y el desarrollo del mercado financiero (GEM 2006).

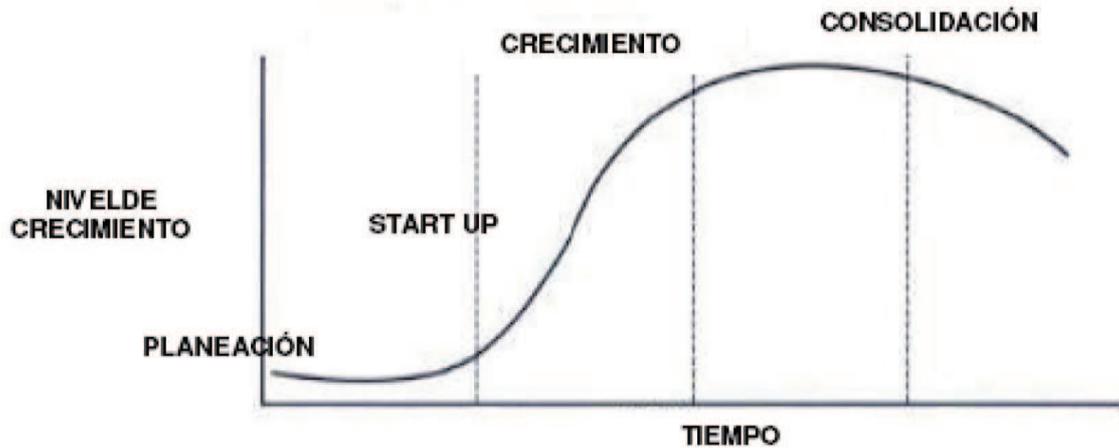
Referente a esta problemática el estudio menciona que: “En relación con el acceso a los mercados financieros, la opinión de los expertos es que los nuevos empresarios prácticamente tienen que depender de sus propios recursos o de los de su entorno (familia, socios, amigos), pues las otras fuentes de financiación son casi inexistentes. Las calificaciones más bajas se dieron a: capital de riesgo, créditos, subsidios del Gobierno, mercado financiero abierto y otras fuentes privadas”, haciendo evidente la problemática a que se enfrentan diariamente los emprendedores y empresarios de Latinoamérica en general.

En la actualidad podría decirse que no existe una clasificación única para determinar la duración de las etapas dentro del ciclo de desarrollo de una empresa, básicamente debido a que la evolución de las mismas en el tiempo, depende de una gran variedad de factores tales como el sector económico en que se encuentran, el mercado al cual están dirigidas y las características propias de la organización; encontramos entonces que sin importar el tiempo en que se desarrollen las empresas afrontan básicamente cuatro estadios o etapas dentro de su proceso de desarrollo:

- Planeación o conceptualización
- *Start Up*
- Crecimiento
- Consolidación

Como puede observarse en la Gráfica No. 6

Gráfica No. 6
Etapas proceso de desarrollo



Fuente: Mogollón, 2007

Ahora bien la clasificación de las empresas con relación a su etapa de desarrollo o nivel de crecimiento, conlleva igualmente a problemáticas específicas en cuanto a aspectos tales como su nivel de desarrollo en procesos de investigación y desarrollo, capacidad de generación de nuevos productos o servicios, inserción en los mercados tanto nacionales como internacionales, y obviamente sus necesidades financieras (Matiz et Mogollón, 2002).

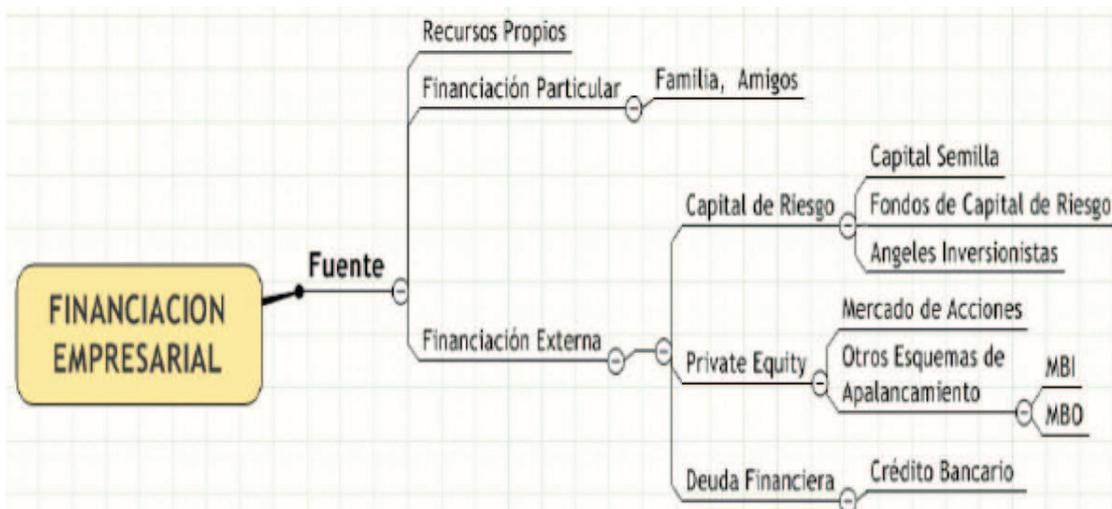
Es así como Berger y Udell (1998) sostienen que las PyMES que tienen una estrategia de crecimiento recorren un ciclo de financiamiento accediendo a diferentes fuentes e instrumentos a medida que la empresa crece, gana experiencia y se hace más transparente. En el inicio de sus actividades, las empresas acceden a financiamiento aportado por los fundadores y algunas fuentes cercanas a ellos. A medida que la empresa crece puede acceder a financiamiento a través de intermediarios, capital de riesgo y préstamos bancarios. Finalmente, aquellas empresas que sobreviven y continúan creciendo acceden a los mercados públicos. El ciclo descrito por estos autores está estrechamente relacionado a la Teoría de la Jerarquización (Pecking Order Theory), que en los últimos años ha adquirido mayor fuerza ya que dicha teoría establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar, sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de

buscar financiación. Lo que lleva a deducir que las etapas del desarrollo de vida de una empresa son totalmente incluyentes con la clase de financiación requerida por esta.

Al mirar la financiación como uno de los factores claves para el desarrollo empresarial, debido a su incidencia en las posibilidades de crecimiento de las unidades productivas, encontramos entonces que para cada una de las etapas anteriormente descritas existen diferentes modelos los cuales han sido diseñados de acuerdo con las condiciones y necesidades de la empresa y sus gestores; es así como surge la cadena de financiación empresarial como un ejercicio de articulación del portafolio financiero necesario por parte de los empresarios y sus organizaciones.

Para clasificar entonces las diferentes fuentes que conforman la cadena de financiación, es importante tener una visión a partir de las fuentes de los recursos, encontrando entonces tres grandes categorías tal y como se observa en la siguiente gráfica.

Gráfica No. 7
Financiamiento Empresarial



Fuente: Mogollón, 2007

Es claro entonces que para las etapas de planeación o conceptualización, también denominada en algunos casos como semilla, es imprescindible el manejo de fuentes de recursos propios o de financiación particular, tal y como lo presentan Castañeda y Fadul (2002).

Sin embargo la verdadera problemática se presenta en el momento en que el emprendedor empresario debe conformarse con estas fuentes de financiación, sin poder acceder a nuevas y diferentes alternativas, que estén más acorde con sus necesidades y el nivel de desarrollo de su empresa, es allí donde se hace necesaria la conformación de una cadena de financiación que permita a las unidades productivas poder evolucionar y madurar sus modelos de negocio, contando con los recursos necesarios para tal fin, presentándose entonces un esquema de las siguientes características:

Tabla No. 7
Fuentes de Financiamiento

| Fuentes | Capital Semilla | Start Up | Desarrollo | Consolidación |
|---------------------------------------|------------------------|-----------------|-------------------|----------------------|
| Buy Outs, Buy In | | | | ✓ |
| Bolsa | | | | ✓ |
| Bancos | | | ✓ | ✓ |
| Fondos de Capital de Riesgo | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Inversionistas Particulares | | ✓ | ✓ | |
| Inversionistas Angeles | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Recursos propios, amigos y familiares | ✓ | ✓ | | |

Fuente: Mogollón, 2007

- **Recursos propios (Bootstrapping)**

Esta es la fuente más común de capital de financiamiento utilizada por los emprendedores de economías en desarrollo como es el caso particular de República Dominicana, y está compuesta por los fondos o ahorros propios o de sus familiares, los cuales utilizan para poner en marcha su proyecto empresarial; debido a las dificultades que presentan para acceder a fuentes de financiamiento convencionales. En América Latina, el financiamiento temprano de las empresas que crecen rápidamente depende principalmente de los ahorros del emprendedor y del apoyo de familiares y amigos. Y es América Latina quien presenta los niveles más altos de dependencia en relación con los ahorros internos. (Kantis y otros, 2004). Los emprendedores que utilizan los recursos propios para el start up de su empresa siempre van a estar sujetos a desarrollar las actividades gerenciales y productivas en función de la minimización de costos para de esta forma poder cumplir con las actividades de la misma.

- **Capital de riesgo (Venture capital)**

Las investigaciones acerca del mercado del Capital de Riesgo (CR) comenzaron en los Estados Unidos hacia los años 80 y se dio precisamente por el auge de las empresas de tecnología y la dificultad que estas tenían para encontrar financiamiento en el mercado de capital. El Capital de Riesgo, es una actividad financiera que consiste en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. Va dirigido a empresas no financieras y no cotizadas, durante su etapa de arranque (*venture capital*) o en su etapa de madurez, como consecuencia de un proceso de expansión o de reestructuración (*private equity*).

Actualmente existen diferentes tipos de inversores de riesgo, que han actuado en start-ups de la nueva economía y que han ayudado de una forma significativa a poner en marcha o dinamizar proyectos empresariales que difícilmente habrían podido acceder a otras fuentes de financiación estos son:

- **Capital semilla (*Seed Capital*)**. Modalidad de capital de riesgo que consiste en la financiación preliminar para el desarrollo de un producto o inversión.
- **Capital de arranque (*Start Up Capital*)**. Modalidad de capital de riesgo dirigido a empresas ya iniciadas, necesitadas de recursos financieros para la iniciación de una actividad económica.
- **Capital de expansión (*Development capital*)**. Aplicado al capital de riesgo, inversiones en empresas ya operativas que precisan ampliar líneas de producción, consolidar la compañía o recuperar el **equilibrio financiero**.
- **Ángeles inversionistas (*Informal venture capital*)**

Los actores del mercado informal de capital de riesgo son conocidos en la literatura como Ángeles Inversores (AI). El término surgió en Estados Unidos a principios de 1900 para referirse a las personas que invertían dinero en las producciones teatrales de *Broadway*. Los Ángeles Inversionistas, generalmente son empresarios exitosos o personas con un excedente suficiente de dinero para invertir en empresas, que están en las primeras etapas de formación.

Estos se diferencian de otro tipo de inversores porque además del aporte en capital financiero adicionan como valor agregado su asesoría, networking, y gestión, ya que por lo general un buen número de ellos tienen algún tipo de experiencia en el sector productivo o de servicios, lo cual utilizan para garantizar de una u otra forma el cumplimiento de sus expectativas de inversión.

Aunque varios autores se han dedicado a desarrollar tipologías de Angeles Inversores, en América Latina en donde esta figura es apenas conocida y este mercado incipiente, no figura o no existe una tipología que describa las clases de Ángeles existentes; Sin embargo se podría decir que estos asumen características según el país, su grado de desarrollo, la cultura emprendedora o la región en que se encuentran.

- **Inversionistas privados**

En países como México se han desarrollado figuras alternas a la de los Ángeles Inversionistas, tal es el caso de los Inversionistas Privados, quienes se diferencian de estos últimos en que su participación dentro de la empresa se limita a sus aportes en recursos financieros, es decir no se convierten en parte de la gestión y direccionamiento de la nueva empresa.

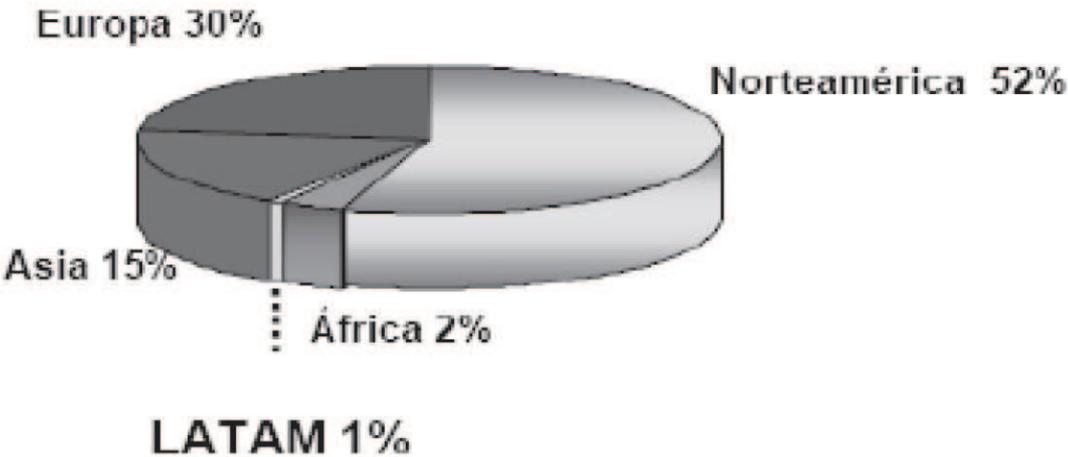
El capital de riesgo en un mayor o menor grado está cubriendo de alguna forma el “*financial gap*”, en los países desarrollados en los que como vemos se encuentra en un alto grado de evolución y existen reglas, políticas, normas y hasta leyes enfocadas a su mejor funcionamiento adaptándolo a condiciones propias de los mismos, y enfocándolo a cubrir verdaderas necesidades; como en el caso particular de España cuya ley 25/ de 2005 regula las entidades de capital de riesgo de este país. Así mismo, en los países latinoamericanos en donde las asimetrías de información y otros factores predominantes en los mecanismos financieros existentes, hacen compleja la accesibilidad a los mismos, el capital de riesgo está empezando a tomar un papel importante ayudando de esta manera a mejorar los procesos de creación de empresas, aunque hasta ahora esta fuente de financiamiento sea incipiente en economías tan poco desarrolladas como la dominicana, hay ejemplos claros a destacar como el caso de PROINCUBA.

Por otra parte, es evidente como distintos gobiernos se han propuesto apoyar el desarrollo de redes de inversores privados (business angels) como en el caso de Canadá, Escocia, Finlandia, Irlanda, el Reino Unido, EEUU y Taiwán o la realización de foros como en Estados Unidos, el Reino Unido o Japón para mejorar el flujo de información entre individuos con dinero para invertir y emprendedores que lo necesitan.

Es entonces claro que la industria de la financiación de nuevas empresas y específicamente la que se refiere a la inversión de riesgo, es un fenómeno aún muy nuevo, el cual hasta ahora no presenta cifras representativas en las economías en desarrollo como las latinoamericanas.

De acuerdo con un estudio realizado por la firma de consultoría *PriceWaterhouse Coopers*, para el año 2003 la inversión en capital de riesgo alrededor del mundo alcanzó la cifra de US\$ 115.000 millones, valor equivalente al 0.4% del PIB mundial. Concentrándose la mayoría de estos esfuerzos en las regiones comprendidas por Europa y Norteamérica, quienes sumadas representan más del 80% del capital de riesgo a nivel mundial. En el caso latinoamericano, donde de acuerdo con la información del mismo estudio se encuentra aproximadamente el 1% del capital de riesgo, los casos de mayor relevancia son los desarrollados en el Brasil, Argentina, México y Chile, siendo este último uno de los que presenta un desarrollo más reciente.

Gráfica No. 8
Capital de riesgo en Latinoamérica



Fuente. *Price Waterhouse Coopers Venture Equity Latin America, 2003.*

2.2. Emprendimiento y creación de riqueza transgeneracional

Muchos negocios de la familia, sobre todo en su primera generación, son estereotípicamente caracterizados por un estilo de dirección emprendedor. Este estilo por lo general implica decisiones viscerales sobre a la par de los empresarios de negocios de la familia. Generaciones subsecuentes, sin embargo, tienden a ofrecer un estilo de dirección más profesional (Dyer, 1988, y Schein, 1983), que puede favorecer un análisis más sofisticado. Otra explicación posible de favorecer un análisis más sofisticado es la presencia "del efecto de tamaño", es decir los negocios que sobreviven en futuras generaciones pueden ser firmas más grandes y pudieran necesitar utilizar análisis más sofisticados.

Se ha desarrollado un cuerpo de la literatura que intenta entender el impacto de varios elementos de Orientación Emprendedora (EO) sobre el Desempeño Emprendedor (EP). La Orientación Emprendedora se refiere a riesgos, innovación, proactividad (Miller y Friesen, 1978), autonomía y la agresividad competitiva (Lumpkin y Dess, 1996). El Desempeño Emprendedor se refiere a la innovación dirigida a la creación de nuevos negocios, y la renovación estratégica (Zahra y Covin, 1995) o como la nueva creación de negocios, la innovación, la renovación, el crecimiento financiero y la contribución socioeconómica (Habbershon et al., 2010). Naldi et al. (2007) postulan que la toma de decisiones es una dimensión importante en la orientación emprendedora. Los autores también encuentran que la toma de riesgo está positivamente correlacionada con la innovación y la proactividad.

La investigación actual sobre la actitud emprendedora en el contexto de familias empresarias utiliza la Orientación Emprendedora y el Enfoque Basados en los Recursos (RBV) para estudiar como las familias empresarias crean y conservan el espíritu emprendedor a través de generaciones.

El (RBV) de la empresa estudia los recursos idiosincráticos y las capacidades de estas más como una fuente de ventaja competitiva. Según Habbershon y Williams (1999) este recurso es contrario a la investigación más reciente sobre la estrategia corporativa que estudia la ventaja competitiva desde el punto de vista opuesto, p. ej. la posición de la firma en relación a condiciones externas. Como la ventaja competitiva de las familias empresarias tradicionalmente ha sido asociada con la singularidad de una firma dada, el RBV proporciona un marco apropiado para estudiar el espíritu emprendedor en el contexto de los negocios de familia (Habbershon y Williams, 1999).

En la literatura también se intenta describir como la familia influye en el funcionamiento emprendedor. Habbershon et al. (2003) definen el “familiness” como el recurso único idiosincrático y el paquete de recursos y capacidades que provienen de la interacción sistémica entre la familia, los miembros de familia individuales y el negocio. Estos tres elementos son todos los subsistemas del negocio influidos por la familia, el meta-sistema. Su trabajo sugiere que el “familiness” necesariamente se derive de la interacción entre los tres subsistemas y no puede ser alcanzada por ningún subsistema solo. El familiness permite a las firmas influenciadas por la familia alcanzar una ventaja competitiva y obtener unos retornos por encima de lo esperado. Habbershon et al. (2010) agregan el concepto de familiness y desarrollan el marco para el emprendimiento transgeneracional, definido como la actitud de una familia y sus capacidades de seguir su legado emprendedor de creación de riqueza social y económica a través de muchas generaciones.

Habbershon y Pistrui (2002) proporcionan un potencial enlace entre los rasgos familiares de los propietarios, la orientación emprendedora y la creación de riqueza a través de generaciones. Ellos definen el espíritu de familia emprendedora en términos de actitud de propiedad y métodos estratégicos. Estos autores argumentan que la unidad apropiada de análisis para la creación de riqueza de transgeneracional no es la familia empresaria como tal (o firmas), pero el grupo de propiedad de familia, p. ej. el mismo grupo de familia podría poseer firmas diferentes a través de su historia. Esta es precisamente la unidad de análisis

que se utiliza en esta sección. No se analizan las firmas en sí, pero más bien se analiza el comportamiento del grupo de propiedad de familia.

Habbershon y Pistrui (2002) plantean además que solamente las familias empresarias emprendedoras crean riqueza transgeneracional y definen el dominio de tales familias en términos de dos constructos. Primero ellos definen el constructo de la actitud propietaria. Los autores argumentan que “la familia como inversionista” se opone a “la familia que sólo se involucra en la parte operativa del negocio” esta actitud permite la creación de riqueza transgeneracional. Ellos declaran que la mayor parte de literatura sobre negocios de la familia se ha enfocado en ayudar a las familias a mejorar lo que ellos ya hacen. En otras palabras, la literatura se ha concentrado en lo que Foster y Kaplan (2001) llaman “la estrategia operativa”. Habbershon y Pistrui (2002) sugieren que los académicos han fallado en dirigir “la ventaja estratégica”, como destacan Foster y Kaplan (2001), en el contexto de negocio de familia. Debido a que las empresas basadas solamente en tener activos como ventajas decaen rápidamente en los mercados sumamente competitivos de hoy, las familias empresarias deberían adquirir o disponer de negocios tanto como sea necesario. En otras palabras los grupos de propiedad familiar no deberían atarse solamente a empresas particulares, pero más bien ver sus firmas como un portafolio de negocios.

Segundo, Habbershon y Pistrui (2002) también describen a las familias empresarias en términos del constructo de “los métodos estratégicos”. La teoría tradicional ha acentuado “la estrategia directiva” con el objetivo de preservar el legado del negocio. Los autores argumentan que “una estrategia emprendedora”, apuntando a la exploración y la captura de nuevas oportunidades de negocio es más apropiada para la creación de riqueza transgeneracional. Cuando ambos factores son combinados, el grupo de familiares propietarios sufre la aceleración de riqueza, o la capacidad de generar el crecimiento y las corrientes de ingresos sostenibles.

En este contexto el familiness no sólo crea la riqueza transgeneracional, pero acelera su creación. Los autores definen el dominio de la familia emprendedora como la convergencia

entre una estrategia emprendedora y una actitud de inversionista. Su tercera proposición declara que con las características de “la familia como inversionista” esta realizará un mejor desempeño en el largo plazo, porque tanto el funcionamiento como el proceso de planificación vienen a ser iterativos, analizan los impulsores del mercado estableciendo la influencia de la familia como ventajas para crear riqueza continuamente en el mercado.

La capacidad de innovar y mantener el espíritu emprendedor entre los miembros de la familia ha sido una de las características descubiertas entre las empresas familiares más longevas (Ward, 2004), es por esto que además de tener un negocio central, es recomendable que las familias respalden las ideas novedosas de sus miembros, de los trabajadores o de terceros si así lo consideran, pues esta herramienta garantiza que la capacidad de innovación se mantenga a través de las generaciones.

El desarrollo de nuevos negocios o la inversión en empresas ya constituidas en sectores distintos al del negocio central, puede traer consigo un sinnúmero de beneficios, siempre y cuando la familia se asegure de estudiar la viabilidad del proyecto. Pero en ocasiones, las familias deciden invertir en el sector que conocen por tradición, y es entonces cuando deben actuar con suma cautela para asegurarse de que las empresas no compitan entre sí, ni mucho menos situarlas en desventaja al autorizar sobre-precios o descuentos fuera de lo normal con el fin de satisfacer las necesidades de sus otros negocios o de algunos familiares que puedan tener algún conflicto de interés (Gómez-Betancourt, 2010).

La literatura sobre finanzas en empresas familiares tiene una dinámica bien definida sobre los asuntos financieros identificados a través de las generaciones en este tipo de empresas. Por ejemplo, el crecimiento y el aprovechamiento de oportunidades emprendedoras presentarán un asunto de financiación que puede tomar diferentes formas dependiendo la etapa específica. Por ejemplo, durante la primera generación la cuestión financiera más dominante e importante es la subcapitalización. Contrapuesto a oportunidades de crecimiento, el fundador debe escoger entre el crecimiento y sus otros objetivos al iniciar la empresa. Muy a menudo la opción debe ser aumentar el apalancamiento tanto como sea

posible o sacrificar el crecimiento. Aunque ninguna de estas opciones podría ser óptima desde la perspectiva de la firma, al menos le permiten al fundador mantener el control dentro de la familia. Pero para la segunda generación el problema de financiamiento se materializa como un conflicto entre la reinversión en contra de los dividendos. La posibilidad de que no todos los accionistas trabajen en la empresa se incrementa una vez que la firma de familia se convierte en una sociedad de hermanos, de acuerdo a Gersick et al. (1997). Los hermanos que trabajan en la firma no sólo pueden recibir un sueldo, pero también beneficios pagados por empresa. Ellos también podrían recibir bonificación a base del desempeño, como un porcentaje de los beneficios. Las ganancias que se reinvierten (neto de bonificación) permiten a la firma crecer, mejorando futuras ganancias y teniendo un efecto positivo sobre su futura compensación. Para otros accionistas miembros de la familia que no trabajan en la firma, privilegian el crecimiento pero les reduce el pago de dividendos. Esto desde luego reduce el ingreso que ellos obtienen de la empresa familiar. Mientras el problema podría ser evitado empleando a todos los accionistas de la familia en la empresa, esto podría reducir la eficacia interna, otra vez afectando el índice de crecimiento. La tercera generación no escapa a la cuestión del financiamiento. Para esta generación, la propiedad de familia es un consorcio de primo, como postulan Gersick et. al. (1997).

Si la propiedad se extiende bastante, es muy probable que no todos los primos estén interesados en la empresa familiar. Ellos podrían no querer trabajar en ella y aún podrían preferir cobrar sus dividendos para financiar sus propias empresas. Pero, ya que la mayor parte de firmas de familia son privadas, la liquidez de sus acciones puede ser muy restringida. Si algunos primos pueden adquirir las acciones de aquellos interesados en vender, entonces el problema se puede evitar y aún puede conducir a la tercera generación que viene atrás, de un consorcio de los primos a una sociedad de hermanos (Gersick et al., 1997). Sin embargo, si los accionistas individuales carecen de los fondos requeridos, podrían esperar que la firma en sí misma se los proporcionará, desviando la liquidez para nuevas oportunidades.

Se afirma que las finanzas corporativas pueden iluminar la investigación actual sobre la orientación emprendedora y la creación de riqueza transgeneracional en las familias empresarias en dos dimensiones relevantes, a saber la política de dividendo y decisiones de gobierno corporativo.

Conclusiones Capítulo II

Dicen Fama y Jensen (1983) “Aquella forma de organización que sobrevive en cualquier actividad es la que es capaz de entregar el producto demandado por los clientes al menor precio mientras cubre sus costos”. Parece simple, no lo es. El tema central de toda la disciplina de Gobierno Corporativo es siempre un problema de supervivencia de las organizaciones humanas.

Los autores manifiestan que su objetivo es explicar la supervivencia de las organizaciones caracterizadas por la separación de la propiedad y el control, es decir, aquellas organizaciones en las que los agentes de decisión importantes no son poseedores de una porción importante de la riqueza generada por sus decisiones.

Si bien, como se explicó antes, las empresas familiares pueden y deben llegar a las etapas de evolución donde dicha separación ocurre, el presente trabajo se ha focalizado sobre organizaciones familiares donde el problema de supervivencia radica precisamente en poder alcanzar las etapas de maduración que requieren de esta disociación entre la propiedad y el control.

Fama y Jensen se plantean la proposiciones de que la separación entre las funciones de las decisiones de gestión y los portadores del riesgo residual conduce a sistemas de decisión que separan las decisiones de gerencia de las de control, es decirlo que la literatura sobre corporaciones abiertas, denomina de alguna manera imprecisa, la separación entre propiedad y control.

En esta investigación, de alguna manera se sigue este mismo razonamiento pero se propone invertir la causalidad pues lo que se plantea es que la separación explícita, provocada y formal de las decisiones de gestión y control es lo que permite a la organización superar su crisis de autonomía gerencial y en definitiva sobrevivir.

Para alcanzar este objetivo es necesario buscar ayuda en el Gobierno Corporativo y generar un verdadero “Código de Buenas Prácticas para las Empresas Familiares”.

La tarea está tan solo enunciada pues un Código realmente consumado excede los alcances de esta investigación. Por otro lado, se considera importante destacar que si la tarea fuese enfrentada debería siempre estar presente la advertencia de que estas reglas generales son solo una guía aproximada de acción para el empresario o el profesional que están interesados en contribuir a la supervivencia de una determinada organización.

En cada caso, en cada organización, donde se focalice este análisis se debe adaptar el “Código de Buenas Prácticas” y las reglas de Gobierno que de él se desprenden, a las circunstancias particulares que se enfrentan.

En cuanto al emprendimiento y el desempeño financiero es evidente la necesidad de generar nuevas alternativas para la financiación de las nuevas empresas en República Dominicana, el modelo actual en el que los emprendedores en su gran mayoría suplen sus necesidades financieras a través de los recursos propios o líneas de crédito no diseñadas para tal fin, llevan a que el desarrollo de las nuevas iniciativas empresariales pueda verse estancado por la falta de los volúmenes propicios de capital. Lo anterior contrasta entonces con una clara tendencia mundial hacia la generación de lo que podríamos llamar una cultura de la inversión de riesgo, no sólo en lo que respecta a fondos corporativos, o de aquellos interesados en la consolidación de pequeñas y medianas empresas; sino en muchos casos al apoyo de emprendimiento en sus primeras etapas de gestación, convirtiendo a las empresas en start up en una opción no solamente interesante desde el punto de vista de desarrollo económico y social, sino también significativa desde las posibilidades de generación de altos rendimientos para este tipo de inversionistas. Ahora bien, es importante reflexionar un

poco en los que se podrían determinar cómo los factores claves de éxito para la generación de esquemas de inversión de riesgo en un mercado hasta ahora incipiente en estos temas como lo es el dominicano; siendo algunos de ellos los siguientes:

- Es fundamental la articulación de los esfuerzos que entorno a la creación de empresas se generan en el país, en este caso es evidente como en las diferentes regiones un número significativo de entidades trabajan tanto en la sensibilización, formación y acompañamiento de emprendedores; como en el apoyo financiero y no financiero de las mismas, pero en la mayoría de los casos de manera aislada, evidenciándose este “divorcio” en mayor medida entre los representantes del sector académico (como lo pueden ser la Universidades) y el sector empresarial (los gremios empresariales).
- Es claro igualmente la necesidad de generar un verdadero mercado de capital de riesgo, en el que se asegure una demanda de recursos no sólo representada por una gran cantidad de proyectos o emprendimientos, sino por propuestas realmente innovadoras y con alto potencial de crecimiento; pues como se pudo observar al analizar los ejemplos tanto europeos como norteamericanos, este es uno de los pilares sobre los que se soportan las acciones de las redes de ángeles inversionistas, siendo esta una condición obvia pues sólo este tipo de iniciativas pueden llegar a ofrecer a los inversores las posibilidades de acceder a altas tasas de rentabilidad en el mediano plazo.

En el caso dominicano, las iniciativas frente al tema aún son mínimas, sin embargo las condiciones macroeconómicas presentan posibilidades interesantes a las inversiones en general, lo anterior así como el evidente interés por los gobiernos tanto central como regionales en el apoyo a proyectos y políticas encaminadas a la creación de nuevas empresas, representan entonces las condiciones necesarias para desarrollar este tipo de alternativas.

Tal como se evidencia en el caso dominicano, la consolidación de una cultura de la inversión encaminada a las nuevas empresas, debe entonces soportarse principalmente en la generación de confianza y reconocimiento entre las partes, es fundamental identificar a los posibles inversores para sensibilizarlos frente a su papel como ángeles y los beneficios tanto económicos como sociales que este papel les puede implicar, así como a los emprendedores de aquellos proyectos y empresas que cuenten con las características necesarias para poder hacer parte de este tipo de procesos.

SEGUNDA PARTE:

**EVALUACION EMPIRICA DE LA INFLUENCIA DE LAS
CARACTERISTICAS DE LAS EMPRESAS FAMILIARES NO
COTIZADAS Y SUS EFECTOS EN EL COMPORTAMIENTO
FINANCIERO**

Esta parte se compone de dos capítulos que permiten mostrar el enfoque metodológico utilizado.

El tercer capítulo aborda el tema de la obtención de los datos, en este se explica el proceso seguido para elaborar el instrumento de medición, cuestionario, desarrollado en una primera etapa, tanto para la primera fase exploratoria como para la segunda fase. Luego se detalla el modo en que fueron recolectados los datos. En una segunda etapa se presentan los estudios de casos realizados con las informaciones obtenidas de las empresas participantes.

El cuarto capítulo se presenta el análisis de los datos. Los resultados del estudio se presentan en dos fases. La primera es relativa al comportamiento de los miembros de la familia al estructurar el capital de la empresa, diseño de las políticas de financiamiento. Diseño de las políticas de dividendo y la influencia del gobierno corporativo. La segunda fase trata de la fiabilidad y la validez del cuestionario utilizado para sugerir las proposiciones y que permitió diseñar un modelo teórico a partir de las informaciones obtenidas y de la reflexión teórica.

Los dos capítulos se titulan:

- Enfoque metodológico y puesta en ejecución de la investigación empírica
- Análisis descriptivo y explicativo del comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizadas

Capítulo III

Enfoque metodológico

Este capítulo tiene como objetivo presentar y mostrar el interés de la propuesta metodológica. La herramienta metodológica que permitiría analizar el comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizadas. Para tal efecto la propuesta se presenta en dos ejes:

En la primera sección se presentan la fase de obtención de los datos, la manera en que se construyó el cuestionario definitivo y los datos obtenidos en la fase exploratoria, seguidos del soporte teórico utilizado.

En la segunda sección se presentan los estudios de casos realizados a las empresas participantes en esta investigación.

Sección 1: Fase de obtención de datos

La lógica, la metodología y la teoría del conocimiento, o epistemología, constituyen tres ramas importantes en el campo del saber científico (Piaget, 1970).

La *lógica* es el estudio de las condiciones formales de la verdad en el campo de las ciencias; la *metodología* es la teoría de los procedimientos generales de investigación que describen las características que adopta el proceso general del conocimiento científico y las etapas en que se divide dicho proceso, desde el punto de vista de su producción y las condiciones en las cuales debe hacerse.

La *epistemología* es la teoría filosófica que trata de explicar la naturaleza, las variedades, los orígenes, los objetos y los límites del conocimiento científico (Byron et al., 1986).

El comportamiento financiero constituye un fenómeno real que puede ser estudiado de una manera objetiva. De modo que un utilizar un enfoque abductivo es un razonamiento que explica y transita del efecto a la causa, permite que elementos observables de un fenómeno no manifiesto en toda su dimensión, se concluye que éstos pertenecen a una clase particular de objetos, se presenta como la inferencia de un caso a partir de la regla y el resultado (Bar, 2001).

El caso abductivo a diferencia del caso de la deducción o la inducción, permanece oculto, como algo que debe ser develado. El caso ya pasado o presente pero críptico, solo se manifiesta a través de signos observables. La conclusión de la abducción es el caso; un caso que siendo singular, resume en si las propiedades del universal, un caso que sin pretender demostrar variabilidad o frecuencias probables expresa configuraciones, vínculos entre variables, modos de funcionamiento.

También, extraer de las teorías antes mencionadas en las cuales no hay estudios concluyentes sobre el comportamiento financiero de las empresas familiares en el contexto de los mercados emergentes, elaborar un modelo y probarlo por medio de encuestas aplicadas a los miembros de las familias empresarias constituye la fase de la puesta en ejecución de esta investigación. Evidentemente las proposiciones extraídas de la literatura utilizada son enriquecidas con las conclusiones logradas a partir de la fase exploratoria de la investigación. Para lograr los objetivos de esta investigación se propone realizar estudios de casos como estrategia para hacer efectiva la fase exploratoria.

1.1 Las etapas de la puesta en ejecución de la investigación

Como se manifestó anteriormente, el enfoque de esta investigación es de tipo abductivo. Antes de exponer las etapas de la recolección de los datos, es decir el cuestionario aplicado en la investigación se considera importante explicar la fase exploratoria llevada a cabo en esta investigación la que sirvió de base para sugerir las proposiciones emitidas de las teorías movilizadas, de los cuestionarios aplicados y de los estudios de casos realizados.

El primer paso fue realizar una exploración del tema a estudiar relativo a las teorías sobre la estructura de capital, específicamente, políticas de financiamiento, políticas de dividendos las teorías sobre el gobierno corporativo y sobre la orientación emprendedora. Los estudios exploratorios se realizan cuando el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado, del cual se tienen muchas dudas o no se ha abordado antes. Es decir, cuando la revisión de la literatura reveló que tan sólo hay guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema de estudio, o bien, si deseamos indagar sobre temas y áreas desde nuevas perspectivas.

Los estudios exploratorios sirven para familiarizarnos con fenómenos relativamente desconocidos, obtener información sobre la probabilidad de llevar a cabo una investigación más completa respecto a un contexto en particular, investigar nuevos problemas, identificar conceptos o variables promisorias, establecer prioridades para investigaciones futuras, o sugerir afirmaciones y postulados (Hernández, R. et al., 2010). La insuficiencia de estudios concluyentes revelada en la revisión de la literatura fue el motivo principal para poner en ejecución la fase exploratoria en el terreno la cual consistió en realizar entrevistas en 8 empresas familiares, esta fase realizada de manera imparcial y objetiva con los miembros de la familia empresaria permitió que la investigadora adoptara una actitud ingenua como sugieren los teóricos que defienden los estudios de casos, lo cual garantiza la neutralidad la predisposición que pudiera tener la investigadora. La entrevista diseñada presenta los aspectos siguientes en la tabla No. 8.

Tabla No. 8
Guía de entrevista

| |
|---|
| <p>Tipos de financiamiento</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Financiamiento Interno (Autofinanciamiento)▪ Financiamiento Externo▪ Ampliación de Capital <p>Toma de decisiones para estructurar el capital</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Formal▪ Informal <p>Involucramiento de la familia en la gestión</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Director Financiero Familiar▪ Director Financiero no Familiar <p>Nivel de endeudamiento</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Alto▪ Moderado▪ Bajo <p>Criterios utilizados para estructurar el capital</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Estrategia financiera prudente orientada hacia la perpetuidad de la empresa▪ Reserva frente al endeudamiento▪ Reticencia a la distribución de dividendos, encaminado a preservar la autofinanciación▪ Endeudamiento▪ Ampliación de capital▪ Capital Riesgo▪ Autofinanciamiento▪ Reputación familiar▪ Disponibilidad instrumentos financieros▪ Rentabilidad▪ Edad de la empresa▪ Tamaño de la empresa▪ Presencia de tomadores de decisión externos▪ Prestamos de familiares y amigos▪ Otras fuentes informales <p>Aspectos del comportamiento y objetivos no financieros tomados en cuenta al estructurar el capital</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Independencia▪ Aversión al riesgo |
|---|

Fuente: Elaboración propia, Diciembre 2011

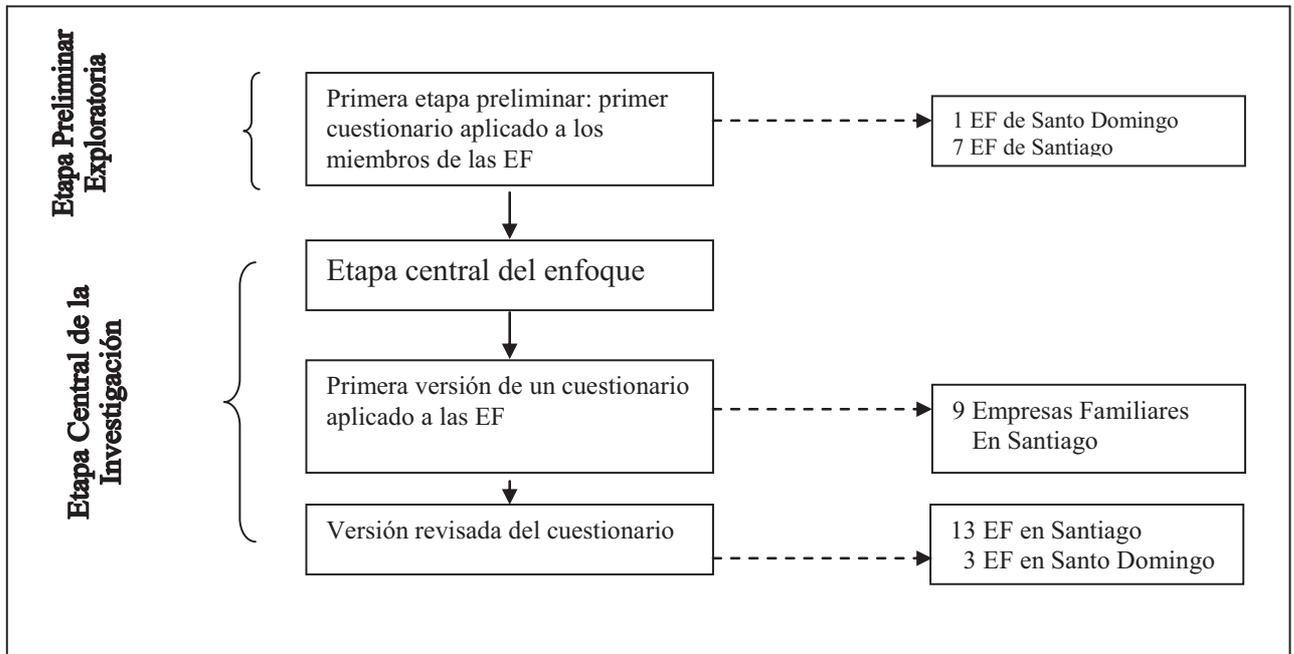
La realización de estas entrevistas permitió llevar a cabo la fase exploratoria y validar ciertos aspectos para diseñar el instrumento de medición o cuestionario definitivo utilizado para recolectar los datos necesarios para la investigación. Con este proceso se buscaba dar solidez a las proposiciones que debían constituir la base del cuestionario a utilizar.

Este proceso también permitió conocer la diversidad del público objetivo que conforman las empresas familiares, adicional a esto se obtuvo información interesante como:

- Los criterios utilizados por las familias empresarias al estructurar su capital
- El tipo de financiamiento utilizado
- El involucramiento de los miembros de la familia en la toma de decisiones para estructurar el capital

El proceso de recolección de datos fue realizado en dos etapas. En la primera el envío del cuestionario tenía como finalidad medir las variables del modelo de investigación propuesto, este fue revisado luego de ser respondido por los empresarios. En la segunda etapa se envió una versión mejorada, la cual previamente fue revisada por una persona experta en metodología. Entre las mejoras realizadas estuvo separar las preguntas relativas a las diferentes generaciones involucradas en la gestión de la empresa, colocar las opciones de respuestas que utilizan la escala de Liker de menor a mayor, incluir información relativa al sector en que operan las empresas y tamaño de estas. Finalmente, el enfoque de la investigación consistió en tres etapas, las cuales se pueden resumir en la gráfica siguiente:

Gráfica 9
Etapa de recolección de los datos



Fuente: Elaboración propia, noviembre 2011

1.2 La construcción del cuestionario principal de la investigación

El cuestionario principal está compuesto de dos partes, la primera parte contiene información sobre el perfil de las empresas y la segunda parte fue diseñada conforme a las proposiciones de investigación, la cual está dirigida a medir las variables del modelo de investigación propuesto.

El cuestionario fue aplicado en empresas familiares de diferentes tamaños y dedicadas a diversos sectores económicos de las principales ciudades de la República Dominicana, Santo Domingo, la capital y Santiago de los Caballeros la segunda ciudad en importancia del país. Se tomó en consideración que las empresas estuvieran en diferentes etapas generacionales con la finalidad de poder conocer la incidencia de sus miembros en la toma de decisiones sobre las políticas de financiamiento y las políticas de dividendo.

1.2.1 Medición de las variables del estudio

Una vez identificadas las variables objeto del estudio, fue necesario conceptualizarlas y operacionalizarlas. Conceptualizar una variable quiere decir definirla, para clarificar qué se entiende por ella.

La encuesta fue diseñada a partir de la revisión de la literatura y del estudio exploratorio realizado. El cuestionario fue probado en una primera fase con finalidad de verificar, validar el contenido de la encuesta y asegurar que la encuesta cubre los constructos estudiados. Todos los acápites del cuestionario fueron evaluados en base a la escala de Likert de 1 a 5 puntos siendo el 1 “totalmente en desacuerdo” y el 5 “totalmente de acuerdo” a excepción de las preguntas relativas al perfil de la empresa.

A- Medición de los intereses de los miembros de la familia

En las empresas familiares puede haber conflictos por las prioridades personales o empresariales entre las diferentes generaciones. A medida que los accionistas mayores maduran, son cada vez más conservadores en su tolerancia ante el riesgo, sus motivaciones personales y sus metas financieras cambian.

Es una práctica común que las instituciones financieras al diseñar sus políticas crediticias apelen al patrimonio de sus accionistas, más allá de los activos de la empresa, para garantizar los créditos otorgados. A excepción de aquellos accionistas que tienen un rol protagónico en la formulación de la estrategia financiera de la empresa familiar, el resto percibe que el endeudamiento que se aparta de un nivel relativamente bajo, es un elemento generador de fuentes de conflicto entre el grupo de accionistas. La decisión de incrementar el nivel de endeudamiento requiere la disposición a asumir los eventuales costos sociales de quiebra, directamente relacionados con los intereses y objetivos del sistema familiar. La diversidad de intereses se agudiza a medida que el grupo de propiedad familiar se amplía y menos propietarios trabajan en la empresa, pasando a demandar el reparto de dividendos antes que el desarrollo de políticas de reinversión.

Los diferentes criterios que cada generación puede tener sobre el riesgo y el rendimiento, influirán así en las opciones estratégicas y oportunidades de inversión que estén dispuestos a llevar a cabo (Carlock y Ward, 2003, pp. 172-174).

Para la generación fundadora la principal fuente de capital o de liquidez es el flujo de efectivo del negocio, piensa que la reinversión de beneficios es una ventaja.

Los miembros de la segunda generación o consorcio de hermanos acceden a otras fuentes de capital como el financiamiento externo y la ampliación de capital, adicional al autofinanciamiento y el flujo de efectivo del negocio.

A los miembros de la tercera generación y siguientes o consorcio de primos les interesa evaluar otras opciones como fuente de capital como son las alianzas de negocios y las empresas conjuntas.

B- La estructura de capital

Las decisiones de financiamiento, inversión, reparto de dividendos y crecimiento empresarial se verán condicionadas en las empresas familiares por el interés que los propietarios puedan tener en mantener el control de la empresa, la aversión al riesgo que determina la concentración del patrimonio familiar en la compañía, así como también por el característico horizonte de largo plazo de las empresas familiares debido a la vocación de continuidad del negocio como legado para futuras generaciones, lo que lleva a considerar la empresa como fuente de riqueza que perdure en el tiempo.

Los miembros de las generaciones involucradas en la gestión de las empresas familiares tienen diferentes preferencias para estructurar el capital social de la empresa.

C- Aversión al riesgo

La concentración de la riqueza personal de los propietarios en las empresas familiares, llegando incluso a la confusión de patrimonio personal y empresarial, influirá en su aversión al riesgo, pudiendo limitar su disposición a aumentar el riesgo financiero vía endeudamiento. Es preciso insistir en que resulta básico que los propietarios familiares liberen su patrimonio (por ejemplo, inmuebles), con una adecuada planificación fiscal del patrimonio empresarial, que además permita aprovechar las ventajas que puedan tener las empresas familiares con los diferentes impuestos.

Las características propias de las empresas familiares pueden influir sobre la estrategia financiera de la empresa. El objetivo de mantener el control de la empresa del grupo familiar, junto a la aversión al riesgo que conlleva la concentración del patrimonio personal en la compañía, marcan la preferencia por la retención de beneficios como forma de financiamiento, limitando de esta de esta forma el crecimiento de la empresa.

| |
|---|
| Los propietarios de las empresas familiares prefieren adoptar un comportamiento prudente al tomar riesgos |
|---|

| |
|---|
| Los fundadores de las empresas familiares prefieren invertir en proyectos menos riesgosos aunque sean menos rentables |
|---|

D- La política de dividendos

Hacer que los miembros de la familia se apresuren a tomar decisiones sin información de forma democrática es uno de los mayores temores de la actual generación de líderes familiares y empresariales cuando sostienen una reunión familiar o crean un consejo familiar, es importante que con el tiempo se creen órganos efectivos de planeación y formulación de políticas que los miembros de la familia deseen apoyar como es la política de dividendos, no para especificar la cantidad a pagar (lo cual es una decisión de la empresa), sino para discutir las necesidades familiares, equilibrarlas frente a las reinversiones en la empresa por necesidades de crecimiento, y después informar a la dirección sobre el sentimiento general de los miembros de la familia.

Deben formularse políticas de dividendos que involucren a los miembros de la familia para que estos se sientan incluidos, con la finalidad de evitar conflictos futuros y contribuyendo a que estos tengan un enfoque a largo plazo y permita continuar con la creación de riqueza transgeneracional.

E- La participación de la familia

Las empresas familiares, son en teoría, distintas de otros negocios minuciosamente administrados debido a la influencia del altruismo en las relaciones de la agencia (relaciones entre accionistas y dirección). Los negocios familiares se diferencian tanto por la activa injerencia de la familia en la dirección del negocio como por la intención de sus miembros por conservar la tenencia de este (Schulze y otros, 2001).

La singularidad de una empresa familiar es debido a la influencia tan diferente que tiene la familia sobre la propiedad, el gobierno y la participación de los administradores a través de la dirección estratégica, su injerencia directa en las operaciones cotidianas y/o la retención del control de votación (Astrachan y otros, 2002).

Los miembros de una familia participan en la gestión cuando intervienen en la empresa como parte del equipo administrativo, el desempeño de los integrantes de la familia debe evaluarse por su contribución al desarrollo y crecimiento.

F- La propiedad

Si los accionistas están preparados para asumir roles y responsabilidades de propiedad es más probable que estén deseosos y capacitados para ocuparse de los futuros retos a que se enfrentarán. Deberán tener claro cómo afectarán sus decisiones a la visión de futuro compartida de la familia, cuáles serían las consecuencia de sus decisiones o actos a largo plazo.

Si las fronteras entre la gestión, los propietarios y el emprendedor familiar son adecuadas se puede crear una cultura que promueva la iniciativa empresarial intergeneracional

G- La profesionalización

A medida que el grupo empresarial de propiedad se amplía, cada vez es más improbable que un gran porcentaje de los propietarios trabaje para la empresa. La diversidad de intereses individuales y la necesidad que tiene la empresa de una dirección profesional dan como resultado que muchos propietarios busquen la forma de desarrollar una carrera profesional fuera de la empresa familiar, esta separación de roles de propiedad y gestión fundamentalmente cambia el proceso de toma de decisiones de la empresa. Por necesidad, las negociaciones para la toma de decisiones y la gestión tienen que ser más formales a medida que se separan la dirección y los roles de propiedad.

La capacidad de la familia para valorar la calidad de las inversiones y su disposición a invertir en ellas a largo plazo son vitales para patrocinar nuevas iniciativas empresariales. Algunas familias nunca podrán actuar como empresas de capital riesgo para la siguiente generación. Pero muchas más podrían hacerlo más de lo que lo hacen actualmente si se comprometieran con una visión de crecimiento y con una iniciativa emprendedora intergeneracional (Poza, 1988).

Es necesario profesionalizar la empresa instaurando políticas y prácticas de gestión para mantener el espíritu emprendedor en el relevo generacional

1.2.2. La recolección de los datos y la administración de los cuestionarios de investigación

La recopilación de información es un proceso que implica una serie de pasos que contribuyan a probar las proposiciones de la investigación. Estos pasos son los siguientes:

- Definir las técnicas de recolección de información (elaborarlas y validarlas).
- Recoger la información para luego procesarla para su respectiva descripción, análisis y discusión.

Implica elaborar un plan detallado de procedimiento que conduzca a reunir los datos con un propósito específico, es importante tener en cuenta que todos los atributos, cualidades y variables deben ser medibles.

El tipo de encuesta utilizada fue entrevistas a ejecutivos miembros de las familias empresarias. Este tipo de encuesta implica entrevistar a las personas de negocios en sus oficinas. En primer lugar es necesario identificar y localizar a las personas involucradas en el negocio. Fue necesario obtener listas de varias fuentes. Este tipo de entrevistas es costoso y toma mucho tiempo. Una vez localizada la persona calificada, el siguiente paso es lograr que acepte que la entrevisten y determinar el momento para la entrevista (Mc Daniel et Gates, 2010). Bajo esta modalidad sólo fue posible realizar 2 entrevistas por lo que optamos realizar las restantes vía el internet.

El internet ha cambiado para siempre la forma en que se hace investigación por encuestas. Dentro de sus ventajas de realizar las encuestas en línea están: *un despliegue rápido y un informe en tiempo real, costos reducidos, personalización fácil, altas tasas de respuestas, capacidad para comunicarse con personas con quienes es difícil hacerlo, una administración mejorada y simplificada del panel*. Dentro de sus desventajas está que los usuarios de internet no son representativos de la población como un todo.

El método de recolección de los datos adoptado fue el envío de un cuestionario de investigación en línea vía el internet, tanto en la etapa exploratoria como en la etapa de confirmación, en la tabla anexa se recapitulan dichas etapas (Ver Tabla No. 9).

Tabla 9
Recapitulación de las etapas de envío de los correos electrónicos

| Cuestionario | Fecha | Encuestas | Fuente | Recepción |
|--------------------------------|-------------------------|------------------|---|------------------|
| Cuestionario Fase Exploratoria | Julio 2009 | 12 | Empresas que participaron en seminario de empresas familiares impartido en el BPD | 8 |
| Cuestionario #1 | Agosto 2011 | 30 | Empresas que participaron en seminario de empresas familiares impartido en el BPD | 9 |
| Cuestionario #2 | Octubre- Diciembre 2011 | 70 | Empresas que participaron en seminario de empresas familiares impartido en el BPD | 16 |

Fuente: Elaboración propia, Diciembre 2011

En la República Dominicana no existen datos estadísticos que clasifiquen las empresas en familiares y no familiares lo que dificultó el proceso de selección de la población objeto del estudio. La fuente utilizada para recolectar las informaciones de las empresas encuestadas fue una lista de empresas familiares que tomaron un seminario sobre Administración de Empresas Familiares impartido por el experto Dr. Timothy Habbershon ofrecido por el Banco Popular Dominicano a sus clientes propietarios de este tipo de empresas en el año 2005.

Sección 2 Herramientas metodológicas utilizadas

Estudiar las empresas familiares alrededor de la República Dominicana es una tarea compleja que requiere que el investigador comprenda la interacción de los subsistemas que constituyen la influencia de la empresa familiar, por ejemplo la interacción de los subsistemas entre ellos mismos así como con su ambiente. Se argumenta que el uso de estudios de caso es la metodología apropiada para este tipo de investigación.

2.1 Estudios de casos

De acuerdo a Yin (1994), los estudios de casos son útiles cuando el investigador desea capturar las características holísticas de un fenómeno. Yin postula que los estudios de casos le permiten a los investigadores entender un fenómeno social complejo. Hlady Rispal (2002) confirma este punto. Shuttleworth (2008) sugiere que los estudios de casos son la opción metodológica apropiada cuando el investigador tiene que afilar un asunto amplio y complejo en un tema manejable. Esto es precisamente la situación en el presente trabajo. En esta sección se analizan algunas de las interacciones complejas que suceden entre los subsistemas e influyen en las empresas familiares como son la propiedad, la empresa y los miembros de la familia (Habbershon et al. 2003). Se estudia cómo esas interacciones probablemente impactan la creación de riqueza transgeneracional en las empresas familiares. Utilizando los estudios de casos permite capturar esas complejas interacciones y su influencia.

Mientras una crítica frecuente para realizar investigaciones basadas en estudios de caso es que su generalización es limitada, se atribuye, análogamente a Schulze et al. (2001) (quienes citan a Ilgen [1986] y Sackett et Larsen [1990, p. 435]) que su representatividad es menos que un problema cuando la muestra es un prototipo de una población relevante. Esto ocurre cuando se intenta determinar si los efectos supuestos pueden ocurrir en contraposición a determinar la frecuencia o la relativa fortaleza de los efectos observados. (Ilgen, 1986; Sackett & Larsen (1990, p. 435, citado por Schulze et al. 2001, p. 106). En la misma línea, Yin argumenta que los estudios de casos son generalizables como proposiciones teóricas y no como poblaciones o universos (Yin 1994, p. 21). Esto es así porque un estudio de caso no representa una muestra. El método de caso es apropiado cuando el objetivo del investigador es expandir teorías y no enumerar frecuencias (generalizaciones estadísticas) (Yin 1994, p. 21). En esta investigación se analiza la evidencia de cada caso de estudio con la finalidad de crear un modelo teórico.

Se analizaron 25 casos de estudios, cada uno perteneciente a diferentes grupos propietarios. Aunque esta investigación está basada en el análisis de los 25 casos, solamente se discutirá

en detalles cinco de los casos, debido a que estos nos permitieron capturar las características que probablemente condujeron al emprendimiento transgeneracional de las familias empresarias.

Obtener información útil y confiable de las empresas familiares es un reto (Wortman Jr. 1994). El problema ha sido conducido por un número de autores. Por ejemplo, Schulze et al. (2001) reconoce que mayormente las empresas familiares son privadas y no están obligadas a revelar información estandarizada sobre una base regular. Cuando las empresas revelan información, es usualmente reportada por ellas. Una potencial queja con esa información es que esas firmas pudieran tener un sesgo al revelar solo información positiva y ocultar las novedades negativas. Los estudios de casos utilizados en esta investigación mitigan este problema al menos de tres maneras. Primero, los casos fueron documentados usando una entrevista guía para ayudar a la investigadora a capturar los aspectos más relevantes que afectan el comportamiento financiero, el gobierno corporativo y la orientación emprendedora de las empresas familiares. Estos casos de estudios proveen una amplia visión de cada grupo familiar estudiado simplemente porque los entrevistados tenían menos oportunidad de enfatizar ciertos aspectos mientras ocultaban otros. Segundo, aunque algún encuestado en particular proveyera de alguna respuesta inadecuada a las preguntas, la investigadora, en general tenía acceso a varios encuestados de la misma empresa. Esto ayudó a la investigadora a cruzar las respuestas y proveer de una adecuada y razonable respuesta de la versión final del caso.

Hay tres razones para usar los estudios de casos dominicanos. Primero las familias empresarias son predominantes en República dominicana, esto proveyó a la investigadora de una considerable población de empresas familiares.

Segundo el subdesarrollo de los mercados de capitales limita la posibilidad de incrementar la liquidez de las acciones de las empresas comercializándolas en bolsa así como la habilidad de los miembros de la familia para diversificar sus portafolios. Tercero, la falta de protección existente para los inversionistas minoritarios en República Dominicana hace más difícil que las familias abran los capitales de sus empresas mientras preservan el

control pero también a atraer inversionistas minoritarios sin abandonar ese control (Martin de Holan et Sanz 2006). Estas fuerzas, la familia y negocios en un ambiente generalmente incierto empuja a las firmas a perseguir estrategias de diversificación para permitir a la familia un nivel de opciones que no sería posible de otra manera; al mismo tiempo dichas fuerzas no permiten a los miembros de la familia monetizar sus acciones, creando conflicto de intereses acerca de los pagos de dividendo y la reinversión de beneficios. Este conflicto de interés en su momento puede exacerbar problemas de gobierno corporativo dentro del ámbito de influencia de la familia empresaria.

Esto, como se planteaba anteriormente, podría poner en peligro la búsqueda de las oportunidades emprendedoras que permitirían a la familia aumentar su riqueza y diversificarían su riesgo.

Ya que estos asuntos son el corazón de esta investigación, se entiende que los estudios de casos sobre familias empresarias dominicanas son en realidad la opción apropiada para el análisis porque ellos proporcionan un nivel de detalle sobre los fenómenos ya mencionados que no podían ser alcanzados de otra manera.

Fueron analizados los 25 estudios de caso usando las teorías movilizadas en especial a dicotomía para la actitud de la propiedad y métodos estratégicos propuestos por Habbershon y Pistrui (2002). Uno de los objetivos era identificar si por medio del comportamiento financiero las familias empresarias estudiadas exhibían una actitud como inversionistas o como empresarios y si la estrategia primaria era gerencial o con una orientación emprendedora.

Para considerar un grupo de propiedad de familia con una actitud como inversionista se analizó el desempeño financiero de las firmas. De acuerdo a la literatura, las familias empresarias persiguen una estrategia emprendedora si buscan nuevas oportunidades de negocios, comprando o creando nuevos negocios.

La Gráfica No. 10 representa cuatro grupos arquetípicos de familias propietarias. La familia Tipo 'A' muestra ambas condiciones para la creación de riqueza transgeneracional. Ellos eliminan empresas con mal desempeño financiero y persiguen la creación de nuevos negocios. Las familias del Tipo 'C' muestran un comportamiento financiero opuesto. Estas familias empresarias buscan preservar el legado de las empresas aun si estas tienen un pobre desempeño financiero y no persiguen nuevas oportunidades de negocios; más bien, ellos apuntan a preservar su actual portafolio de negocios. Las familias Tipo 'B' y Tipo 'D' muestran un comportamiento financiero mixto. Aunque las familias del tipo 'B' pudieran buscar la creación de nuevos negocios, ellas pueden también mantener un bajo desempeño financiero en sus empresas. Las familias Tipo D simplemente disponen de un pobre desempeño financiero y no buscan nuevas oportunidades de negocios, simplemente enfocan sus esfuerzos en otras actividades que no son del negocio.

Gráfica No. 10 : Matriz clasificación empresas



Fuente: Elaboración propia, Febrero 2012.

La matriz de clasificación utilizada en la Gráfica No. 10 para categorizar el comportamiento financiero observado en las 25 familias empresarias. Luego en el capítulo IV se analizan las evidencias de los casos con la finalidad de identificar rasgos que distingan los grupos familiares de un cuadrante de los grupos de los otros cuadrantes. En el próximo capítulo se analizan las dos características que parecen explicar en cuál cuadrante en particular los grupos familiares fallan, concretamente familiar vs. gestión profesional y distribución de dividendos vs. reinversión de beneficios.

2.2. Descripción de las empresas que respondieron los cuestionarios

En esta sección se presentan las características principales de las empresas familiares estudiadas. Se pretende esbozar un panorama de estas empresas con la finalidad de presentar los sectores de sus actividades económicas, la edad de sus empresas, el tamaño, la etapa generacional en que se encuentran y la existencia de órganos de gobierno.

- Tamaño de las empresas

De las empresas estudiadas un 72% corresponde a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES), el restante 28% son de tamaño grande, Tabla No. 10.

Tabla No. 10
Tamaño de las empresas
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Tipo empresa | Cantidad | % |
|----------------------------|-----------------|------------|
| Pequeña (11-50) empleados | 10 | 40 |
| Mediana (51-200) empleados | 8 | 32 |
| Grande 201 empleados y mas | 7 | 28 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Información General Cuestionario Definitivo

- **Sector actividad económica**

La Tabla No. 7 muestra las diferentes actividades económicas a las que se dedican las empresas analizadas, un 36% corresponde al sector industrial, lo cual es una tradición en la ciudad de Santiago, sin embargo es notorio el incremento de las empresas dedicadas al sector servicio pues representan por igual un 36%. Ambos sectores componen la mayoría de la población contactada.

Tabla No. 11
Sector actividad económica
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Sector | Cantidad | % |
|---------------|-----------------|------------|
| Industria | 9 | 36 |
| Agroindustria | 1 | 4 |
| Servicios | 9 | 36 |
| Comercial | 6 | 24 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Información General Cuestionario Definitivo

- **Edad de las empresas**

La edad de la muestra de las empresas estudiadas oscila entre 9 y 105 años según se plasma en la Tabla No. 12.

Tabla No. 12
Edad de las empresas
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| F | Categoría | Cantidad | % |
|---|--------------|-----------|------------|
| | Entre 5-20 | 2 | 8 |
| | Entre 21-50 | 10 | 40 |
| | Entre 51-80 | 11 | 44 |
| | Entre 81-100 | 1 | 4 |
| | Más de 101 | 1 | 4 |
| | Total | 25 | 100 |

Fuente: Información General Cuestionario Definitivo

- Etapa generacional

En las empresas familiares es muy importante la etapa generacional pues indica que han pasado por uno o varios procesos de transmisión no solo del poder sino del conocimiento, de los valores, de los estilos de gobierno entre otras cosas. En el caso estudiado el 60% se encuentra en la segunda generación, sólo un 8% se encuentra en la cuarta y quinta generación lo cual se muestra en la Tabla No. 13.

Tabla No. 13
Etapa Generacional
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Generación | Cantidad | % |
|-----------------------|-----------|------------|
| 1ra. Generación | 4 | 16 |
| 2da. Generación | 15 | 60 |
| 3ra. Generación | 4 | 16 |
| 4ta. Generación y más | 2 | 8 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Información General Cuestionario Definitivo

- **Órganos de gobierno existentes**

Las empresas analizadas carecen de implantación de órganos de gobiernos, sólo 1 una empresa tiene definido los roles, esto es muy importante porque evita los conflictos y mantiene el equilibrio entre los tres subsistemas propiedad, empresa y familia, los resultados se muestran en la Tabla No. 14.

Tabla No. 14
Órganos de gobierno existentes
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Tipo | Cantidad | % |
|----------------------------|-----------------|------------|
| Asamblea de Accionistas | 15 | 60 |
| Consejo de Familia | 1 | 0 |
| Asamblea Familiar | 1 | 0 |
| Directorio o Alta Gerencia | 14 | 56 |
| Ninguno | 0 | 0 |
| Total | 31 | 116 |

Fuente: Pregunta #5 del Cuestionario definitivo

Nota: en esta pregunta podía seleccionar más de una opción

Conclusiones Capítulo III

Haber utilizado los estudios de casos permitió involucrar aspectos descriptivos y explicativos de los temas objetos de estudio que junto a al marco de referencia teórico, relacionado con los temas relevantes guiaron para analizar e interpretar la información recolectada a través de los cuestionarios aplicados; por lo que se pudo estudiar a profundidad o en detalle la unidad de análisis seleccionada.

CAPITULO IV

ANALISIS DESCRIPTIVO Y EXPLICATIVO DEL COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES NO COTIZADAS

Al considerar que las organizaciones buscan alcanzar el objetivo básico empresarial, que según Oscar García es el lograr “crecer y permanecer” (García, O., 1999 Pag. 4), el direccionamiento financiero se hace parte esencial de la gestión directiva al buscar maximizar el valor de la empresa, por ello el direccionamiento financiero son todas las actividades que se consideran necesarias para el adecuado manejo de los recursos de la empresa, en especial aquellos que buscan incrementar su valor.

El comportamiento financiero es parte de un componente fundamental que permite asegurar la viabilidad de la organización. La buena salud financiera es un indicador de una adecuada gestión, razón por la cual el área financiera es considerada como una de las más importantes, pues de ella depende en gran medida que la organización cuente con los elementos necesarios para crecer y permanecer de generación en generación.

En este capítulo se plasma el comportamiento de las empresas analizadas en cuanto a sus políticas de financiamiento, sus políticas de dividendo y la incidencia de estas en su orientación emprendedora.

En la primera parte se presenta la influencia de las variables analizadas en el comportamiento financiero fruto de los datos obtenidos de la muestra de 25 empresas de las cuales se obtuvo respuesta a los cuestionarios enviados y los estudios de casos elaborados. Las conclusiones e interpretación de los resultados se presentan al final del análisis.

Este capítulo consta de dos secciones:

- Sección 1: Trata sobre el comportamiento financiero de las empresas familiares
- Sección 2: Propuesta Modelo Teórico

Sección 1: Comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizadas: Influencia de los intereses generacionales, la aversión al riesgo y el gobierno corporativo

En esta sección se detallan los resultados obtenidos a través del análisis de los datos de la investigación exploratoria realizada. Estos resultados se presentan a través de gráficos y tablas con sus análisis correspondientes conforme al orden de las variables.

El objetivo de esta investigación fue conocer el comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizadas en mercados emergentes.

1.1 Análisis de los resultados

Las escalas de medición utilizadas para la misma fueron escalas de Likert y diferencial semántico; donde se recurrió a escalas que van desde “Totalmente de acuerdo” a “Totalmente en desacuerdo”, además de escalas que van desde 1, al cual corresponde el menor grado de medición del atributo en cuestión, 3 es nulo y 5 representa el mayor grado de esta variable.

1.1.1. Intereses de las diferentes generaciones

La variable medida fue *intereses* de los miembros de las diferentes generaciones.

En la Tabla No. 15 se puede visualizar de manera clara y concisa que la mayor proporción (36%) de los encuestados consideran que están totalmente de acuerdo con la afirmación de que la diversidad de intereses en cuanto al nivel de endeudamiento se agudiza a medida que crece la familia empresaria y menos miembros trabajan en la empresa.

Un 8% estuvo totalmente de acuerdo, mientras que un 32% respondió que no está ni de acuerdo ni en desacuerdo, lo cual se considera neutro en esta investigación.

Las primeras generaciones, habitualmente ya tienen su patrimonio vinculado a la empresa, por lo que difícilmente podrán aportar nuevos recursos financieros para su crecimiento. En aquellos casos en que han pasado varias generaciones de familiares, habrá más propietarios que tienen menor vinculación con la empresa, que les lleva a demandar repartos de dividendo y no estar dispuestos a invertir parte de su patrimonio para sostener el crecimiento de la empresa, con la promesa de futuras rentabilidades, la posibilidad de ampliar el capital con la incorporación de socios no familiares es una alternativa que habitualmente choca con el interés de los propietarios familiares por mantener el control de la empresa.

Tabla No. 15
Diversidad de intereses
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 9 | 36 |
| De acuerdo | 2 | 8 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 8 | 32 |
| En desacuerdo | 3 | 12 |
| Totalmente en desacuerdo | 3 | 12 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

Según El 52% de los miembros de la primera generación encuestados manifestaron estar totalmente de acuerdo en preferir el financiamiento interno (reversión de beneficios) antes que acceder al financiamiento externo, el 40% de los encuestados manifestó estar de acuerdo con preferir esta modalidad de financiamiento, los resultados se muestran en la Tabla No. 16.

Las dificultades para ampliar el capital en las empresas familiares hacen que el autofinanciamiento (básicamente inversión de beneficios) sea la fuente de financiamiento primordial, habida cuenta de su reticencia al endeudamiento, con las consiguientes limitaciones que implica en las posibilidades de crecimiento de la empresa. Las empresas

familiares tienden a usar más fondos generados internamente para su desarrollo (Ward, 1987; Poutziouris et al., 1998).

Tabla No. 16
Preferencias de financiamiento 1ra. Generación
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 13 | 52 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 1 | 4 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

En la Tabla No. 17 se puede observar que la frecuencia de esta variable se concentra en “ Totalmente de acuerdo” y “De acuerdo”, representando un 44% y 40% respectivamente. Esta afirmación muestra la preferencia de los miembros de la primera generación encuestados por el desarrollo de políticas de reinversión de beneficios antes que demandar el reparto de dividendos.

Tabla No. 17
Preferencias de reinversión beneficios vs distribución dividendos primera generación
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 11 | 44 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 1 | 4 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

Los miembros de la primera generación están totalmente de acuerdo en 64% en considerar que la reinversión de beneficios es una ventaja para la empresa porque contribuye al crecimiento de estas, en la misma tendencia el 32% de esta generación está de acuerdo en que la reinversión de beneficios es una ventaja (Tabla No. 14).

Las características propias de las empresas familiares pueden influir sobre la estrategia financiera de la empresa. El objetivo de mantener el control de la empresa del grupo familiar, junto a la aversión al riesgo que conlleva la concentración del patrimonio personal en la compañía, marcan la preferencia por la retención de beneficios como forma de financiamiento, limitando de esta de esta forma el crecimiento de la empresa.

Tabla No. 18
Ventajas de la reinversión de beneficios
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 16 | 64 |
| De acuerdo | 8 | 32 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 1 | 4 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

Los miembros de las siguientes generaciones manifestaron estar en desacuerdo en preferir el financiamiento externo en un 28%, un 24% opinó estar de acuerdo en optar por el financiamiento externo, lo que muestra que estas generaciones se comportan diferentes a la primera generación la cual se inclinó por el financiamiento interno. Los resultados se muestran en la Tabla No. 19.

De acuerdo a los hallazgos, una de las familias empresarias reinvierte todos sus beneficios y transfiere casi todas sus funciones gerenciales a profesionales de la gestión, la participación de la familia está limitada a las decisiones estratégicas a nivel del consejo de administración. Otras familias reinvierten un porción sustancial de sus beneficios y están dando los pasos hacia una gestión profesional.

Cuatro de los grupos propietarios, en sus diferentes etapas de su evolución, enfrentan asuntos financieros en diferentes maneras, una de ellas toma sus decisiones de estructurar su capital estableciendo lineamientos a nivel del consejo de administración, distribuye un 40% de sus beneficios y reinvierte el restante 60%. Sus accionistas confían en la gestión profesional de su equipo y en los miembros de su consejo. Solamente unos cuantos accionistas dependen de la distribución de dividendos para vivir, para la mayoría de los accionistas los dividendos representan un ingreso adicional, unos pocos accionistas los cuales dependen de los ingresos que les generan los dividendos requieren solamente alrededor de 0.3% de sus acciones en circulación para cubrir sus gastos de mantenimiento. La empresa ha exhibido un progresivo crecimiento de sus dividendos lo que le ha permitido mantener satisfechos a sus accionistas. Esto constituye una ventaja competitiva para la empresa y le resta presión. Las necesidades de capital son satisfechas vía la reinversión de beneficios y el financiamiento externo.

Tabla No. 19
Preferencias de financiamiento de las siguientes generaciones
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 6 | 24 |
| De acuerdo | 5 | 20 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 1 | 4 |
| En desacuerdo | 7 | 28 |
| Totalmente en desacuerdo | 6 | 16 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

Como se puede observar en Tabla No. 20 el 44% de los encuestados están en desacuerdo en demandar el reparto de dividendos antes desarrollar políticas de reinversión de beneficios. Otros que representan un 36% respondieron estar de acuerdo, esto indica que las generaciones siguientes siguen el mismo patrón que los miembros de la primera generación lo cual es contrario a investigaciones en otros contextos.

En la literatura de negocio de familia, algunos autores postulan que la política de dividendos es en particular relevante para empresas en la segunda generación, la etapa de sociedad de hermanos. En esta fase, una preocupación primaria trata sobre la necesidad de proporcionar a hermanos no empleados en el negocio de la familia con una vida o con capital semilla para sus propias empresas. Típicamente esto pone presión adicional sobre el capital de la firma. El fenómeno tiene que ser tratado en conjunción con otros procesos de familia (Gersick, et al., 1997). Kaslow (2006) aboga por una política de dividendos explícita como un modo de evitar, o al menos reducir las tensiones de la relación intrafamiliar.

Tabla No. 20
Preferencias de reinversión beneficios vs distribución dividendos siguientes generaciones
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 1 | 4 |
| De acuerdo | 1 | 4 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 11 | 44 |
| Totalmente en desacuerdo | 9 | 36 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

Reinvertir significa menos efectivo para los accionistas en la actualidad. Más aun, en las empresas familiares que por su naturaleza el control familiar significa que las acciones no son líquidas.

En la Tabla No. 17 se puede observar que la frecuencia de esta variable se concentra en “Totalmente de acuerdo” y “De acuerdo”, representando un 48% y 40% respectivamente.

Esta afirmación muestra la actitud positiva que perciben los miembros de la familia empresaria sobre estructurar el capital con la reinversión de beneficios y su incidencia en las futuras compensaciones.

En una de las empresas se pudo observar que algunos de los miembros de la familia se sienten atados a la política de distribución de dividendos, otros no ejercen presión sobre la distribución de dividendos. Actualmente esto no presenta ningún problema, pero pudieran surgir en el futuro cuando las siguientes generaciones se involucren en el negocio.

Tabla No. 21
Efectos de la reinversión de beneficios en las futuras compensaciones
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 12 | 48 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #8 del Cuestionario Definitivo

Los miembros de las siguientes generaciones mantienen un comportamiento similar a la primera generación están totalmente de acuerdo en 64% en considerar que la reinversión de beneficios es una ventaja para la empresa porque contribuye al crecimiento de estas, en la misma tendencia el 32% de esta generación está de acuerdo en que la reinversión de beneficios es una ventaja (Tabla No. 22).

No obstante a medida que la empresa crece, y conforme se incorporan nuevas generaciones, se diluyen los lazos familiares y el sentido de pertenencia a un grupo, por lo que algunos participantes pueden exigir cambios en las decisiones financieras de la empresa. En ese sentido, la inclinación hacia la reinversión y el autofinanciamiento irá perdiendo peso frente a la preferencia por la liquidez y el pago de dividendos.

Tabla No. 22
Ventajas de la reinversión de beneficios siguientes generaciones
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 16 | 64 |
| De acuerdo | 8 | 32 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 1 | 4 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

A través de la Tabla No. 23, se desglosó la puntuación obtenida con relación al manejo de las utilidades y mecanismos de financiamiento, se identificó que solamente un 12% de de las empresas tienen definidas las políticas y procedimientos adecuados para la capitalización o reinversión de utilidades y que les permita liquidez en forma recurrente, un 28% posee políticas de distribución de dividendos al final del periodo contable y una cantidad considerable representadas en un 60% no tiene reglas, acuerdos o políticas.

Sólo se identificó una familia empresaria que posee políticas claras que limitan la participación de la familia en la gestión y que promueve el involucramiento de sus miembros solamente a nivel del consejo de administración.

Tabla No. 23
Manejo de las utilidades y mecanismos de financiamiento
Santiago, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|---|--------------------|------------|
| No existen reglas, acuerdos o políticas | 15 | 60 |
| Existen políticas para la capitalización o reinversión de utilidades | 3 | 12 |
| Existen políticas de distribución de dividendos al final del período contable | 7 | 28 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #6 del Cuestionario Definitivo

1.1.2 Aversión al riesgo

Según los resultados ilustrados en la Tabla No. 24 se determinó qué consideran los miembros de las familias empresarias con relación al nivel de endeudamiento.

Mediante la misma se pudo observar, aplicando escalas de Likert, que la mayoría de los miembros de las familias encuestadas consideran que si acceden a fuentes de financiamiento externo temen perder el control de la propiedad un 44% manifestó estar de acuerdo con esta postura y un 12% estuvo totalmente de acuerdo. Por el contrario un 24% estuvo en desacuerdo.

Lo anterior indica que el acceso a fuentes de financiamiento externas se limita por temor a asumir eventuales costos relacionados con los intereses y objetivos del sistema familiar.

En las empresas familiares el objetivo de mantener el control de la empresa, junto a la vocación de continuidad del negocio como legado para futuras generaciones, lleva a considerar la empresa como fuente de riqueza que perdure en el tiempo, en lugar de cómo fuente de recursos a corto plazo, más propio de empresas en las que la separación entre propiedad y gestión es mayor (James, 1999; Pérez Broseta, Monferrer y Climent, 2002).

Las empresas familiares tienen una fuerte antipatía hacia el uso de financiamiento externo (Dreux, 1990; Gallo y Vilaseca, 1996). Estas empresas no están motivadas acerca de ampliar su base accionarial con capital de riesgo a costa de abandonar el control de la empresa familiar (Poutziouris, 2001).

Tabla No. 24
Aversión al riesgo
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 3 | 12 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 2 | 8 |
| En desacuerdo | 6 | 24 |
| Totalmente en desacuerdo | 4 | 16 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

A través de la Tabla No. 25, se desglosó la puntuación obtenida para la variable aversión al riesgo y su influencia en las opciones estratégicas y en las oportunidades de inversión en nuevos negocios que estén dispuestos a llevar a cabo las diferentes generaciones involucradas, se identificó que un 48% de los miembros de las diferentes de las familias empresarias encuestadas afirmaron estar totalmente de acuerdo en la influencia ejercida por esta variable, por igual 48% manifestó estar de acuerdo con este señalamiento.

Tabla No. 25
Influencia de la aversión al riesgo en las opciones estratégicas
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 12 | 48 |
| De acuerdo | 11 | 44 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 2 | 8 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

1.1.3 Política de dividendos

La Tabla No. 26 presenta la opinión que poseen los encuestados acerca de si las políticas de dividendos incentivan el crecimiento y la contribución socioeconómica en beneficio de la empresa y se obtuvo que un 36% está totalmente de acuerdo en afirmar el aporte que provee la existencia de una política de dividendos, seguidos de un 32% que están de acuerdo, una parte considerable la cual representa un 24% manifestó estar ni de acuerdo ni en desacuerdo lo que cual tiene un efecto nulo.

Los dividendos son el medio de recompensar al inversionista de familia por su inversión no líquida. La política de dividendos solo tiene sus propias limitaciones que son arraigadas en los intereses que divergen de los miembros de la familia, dependiendo si ellos son empleados o no en el negocio de familia. Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa para la continuidad de los desembolsos en accionistas miembros de la familia que no son empleados. Si el desempeño de la firma se deteriora y los dividendos

tienen que ser cortados, es casi seguro que surgirán los conflictos. La política de dividendos a menudo ignora las preferencias de liquidez de accionistas individuales.

Tabla No. 26
Aportes de la política de dividendos
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 9 | 36 |
| De acuerdo | 8 | 32 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 6 | 24 |
| En desacuerdo | 2 | 8 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

En la Tabla No. 27 se presentan los resultados obtenidos al investigar si la política de dividendos permite la creación de riqueza transgeneracional, el 44% de los encuestados confirma en estar de acuerdo en que la existencia de una política de dividendos permite la creación de riqueza transgeneracional, un 16% manifestó estar totalmente de acuerdo, mientras que un 24% indica estar ni de acuerdo ni en desacuerdo.

Tabla No. 27
Creación de riqueza transgeneracional
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 4 | 16 |
| De acuerdo | 11 | 44 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 6 | 24 |
| En desacuerdo | 3 | 12 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

Los dividendos son el medio de recompensar al inversionista de familia por su inversión no líquida. La política de dividendos solo tiene sus propias limitaciones que son arraigadas en los intereses que divergen de los miembros de la familia, dependiendo si ellos son empleados o no en el negocio de familia. Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa para la continuidad de los desembolsos en accionistas miembros de la familia que no son empleados

El objetivo de este variable era determinar cierta tendencia o probabilidad de que la existencia de una política de dividendos incentiva la creación de nuevos negocios y la innovación y se obtuvo que un 44% estuvo totalmente de acuerdo en el aporte de una política de dividendos para estos fines, adicional a un 20% que estuvo de acuerdo, contrario a un 32% que indicó estar ni de acuerdo ni en desacuerdo, lo que resulta en un efecto nulo para esta investigación, este comportamiento se muestra en la Tabla No. 28.

Algunas de estas familias empresarias buscan preservar su legado aunque tengan un pobre desempeño financiero y no persigan nuevas oportunidades de negocios.

Tabla No. 28
Creación de nuevos negocios e innovación
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 11 | 44 |
| De acuerdo | 5 | 20 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 8 | 32 |
| En desacuerdo | 1 | 4 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

Se evidenció que una de las familias estudiadas ha establecido un fondo de riesgo para ayudar financieramente a las iniciativas emprendedoras de la tercera generación. Esta iniciativa podría ser entendida como un mecanismo destinado a apoyar a las nuevas generaciones a iniciar sus aventuras mientras se preserva el legado de la empresa familiar.

El riesgo envuelto en los nuevos negocios tiende a ser alto, este mecanismo le resta presión a los beneficios retenidos. En este caso los conflictos pudieran surgir si algún miembro de la familia de esa generación se sintiese excluido de dicha opción de financiamiento.

Con la medición de esta variable junto a la orientación emprendedora se buscaba conocer si los miembros de las familias empresarias preferían el pago de altos dividendos antes que emprender nuevos negocios. Un 52% respondieron estar en desacuerdo, un 32% manifestaron estar ni de acuerdo ni en desacuerdo, mientras que un 12% sostuvo estar totalmente en desacuerdo. En la Tabla No. 29 se presentan los resultados.

Es evidente que en las empresas encuestadas no existen políticas para apoyar las iniciativas emprendedoras que surjan de los miembros de la familia, solo una de las empresas manifestó haber creado un fondo semilla a partir de los dividendos generados, el cual es manejado por una institución financiera independiente con intereses blandos para que los familiares que presenten proyectos innovadores puedan acceder a estos fondos.

No existe lo que se conoce como Capital de arranque (*Start Up Capital*), modalidad de capital de riesgo dirigido a empresas por emprender, necesitadas de recursos financieros para la iniciación de una actividad económica.

Tabla No. 29
Efectos del pago de dividendos en el emprendimiento de nuevos negocios
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 0 | 0 |
| De acuerdo | 1 | 4 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 8 | 32 |
| En desacuerdo | 13 | 52 |
| Totalmente en desacuerdo | 3 | 12 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

En la Tabla No. 30 se puede observar que la frecuencia de esta variable política de dividendos en este caso se concentra en “Ni de acuerdo ni en desacuerdo” y “En desacuerdo”, representando un 44% y 32% respectivamente. Esta afirmación muestra la actitud indiferente y negativa que perciben los miembros de la familia encuestados con relación a si la política de dividendos está atada a las empresas existentes en lugar de a un futuro portafolio de negocios. Algunas de las familias estudiadas mostraron un comportamiento mixto, unas buscan la creación de nuevos negocios manteniendo un bajo desempeño financiero. Otras simplemente disponen de un pobre desempeño de sus firmas, no buscan nuevas oportunidades de negocios, sólo enfocan sus esfuerzos en otras actividades que no son negocios.

No se sabe cómo las firmas eligen endeudarse, capitalizarse o una combinación de estas opciones que ellos emiten como parte de su política de financiamiento, que es el plan de acción de la empresa que se debe seguir siempre que se tome una decisión financiera.

Los inversionistas bajo un entorno legal débil sin políticas de financiamiento y de dividendos definidas como es el caso de los países emergentes prefieren “pájaro en mano” a diferencia de arriesgar a no conseguir ningún retorno en absoluto.

Tabla No. 30
La política de dividendos vinculada al portafolio de negocios
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 1 | 4 |
| De acuerdo | 4 | 16 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 11 | 44 |
| En desacuerdo | 8 | 32 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

En la Tabla No. 31 se puede visualizar de manera clara y concisa que la mayor proporción (40%) de los encuestados están de acuerdo con la afirmación de que la existencia de una política de dividendos reduce o evita los conflictos entre los miembros de la familia empresaria.

Un 32% estuvo totalmente de acuerdo, mientras que un 20% respondió que no está ni de acuerdo ni en desacuerdo, lo cual se considera neutro en esta investigación.

Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa para la continuidad de los desembolsos en accionistas miembros de la familia que no son empleados. Si el desempeño de la firma se deteriora y los dividendos tienen que ser cortados, es casi seguro que surgirán los conflictos. La política de dividendos a menudo ignora las preferencias de liquidez de accionistas individuales. Fuerzan a los accionistas de familia que no desearon la extra-liquidez renunciar a oportunidades de reinversión potencialmente rentables dentro de la firma.

Tabla No. 31
La política de dividendos vinculada al manejo de conflictos
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 8 | 32 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 5 | 20 |
| En desacuerdo | 1 | 4 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #8 del Cuestionario Definitivo

Con la medición de esta variable se buscaba determinar si los conflictos intergeneracionales pueden afectar seriamente la creación de políticas de dividendos que permitan la continuidad de la empresa.

Como se muestra en la Tabla No. 32, los miembros de las familias empresarias respondieron de la siguiente manera un 48% estuvo totalmente de acuerdo, un 40% de acuerdo y un 12% estuvo ni de acuerdo ni en desacuerdo con tal aseveración.

Los conflictos de las empresas familiares tienen características especiales independientemente de a que miembros afectan (padre e hijo, hermano, esposa, pariente político, familiares en la empresa, familiares fuera de la empresa) e independientemente de qué clase de asuntos estén en juego (herencia, gestión, crecimiento, poder, definiciones de roles, distribución de dividendos). Los conflictos siempre son sistémicos.

Tabla No. 32
La política de dividendos vinculada a los conflictos intergeneracionales
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 12 | 48 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #8 del Cuestionario Definitivo

1.1.4 Participación de la familia

La variable medida fue *participación de la familia* con relación a su nivel de involucramiento en la dirección de las empresas estudiadas.

A través de la Tabla No. 33 se buscó identificar la preferencia de los accionistas pasivos, es decir aquellos miembros de la familia empresaria que no están involucrados en la dirección de la empresa en cuanto a la distribución o no de los dividendos.

Se obtuvo que la mayoría, representada por el 44% del total de encuestados, indicaron estar de acuerdo en preferir la distribución de dividendos.

Esto indica que al no estar los accionistas pasivos en la dirección de la empresa se crea un efecto negativo en el desempeño financiero.

Las empresas familiares tienden a tener accionistas controladores, quienes en la mayor parte de los casos son un individuo o familia, normalmente el fundador de la empresa o sus descendientes. Estos accionistas controladores están colocados idealmente para supervisar a la dirección, y de hecho, la alta dirección es normalmente parte de la familia controladora. Una de las variables claves que permiten alinear los intereses de los accionistas y la dirección es la participación de los miembros del equipo directivo o del consejo de administración en el capital social de la empresa.

Tabla No. 33
Preferencia de los accionistas pasivos
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 7 | 28 |
| De acuerdo | 11 | 44 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 5 | 20 |
| En desacuerdo | 2 | 8 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #8 del Cuestionario Definitivo

La Tabla No. 34 representa la actitud de los miembros de la familia empresaria de involucrarse en la empresa sólo como inversionista en lugar de involucrarse en la gestión de esta, específicamente un 40% de los encuestados manifestó estar de acuerdo, por igual un 28% afirmó estar totalmente de acuerdo en participar como inversionista.

Una de las familias empresarias fue identificada como una familia con una actitud de inversionista, esa familia tiene una clara orientación emprendedora, por ejemplo muchos miembros de la familia han establecido sus propios negocios. En adición, los miembros de la familia no le objetan en las políticas prohibirles a ellos mantener una posición operativa en la empresa. Se afirma que esa familia posee una actitud de inversionista porque adquirió y dispuso de empresas como lo dictaron los retornos del mercado.

Otra de las familias empresarias estableció políticas con el objetivo de ir preparando a los miembros de la familia a hacer una transición de propietario controlador a accionista sin involucrarse en la gestión.

Tabla No. 34
Rol de inversionista de los miembros de las familias empresarias
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 7 | 28 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 4 | 16 |
| En desacuerdo | 4 | 16 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

Según la Tabla No. 35, acerca de que si la política de dividendos incentiva a los miembros de la familia a ser inversionistas se observa que la mayoría (40%) consideró sentirse atraído a ser inversionista de la empresa motivados por la política de dividendos por igual un 28% sostuvo que está de acuerdo con esa afirmación.

Tabla No. 35
Impacto de la política de dividendo en los inversionista de las familias empresarias
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 7 | 28 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 4 | 16 |
| En desacuerdo | 4 | 16 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #7 del Cuestionario Definitivo

Gordon (1963) asegura que los inversionistas con aversión al riesgo prefieren ciertos dividendos a la promesa de futuras utilidades, porque los dividendos son rendimientos regulares y seguros, mientras que las futuras utilidades de capital son inciertas. A esto se le conoce como la teoría de “pájaro en mano”.

Esta variable tenía como objetivo identificar si los encuestados consideran que los miembros de la familia que no están en la gestión de la empresa deben estar informados del nivel de endeudamiento.

Los resultados obtenidos y ejemplificados en la Tabla No. 36 identificaron que un 68% está totalmente de acuerdo en que se les debe suplir esta importante información a esto se agrega que un 24% manifestó estar de acuerdo con esta postura.

Otro reto que enfrentan estas empresas es las relaciones entre la gestión de la empresa y la propiedad y, en especial, el manejo de los temas referentes a la información sobre la evolución de la empresa, a la toma de decisiones sobre los aspectos más relevantes estratégicos y financieros, a la política de dividendos, al desarrollo de los accionistas o al rol de la propiedad (Gallo y Amat, 2003).

Tabla No. 36
Relevancia de la información
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 17 | 68 |
| De acuerdo | 6 | 24 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 2 | 8 |
| En desacuerdo | 1 | 4 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #4 del Cuestionario Definitivo

1.1.5 Separación de la propiedad

La variable medida fue *separación de la propiedad* con relación a la estructura societaria y el manejo de conflictos.

Tres de las familias empresarias parecen estar en transición hacia una separación de la propiedad de la gestión. En una de las empresas la participación de los accionistas actuales está limitada a las decisiones estratégicas en el consejo de administración. Las operaciones del día a día están en manos de profesionales de la gestión. El fundador estableció su estructura justo antes de fallecer, y ha sido aceptado por la segunda generación. Una de estas tres familias empresarias difiere entre sus empresas en algunas son totalmente dueños mientras que en otras son socios.

En otra de las tres empresas se ha instalado un equipo profesional en la gestión y la familia estableció una política prohibiendo el empleo de sus miembros en las operaciones del negocio, entendiendo que con esto se facilita el reclutamiento y retención del talento gerencial no familiar. Consideran que el involucramiento de la familia en la gestión podría minar sus metas. El mayor reto para estas familias es cómo mantener las ventajas del control familiar mientras la familia es separada de la gestión.

Con la medición de esta variable se identificó que la mayor parte del total de encuestados, es decir un 60%, consideran que la concentración de la propiedad en los miembros de la familia ayuda a reducir los conflictos de intereses que pudieran presentarse entre directores y accionistas, lo cual se presenta en los resultados obtenidos en la Tabla No. 37.

En una de las empresas estudiadas se identificó la existencia de una política relevante la cual solicita no emplear a los miembros de la familia, esto es el resultado de ciertos incidentes quebrantadores experimentados en la segunda generación los cuales sentían que tenían todo el derecho de trabajar en la empresa de la familia.

Tabla No. 37
Manejo de conflictos
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 2 | 8 |
| De acuerdo | 15 | 60 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 8 | 32 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

El objetivo de este variable consistía en determinar si la propiedad estaba afectada por las tensiones que se pueden producir entre los accionistas, especialmente cuando el capital está muy disperso debido a un elevado número de accionistas.

Según los datos reflejados en la Tabla No. 38 la mayoría, es decir el 32%, está totalmente de acuerdo en considerar que las tensiones que se producen entre los accionistas cuando el capital está disperso afectan la concentración de la propiedad, seguido de una cantidad considerable de los encuestados representada por un 28% que manifestó estar de acuerdo con esa postura.

Tabla No. 38
Dispersión del capital
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 8 | 32 |
| De acuerdo | 7 | 28 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 5 | 20 |
| En desacuerdo | 3 | 12 |
| Totalmente en desacuerdo | 2 | 8 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

En la Tabla No. 39 se puede visualizar de manera clara y concisa que la mayor proporción (32%) de los encuestados consideran estar ni de acuerdo ni en desacuerdo con que la propiedad está afectada por una inadecuada estructura societaria. Un 28% estuvo en desacuerdo, mientras que un 20% respondió que está de acuerdo.

Tabla No. 39
Estructura societaria
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 4 | 16 |
| De acuerdo | 5 | 20 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 8 | 32 |
| En desacuerdo | 7 | 28 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

1.1.6 Profesionalización

La variable medida fue *profesionalización* con relación a la su influencia en el gobierno corporativo.

A través de la Tabla No. 36, se pudo apreciar que un 40% respondió estar ni de acuerdo ni en desacuerdo de que la propiedad está gestionada con eficacia por órganos de gobierno corporativo, siendo este una razón expuesta consistente con los resultados mostrados en la Tabla No. 14 relacionados con la existencia de los órganos corporativos en las empresas estudiadas.

Sólo en una de las empresas analizadas posee una estructura de gobierno bien definida, políticas y protocolos que delinean la participación de la familia en el negocio. Esta medida usualmente es solicitada por una gestión profesional y limita la participación de la familia a las decisiones estratégicas al nivel del consejo de administración. Esta familia

identificada como una familia con un dominio emprendedor tiende a favorecer la reinversión de beneficios en lugar de distribuir los dividendos.

Tabla No. 40
Eficacia de los órganos de gobierno corporativo
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 1 | 4 |
| De acuerdo | 6 | 24 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 10 | 40 |
| En desacuerdo | 7 | 28 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

El objetivo de este variable era determinar si las empresas analizadas poseían una estructura financiera profesional que les permita el aseguramiento del patrimonio familiar. Los resultados muestran que un 52% de los encuestados respondieron estar de acuerdo con esta afirmación seguido de un 20% que manifestó estar totalmente de acuerdo. Los resultados se muestran en la Tabla No. 41.

Tabla No. 41
Estructura financiera profesional
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero, 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 5 | 20 |
| De acuerdo | 13 | 52 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 2 | 8 |
| Totalmente en desacuerdo | 2 | 8 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #9 del Cuestionario Definitivo

A través de la Tabla No. 42 se logró conocer si las empresas estudiadas poseen una estructura profesional de sus gobiernos y dirección de sus empresas, personas preparadas y de confianza que permitan consolidar la expansión financiera, tecnológica, comercial y productiva, que puede llevarles a tener un adecuado desempeño.

Según los resultados ilustrados se determinó que un 48% de los encuestados afirman disponer de una adecuada estructura profesional.

Levinson (1971) sugiere la dirección profesional como un camino eficaz de vencer estos conflictos. Levinson llega a abogar por el retiro de todos los miembros de familia de operaciones firmes. Asimismo Dyer (1986) postula que trayendo directivos profesionales a la firma de familia pueden ayudar a asegurar la toma de decisiones racional y reducir los efectos negativos de conflictos de familia y nepotismo.

Tabla No. 42
Estructura profesional y expansión financiera, tecnológica, comercial y productiva
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 4 | 16 |
| De acuerdo | 12 | 48 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 3 | 12 |
| En desacuerdo | 2 | 8 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #10 del Cuestionario Definitivo

El objetivo de esta variable consistía en conocer si las empresas analizadas invierten en profesionalizar los procesos y las estructuras de gobierno.

Continuando con la presentación y análisis de los resultados se pudo determinar que el 40% de los encuestados manifestaron estar de acuerdo con la importancia de invertir en la mejora de sus procesos y en la implantación de ámbitos de gobierno que contribuyan a un

mejor desempeño de sus empresas. La información en detalles se presenta en la Tabla No. 43.

Lo que distingue a las empresas familiares exitosas es precisamente que sus líderes invierten tiempo en construir la unidad y compromiso familiar con la empresa y en profesionalizar los procesos (por ejemplo, el plan estratégico familiar) y las estructuras (órganos de gobierno, protocolo familiar, reuniones familiares) a través de las cuales interactúan los familiares.

Tabla No. 43
Profesionalización de los procesos
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 3 | 12 |
| De acuerdo | 10 | 40 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 4 | 16 |
| En desacuerdo | 7 | 28 |
| Totalmente en desacuerdo | 0 | 0 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #10 del Cuestionario Definitivo

El objetivo de esta variable era conocer si las en las empresas estudiadas han sabido superar las dificultades para afrontar la renovación permanente de su negocio y la mejora continua de la eficacia y profesionalización de su gestión.

El mayor porcentaje contando así con un 72% del total de encuestados consideraron estar de acuerdo en que han podido superar las dificultades que se les han presentado. En la Tabla No. 44 se presentan los resultados.

Tabla No. 44
Superación de dificultades
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 5 | 20 |
| De acuerdo | 18 | 72 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 1 | 4 |
| En desacuerdo | 0 | 0 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

Fuente: Pregunta #10 del Cuestionario Definitivo

Como se puede observar en la Tabla No. 45, la mayoría de los encuestados están de acuerdo, en un 48.7%, en que la profesionalización de sus empresas obedece a presiones inherentes a la evolución de la familia y la empresa.

Otros respondieron estar totalmente de acuerdo con dicha aseveración en un 24% mientras que un 16% considero estar ni de acuerdo ni en desacuerdo.

Sciascia y Mazzola (2008) muestran que la dirección de familia, a diferencia de la propiedad de familia, tiene un efecto negativo sobre el desempeño de la firma. El efecto negativo se deriva de miembros de familia que exponen capacidades inadecuadas profesionales, conflictos de familia internos, inhabilidad de incrementar el capital adicional, y una preferencia por objetivos no financieros

Tabla No. 45
Origen de la profesionalización
Santiago de los Caballeros, República Dominicana
Enero 2012

| Alternativas | Frecuencias | % |
|--------------------------------|--------------------|------------|
| Totalmente de acuerdo | 6 | 24 |
| De acuerdo | 12 | 48 |
| Ni de acuerdo ni en desacuerdo | 4 | 16 |
| En desacuerdo | 2 | 8 |
| Totalmente en desacuerdo | 1 | 4 |
| Total | 25 | 100 |

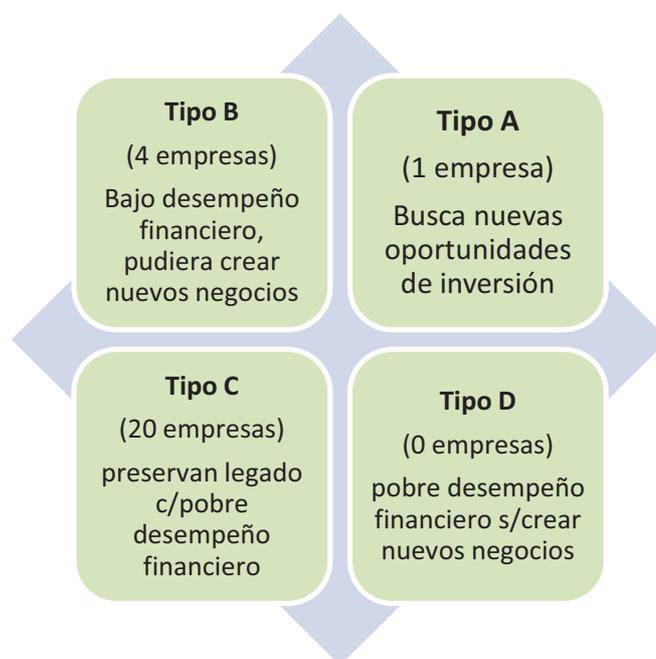
Fuente: Pregunta #10 del Cuestionario Definitivo

1.2 Información obtenida de los estudios de casos

Analizando los casos y sus evidencias sobre gobierno corporativo y políticas de financiamiento, se encontraron dos características que distinguen a la única familia clasificada como Tipo A. Esa familia reinvierte todos sus beneficios y transfiere casi todas las funciones de la gestión a gerentes profesionales. La participación de la familia está limitada a las decisiones estratégicas a nivel de la Junta Directiva. Luego fueron analizadas las estructuras de gobiernos y las políticas de financiamiento que distinguen a las familias clasificadas como Tipo B y Tipo C. Las cuatro familias del Tipo B reinvierten una sustancial porción de sus beneficios y se están moviendo hacia una gestión profesional. En este último punto, se enfatiza que en estos grupos de propiedad, un pequeño número de miembros de familia estuvo implicado en posiciones directivas. La mayoría de las posiciones directivas son gestionadas por ejecutivos no familiares. Gráfica No. 11

Gráfica No.11

Resultados matriz clasificación



Fuente: Elaboración propia, Febrero 2012.

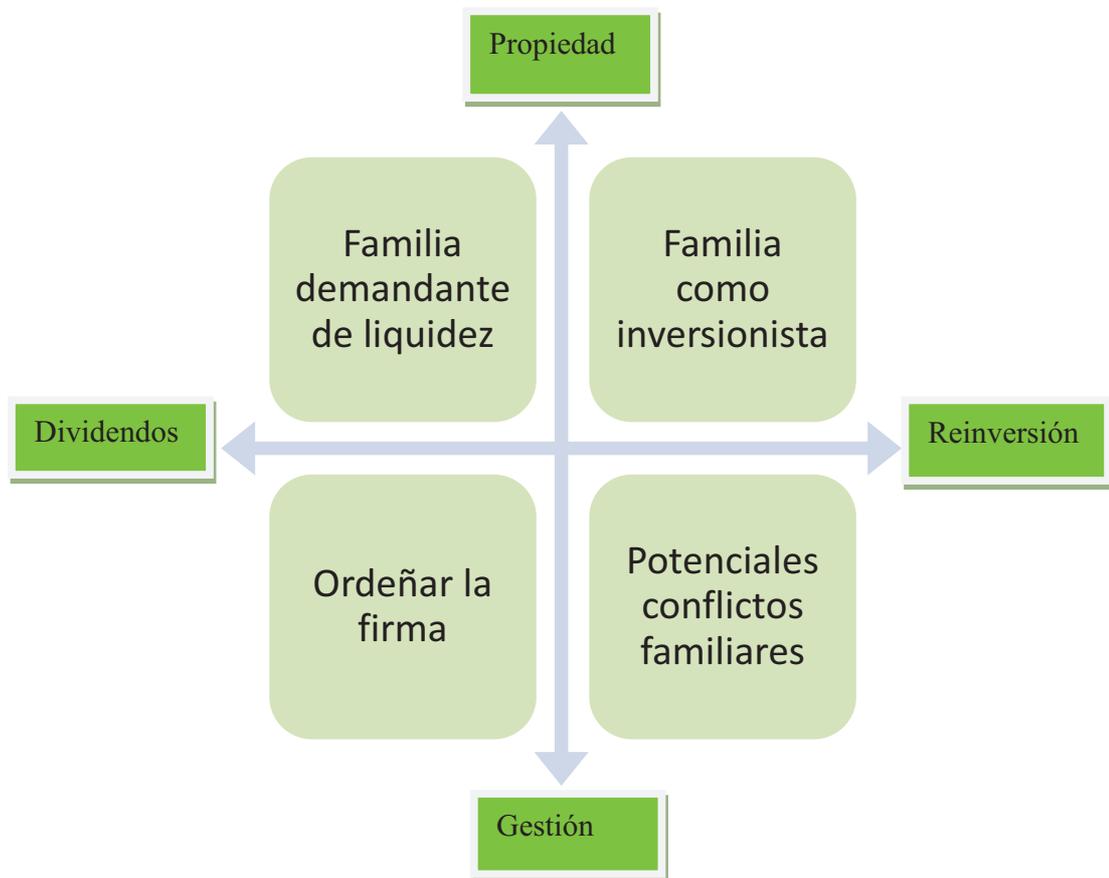
Una de las familias asegura que el involucramiento de sus miembros en el proceso de toma de decisiones a través de la junta directiva y en la parte operativa asegura la permanencia de los valores del sistema familiar.

En otras familias empresarias el gobierno corporativo y la unidad familiar son distintos pero interrelacionados, los miembros de sus juntas directivas toman decisiones operativas, al menos uno de sus miembros familiares participa en cada órgano de gobierno. Las decisiones estratégicas como grupo son determinadas por el Consejo Asesor y/o por el Comité Ejecutivo, las familias preservan su unidad a través de la participación en el Consejo Asesor.

Pocos grupos familiares poseen una estructura de gobierno bien definida, políticas y protocolos que delinear la participación de las familias en los negocios. Estas medidas usualmente llamadas gestión profesional, y limita la participación de la familia a las decisiones estratégicas al nivel de la junta directiva. Estas familias identificadas con un dominio de familia empresaria tienden a favorecer la reinversión de beneficios por encima de la distribución de dividendos.

Si combinamos estos dos rasgos: la separación de la gestión y propiedad y dividendos contra la reinversión, podemos construir una matriz que inicia con dos flechas, definiendo cuatro cuadrantes (Gráfica No. 12). Mientras se definen cuatro situaciones arquetípicas, realmente concibiendo esta matriz como un continuo, considerando por ejemplo la comprensión que las familias no tienen que distribuir todo el flujo de efectivo como dividendos para satisfacer sus exigencias de liquidez. Tampoco las familias tienen que prohibir a todos sus miembros de trabajar para la empresa para alcanzar al menos algunas ventajas de profesionalizar en la gestión.

Gráfica No. 12
Matriz Propiedad-Reinversión



Fuente: Elaboración propia, Abril 2012.

Sección 2: Propuesta del Modelo Teórico final y de las proposiciones claves

Este estudio se inició seleccionando varias teorías existentes relativas al comportamiento financiero, el gobierno corporativo y la orientación emprendedora y una vez elegidas, se procedió a inferir de ellas varias proposiciones. El procedimiento consistió en valerse del razonamiento abductivo para llegar a las consecuencias lógicas de la teoría. Estas asunciones se convirtieron entonces en las proposiciones del estudio. Para hacer esto el razonamiento estuvo basado sobre los resultados del cuestionario aplicado a las 25 empresas, las entrevistas con algunas personas dentro de las empresas y todo eso en relación con el marco teórico presentado en la primera parte.

La teoría fundamentada (Glaser & Strauss, 1967) se basa en el interaccionismo simbólico. Su planteamiento básico es que las proposiciones teóricas surgen de los datos obtenidos en la investigación, más que de los estudios previos. Es el procedimiento el que genera el entendimiento de un fenómeno educativo, psicológico, comunicativo o cualquier otro que sea concreto.

La teoría fundamentada es especialmente útil cuando las teorías disponibles no explican el fenómeno o planteamiento del problema, o bien, cuando no cubren a los participantes o muestra de interés (Creswell, 2005). La teoría fundamentada va más allá de los estudios previos y los marcos conceptuales preconcebidos, en búsqueda de nuevas formas de entender los procesos sociales que tienen lugar en ambientes naturales.

2.1. Formulación de las proposiciones teóricas

Mediante enunciados concisos (formulados preferentemente según la estructura de un condicional, en virtud del cual, si resultan válidos determinados antecedentes, entonces resultarán convalidados determinados consecuentes), el investigador anticipará las que considere que son *las explicaciones adecuadas del o de los problemas descritos* en el primer punto. A estos enunciados se le considera como las *Proposiciones Teóricas* de la investigación que se proyecta (a diferencia de las que se muestran a continuación y que

corresponde considerarlas como *Proposiciones Metodológicas o de trabajo*). El carácter de estos enunciados hipotéticos será, según la terminología de Peirce, el de *abducciones*, o sea, afirmaciones resultantes del conocimiento teórico y de la experiencia personal (social y profesional) del investigador, *que deberán ser probadas*, prueba en la cual consiste el trabajo de investigación que se proyecta. Es un momento fundamentalmente *ideológico* en el proceso de elaboración de un Proyecto de Investigación (y es uno de los aspectos que sustentan la afirmación de que *no hay ciencia sin ideología*). <http://www.magarinos.com.ar/GuiaProyInvest.htm>, recuperada en fecha mayo 23, 2012

Las proposiciones que guiaron esta investigación fueron las siguientes:

P1: Los intereses que tengan los miembros de las diferentes generaciones involucradas en la empresa inciden negativamente sobre el nivel de endeudamiento.

P2: La jerarquía de la estructura de capital está condicionada por la etapa generacional en que se encuentra la empresa familiar.

P3: La aversión a perder el control por parte de los propietarios de las empresas familiares en el caso de financiamiento externo incide negativamente sobre el nivel de financiamiento.

P4: La política de dividendos puede influir negativamente en la orientación emprendedora y la creación de riqueza transgeneracional

P5: La existencia de una política de dividendos reduce o evita los conflictos intra-familiares

P6: La participación de la familia en la dirección de la empresa crea efectos positivos y mejora el desempeño financiero.

P7: La separación de la propiedad familiar de la gestión permite explorar y capturar nuevas oportunidades de negocios.

P8: La profesionalización de la empresa ayuda a la familia propietaria a adoptar una actitud de inversionista y perseguir estrategias emprendedoras.

Síntesis de la formulación de la proposición de investigación

Durante la primera generación la cuestión financiera más dominante e importante es la subcapitalización. Contrapuesto a oportunidades de crecimiento, el fundador debe escoger entre el crecimiento y sus otros objetivos al iniciar la empresa. Pero para la segunda generación el problema de financiamiento se materializa como un conflicto entre la reinversión en contra de los dividendos. La posibilidad de que no todos los accionistas trabajen en la empresa se incrementa una vez que la firma de familia se convierte en ‘una sociedad de hermanos’, de acuerdo a Gersick et al. (1997). La tercera generación no escapa a la cuestión del financiamiento. Para esta generación, la propiedad de familia es ‘un consorcio de primo’, como postulan Gersick et. Al-. (1997). Si la propiedad se extiende bastante, es muy probable que no todos los primos estén interesados en la empresa familiar.

P1: Los intereses que tengan los miembros de las diferentes generaciones involucradas en la empresa inciden negativamente sobre el nivel de endeudamiento.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

No obstante hay que tener en cuenta que las posibilidades de retención de beneficios disminuyen en las empresas familiares a medida que se incorporan las sucesivas generaciones, pues los objetivos de los propietarios serán menos homogéneos. Las limitaciones de la transmisión de los títulos que pueden haberse acordado entre los propietarios familiares, junto a la desvinculación de la empresa que tendrán parte de los accionistas a partir de la tercera generación, aumentará sus demandas de reparto de dividendos, reduciendo la capacidad de autofinanciamiento de la empresa y por tanto de crecimiento, si no acude a otras alternativas de financiamiento. Las *exigencias de liquidez* en su participación en la empresa y por tanto la demanda de reparto de dividendos,

aumentarán a medida que algunos accionistas se desvinculen de la gestión y de los órganos de gobierno de la empresa (*accionistas pasivos*), proceso en todo caso necesario para la profesionalización de la empresa familiar. Además, la tercera generación y siguientes no han vivido tan de cerca el esfuerzo de los fundadores por desarrollar y consolidar la empresa, lo que influye en sus demandas de dividendos frente a la reinversión de los beneficios.

P2: La jerarquía de la estructura de capital está condicionada por la etapa generacional en que se encuentra la empresa familiar.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Los recursos financieros de los que se disponga determinarán los recursos físicos utilizados por estas empresas. Como se ha comentado, la aversión a la pérdida de control de la propiedad hace que en general, las empresas familiares sean reacias al financiamiento externo, es decir, tengan acceso a menor cantidad de recursos financieros, lo que puede dificultar su crecimiento empresarial (Gallo y Vilaseca, 1996; Gallo, Tapiés y Cappuyns, 2000). De esta manera, estas firmas serán más proclives a desarrollar su actividad en sectores tradicionales o maduros, en los cuales no sea imprescindible que la tecnología implique importantes economías de escala, no sea necesario disponer de gran cantidad de fondos para adquirir recursos específicos y el tamaño no juegue un papel fundamental a la hora de competir (Gallo, 1995).

P3: La aversión a perder el control por parte de los propietarios de las empresas familiares en el caso de financiamiento externo incide negativamente en la orientación emprendedora y la creación de riqueza transgeneracional.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Los inversionistas minoritarios bajo un entorno legal débil prefieren “pájaro en mano” a

diferencia de arriesgar a no conseguir ningún retorno en absoluto. En esta sección examinamos el dilema de la distribución de dividendos y la reinversión afrontado por las firmas de familia. Expresamente hablaremos alternativas típicas usadas para tratar este problema y como algunas opciones pueden a través de la familia influir en la orientación emprendedora y la creación de riqueza transgeneracional.

P4: La política de dividendos puede influir negativamente en la orientación emprendedora y la creación de riqueza transgeneracional.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Hay tres desventajas en los dividendos de las empresas familiares: Primero, el pago regular de dividendos que pueden conducir a unas expectativas irreales para los accionistas. Una vez que los accionistas comienzan a depender de unos ingresos por dividendos continuos para sostenerse ellos mismos, cualquier disminución en los dividendos puede repercutir seriamente en las empresas familiares y en su funcionamiento saludable. Los accionistas pueden poner presión a la empresa para mantener un nivel prolongado de dividendos después que tales dividendos puedan ser justificados por el desempeño financiero de la empresa.

Segundo, un incremento de la demanda de dividendos puede cargar o presionar el flujo de efectivo y prevenir que le empresa reinvierta sus beneficios en un crecimiento futuro, así como hacer que incrementen las necesidades de capital de una manera incorrecta. En términos de asignación de los recursos financieros, los dividendos podrían no ser la manera más productiva de encontrar los objetivos de retorno de capital de los accionistas.

Tercero, los dividendos son un contundente instrumento para recompensar a los accionistas con diversas necesidades de liquidez. Cada acción recibe el mismo retorno

como dividendo, si los accionistas necesitan o desean liquidez. Accionistas activos que están devengando salarios recibirán el mismo dividendo por acción que los accionistas pasivos, los cuales pueden depender de los dividendos para sus necesidades de ingresos. Sin embargo esta política no disciplinaria honra el principio de la igualdad de retornos para iguales propietarios, esto hace también que los dividendos sean una herramienta menos precisa que otras opciones.

P5: La existencia de una política de dividendos reduce o evita los conflictos intra-familiares.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Según La Porta et al. 1999, en muchas ocasiones estas grandes empresas tienden a tener accionistas controladores, quienes en la mayor parte de los casos son un individuo o familia, normalmente el fundador de la empresa o sus descendientes. En términos de la teoría de la agencia, estos accionistas controladores están colocados idealmente para supervisar a la dirección, y de hecho, la alta dirección es normalmente parte de la familia controladora, pero al mismo tiempo tienen el poder de expropiar a los accionistas minoritarios así como es posible que tengan el interés para hacerlo, aunque la propiedad del flujo de caja en manos del accionista mayoritario mitiga este incentivo para la expropiación, pero no lo elimina.

P6: La participación de la familia en la dirección de la empresa crea efectos positivos y mejora el desempeño financiero.

Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Es precisamente esta clase de distorsiones las que llevaron a algunos de los primeros autores que investigaron en este campo a adoptar lo que Hollander y Elman (1988)

denominan el enfoque racional en el tratamiento de la empresa familiar. Básicamente el planteamiento es que en este tipo de empresa existen dos organizaciones paralelas: la familia, que representa el componente no racional, y la empresa, que representa el componente racional. Cuando ambos componentes se enfrentan, es muy probable que la racionalidad empresarial se vea limitada por la confusión de los intereses familiares con los de la empresa, de manera que, en muchas ocasiones, las decisiones de los propietarios se guíen más por los sentimientos que por la propia lógica. De ahí que, la solución propuesta sea la de la de suprimir las influencias familiares en la empresa, bien introduciendo a los directivos profesionales ajenos a la familia (Levinson, 1971) o primando los intereses de la empresa sobre los de la familia (Danco, 1975). De lo anterior se desprende que los autores que aplican este planteamiento racional no admiten la posibilidad de que la presencia de la familia pueda aportar alguna ventaja a las empresas familiares.

P7: La separación de la propiedad familiar de la gestión permite explorar y capturar nuevas oportunidades de negocios.

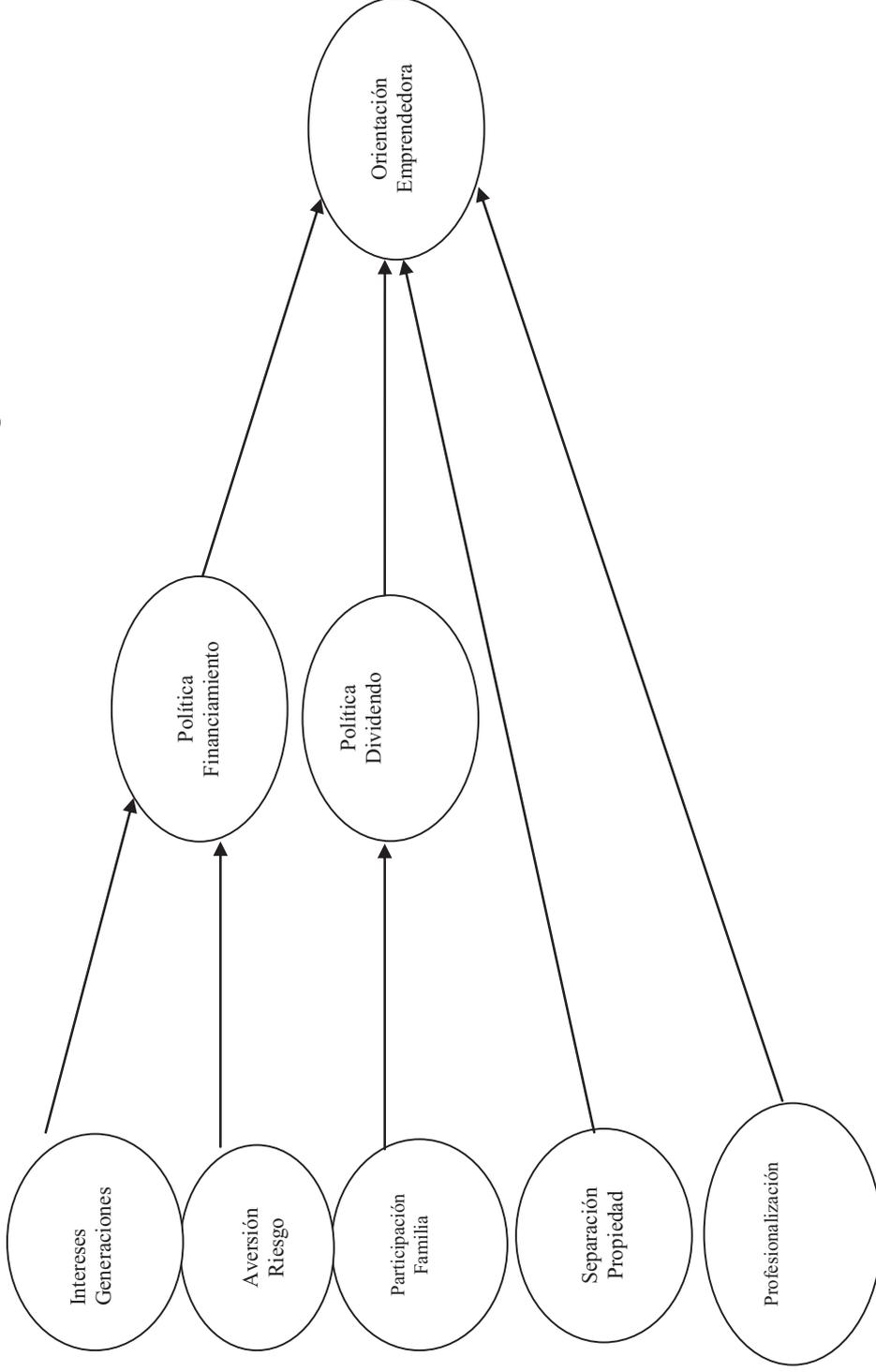
Síntesis y formulación de la proposición de investigación

Los autores afirman que para ayudar a las firmas emprendedoras a enfrentarse con la naturaleza quebrantadora de crecimiento explosivo, las firmas de director-propietario necesitan una transición a la dirección profesional. El cambio debe implicar la toma de decisiones descentralizadas y un equipo directivo bien desarrollado. Hofer y Charan (1984) proponen varios pasos para ayudar a la transición de las firmas emprendedoras satisfactoriamente a empresas profesionalmente manejadas. Estos incluyen la traída de nuevos profesionales externos a bordo para ayudar o substituir a los individuos que realizan tareas claves, fuente de ventaja competitiva de la firma, y desarrollando la gerencia media y una junta directiva profesional. Gersick et al. (1997) postulan la profesionalización que la dirección en firmas de familia ocurre debido a presiones inherentes a la evolución de familia y la empresa.

P8: La profesionalización de la empresa ayuda a la familia propietaria a adoptar una actitud de inversionista y perseguir estrategias emprendedoras.

El desarrollo teórico del segundo capítulo y el análisis de los datos permitió la elaboración de un modelo teórico y la formulación de las proposiciones que lo sustentan. El modelo propuesto deberá ser probado con la utilización de un método de ecuación estructural. Se presenta a continuación en la Gráfica No. 10.

Gráfica No. 13
El Modelo teórico de la investigación



2.2 Los métodos de ecuación estructural (LISREL) para la validación del modelo

Un aspecto esencial de la investigación científica es el hecho de transitar entre los contextos de la generación del conocimiento descritos por Popper, el contexto de descubrimiento y el contexto de justificación. En el primer contexto el investigador posee la plena libertad para la creación y re-creación de sus teorías, modelos e proposiciones y en el contexto de justificación se privilegia el trabajo de verificación o disconfirmación de sus teorías. En este segundo contexto el investigador puede optar por una serie de estrategias metodológicas, dependiendo del problema científico a investigar, que le permitan poner a prueba sus inferencias o postulados teóricos (González, 2003)

Dentro de las preocupaciones de los investigadores se encuentra la necesidad de integrar aproximaciones teóricas y metodológicas en estructuras coherentes que representen mejor la complejidad de los fenómenos estudiados.

Un procedimiento fundamental para el tratamiento de las relaciones de dependencia múltiple son los modelos de ecuaciones estructurales (Hair et al., 1999), un modelo de ecuaciones estructurales posee según Fessinger, 1987 (citado por Gonzalez, 2003), dos componentes esenciales:

- a) Un modelo estructural que especifica la estructura causal hipotetizada entre variables latentes (construcciones teóricas no observadas directamente) y
- b) Un modelo de medición que define las relaciones entre variables medidas o indicadores (variables que son directamente observadas) y las variables latentes que se están utilizando como aproximaciones. Según estos autores los problemas de medición están asociados a inadecuaciones psicométricas; mientras que los problemas estructurales se relacionan con insuficiente investigación teórica. Este método, propio del contexto de justificación, guiado más por la teoría que por los resultados empíricos permite que a través del examen del modelo se pueda agregar

reactivos y elaborar constructos y del examen del modelo estructural podemos identificar debilidades teóricas.

Hair, et al. (1999, p. 609) identifican dos ventajas de los modelos de ecuaciones estructurales, sobre estas técnicas multivariadas:

- a) La capacidad de incorporar directamente el error de medición en el proceso de estimación y
- b) La estimación simultánea de varias relaciones de dependencia interrelacionada.

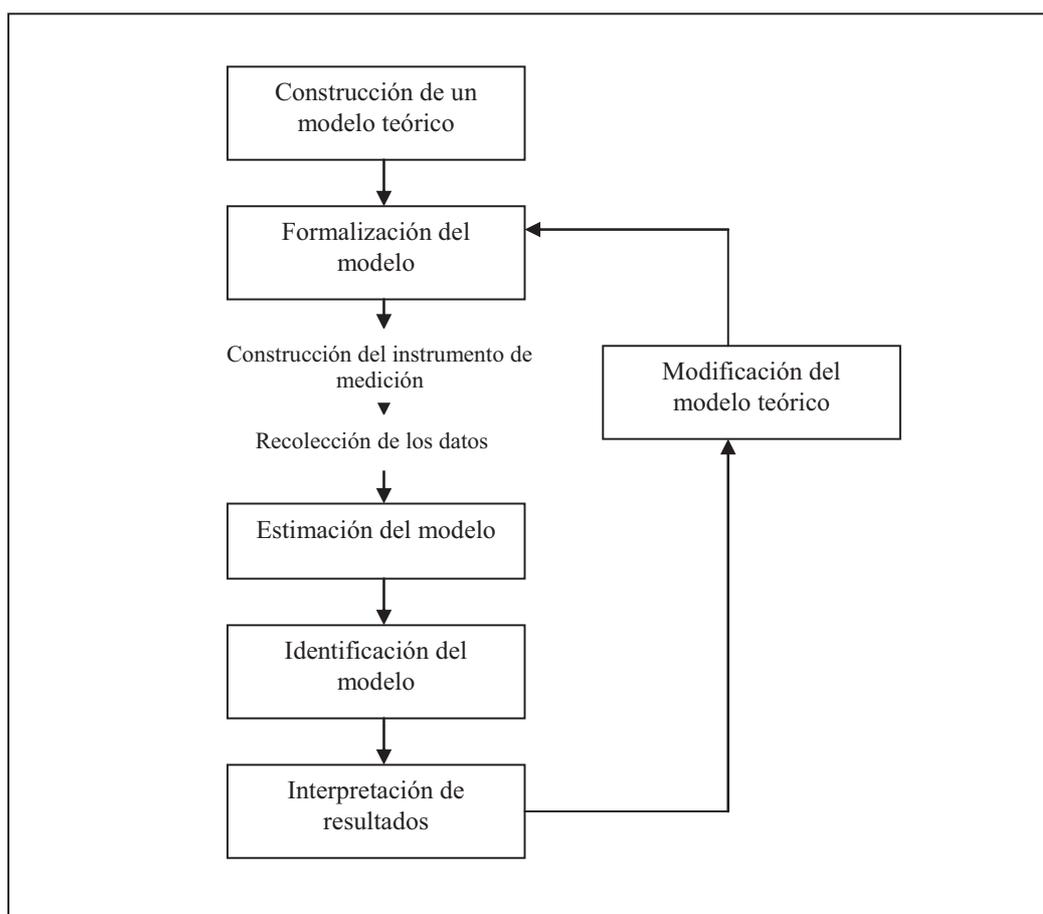
Algo que permite diferenciar a los modelos de ecuaciones estructurales de otras estrategias multivariadas (Hair et al, 1999) es el papel esencial que posee la teoría, es decir la “necesidad de una justificación teórica para la especificación de las relaciones de dependencia, modificaciones a las relaciones propuestas y muchos otros aspectos de la estimación de un modelo” (p.617). Mientras que con otras técnicas multivariadas el investigador puede haber sido capaz de especificar un modelo básico y permitir que valores por defecto de los programas estadísticos completen los resultados de estimación restantes (p. 618).

En las ciencias sociales es muy común que los investigadores trabajen con variables latentes o constructos, que son variables que no se pueden medir directamente. De ahí la importancia que cobra el poder utilizar estrategias como el modelo estructural.

El estudio de las relaciones causales tiene su origen en la técnica del análisis multivariante planteado para trabajar con datos experimentales, que examina el efecto de una variable explicativa sobre la explicada, y en qué medida la variación observada de ésta es debida a los cambios producidos en aquella. Tanto las técnicas de regresión como el path-análisis son categorías de lo que se han denominado de forma global *modelos de ecuaciones estructurales*, que analizan las relaciones causales y no causales entre variables tomadas como indicadores de medida de los constructos, excluyendo del análisis el error de medición.

El investigador, basándose en su conocimiento teórico, diseña el modelo que intenta representar de forma sencilla la realidad subyacente en las variables latentes, especificando las relaciones entre ellas. Las proposiciones de partida de todos estos modelos es que reproducen exactamente la estructura de varianzas y covarianzas de las variables objeto de estudio, aunque no corroboran ni contradicen la existencia de causalidad. Para la estimación y contrastación de estos modelos, se han desarrollado diferentes aplicaciones o programas, de los que destacan LISREL, EQS o AMOS.

Gráfica No. 14
Etapas de la modelización estructural



Fuente: Roussel et al, 2002

Conclusiones Capítulo IV

Con esta investigación se buscaba estructurar un modelo teórico que permitiera medir la incidencia de los aspectos de la familiaridad en el comportamiento financiero

En base a las proposiciones teóricas de esta investigación se estimará el efecto de las políticas de financiamiento y las políticas de dividendos en la orientación emprendedora medidas a través de los intereses generacionales, la aversión al riesgo, la participación de la familia, la separación de la propiedad y la profesionalización en las empresas familiares.

Conclusiones Generales

Los resultados arrojados en esta investigación muestran cómo incide la no existencia de un gobierno corporativo en el comportamiento financiero de las empresas familiares encuestadas.

Consciente de la importancia de incrementar la competitividad del país a través de un buen gobierno corporativo, se debe trabajar en la difusión e implantación de buenas prácticas en la comunidad empresarial pues contribuyen a mejorar la competitividad a través de la reducción de los conflictos entre los accionistas, lo cual genera mayor confianza entre los clientes inversionistas, miembros de las familias y acreedores, y permite atraer capital y tecnología.

Cualquier empresa, independientemente de su tamaño y de su estructura de propiedad es susceptible de alguna forma de apropiación indebida de su riqueza por parte de sus administradores o de algunos de sus socios, de tal modo que estas prácticas son aplicables a todo tipo de empresa.

Cabe recordar que las empresas familiares no cotizadas, aquellas en las que existen obstáculos a la libre transmisión de acciones, participaciones o cuotas entre socios, constituyen la gran mayoría de la República Dominicana.

En este estudio se analizó el impacto del involucramiento de las familias en el comportamiento financiero de las empresas dominicanas básicamente las no cotizadas y controladas por accionistas mayoritarios. Estos rasgos no son comunes en la literatura sobre gobierno corporativo, el cual tradicionalmente confía en los ejemplos de empresas públicas. Los resultados empíricos revelan significativas diferencias en los niveles de financiamiento cuando la familia fundadora está involucrada en la empresa. Este involucramiento es analizado en tres diferentes áreas: gestión, propiedad y control. Se evidenció un efecto negativo para las pequeñas y medianas empresas cuando el fundador o sus sucesores están a cargo de estas. Esta relación negativa es más fuerte cuando el

fundador aún está presente, en las firmas más antiguas, el efecto de la familia cambia y tiende a ser positivo. Cuando se considera la propiedad directa e indirecta (pero no involucrada en la gestión), la relación de deuda es positiva, y cuando los miembros de la familia están en la junta directiva (pero no involucrada en la gestión) los niveles de deuda tienden a ser bajos.

Los resultados contribuyen a la literatura pues acentúan la compensación entre dos motivaciones distintas para las empresas familiares cuando deciden estructurar su capital. La aversión al riesgo presiona a la firma hacia niveles bajos de deuda, pero las necesidades de liquidez para el crecimiento financiero y el riesgo de la familia a perder el control motivan a los miembros de las empresas familiares a preferir altos niveles de endeudamiento. La evidencia empírica provista de este estudio es nueva para la República Dominicana.

Tomando en conjunto, el marco conceptual derivado de la literatura de empresas familiares, la teoría de la agencia y el análisis de los estudios de las empresas estudiadas en República Dominicana se provee de algunos insumos de cómo se comportan las empresas familiares y cómo transfieren sus riquezas de generación en generación.

Los asuntos financieros que enfrentan las empresas familiares en las diferentes etapas de su evolución son verdaderamente bien conocidas. Para las empresas que se encuentran en la primera generación usualmente el asunto más importante es la capitalización y cómo sus propietarios deben elegir entre el crecimiento y el apalancamiento cuando el capital es limitado. Para las empresas en la segunda generación el asunto financiero que predomina usualmente es el conflicto entre la reinversión de beneficios y la distribución de dividendos. La tercera generación y siguientes llamadas consorcio de primos enfrenta los asuntos de liquidez.

El estudio realizado contribuye con la literatura financiera pues muestra la importancia de la estructura de la propiedad como un determinante de la política de dividendo en República Dominicana.

También contribuye a la literatura sobre el gobierno corporativo en el país mostrando que la política de dividendos modera los conflictos de agencia latentes no sólo entre los gestores y accionistas, sino también entre los accionistas grandes y minoritarios. La relación no lineal encontrada en esta investigación entre los dividendos y la propiedad pudiera ofrecer utilidad en estudios sobre políticas de dividendos a realizarse más adelante en Latinoamérica donde existe una alta concentración de la propiedad.

Como se evidencia en esta investigación existen importantes diferencias en el comportamiento financiero entre las empresas en los mercados emergentes y en los países desarrollados por lo que se propone futuras investigaciones para entender cuáles fuerzas moldean el gobierno corporativo, las políticas de financiamiento y las políticas de dividendos que beneficien un acercamiento, esto supone tres etapas. Primero se busca entender la estructura básica y las diferencias del comportamiento financiero entre las empresas en los mercados emergentes y en los países desarrollados, no se debe asumir que las empresas en los mercados emergentes son independientes y que la propiedad familiar y la gestión de están son de la misma manera que en los países desarrollados. Segundo, se emplean teorías para guiar la búsqueda de los factores institucionales básicos que moldean su comportamiento financiero. Aquí el énfasis es que ambas fuerzas institucionales formal e informal son importantes en la regulación de los accionistas claves en los mercados emergentes. Y tercero, se busca entender si otros mercados inferiores u otro factores de la empresa pudieran contribuir a las diferencias en el comportamiento entre las empresas de los mercados emergentes y las de los países desarrollados. Sin embargo, no se asume que esos factores trabajen en la misma forma en los mercados desarrollados. Por ejemplo, los roles de los directores de juntas y los contratos que motivan a los gerentes serían bastante diferentes en los mercados emergentes tampoco se impone una visión estándar de las empresas.

Fueron revisados una serie de estudios previos así como papers identificando la calidad del gobierno corporativo, el estado de la propiedad y el comportamiento financiero como un aspecto crítico que incide el financiamiento y la gobernabilidad de las empresas en los

mercados emergentes. Se sugiere que futuras investigaciones deban poner atención a varios tópicos sin responder relacionados a la gestión informal de las empresas familiares.

Es importante sensibilizar a los empresarios en que deben crear una estructura de gobierno que les permita regular las tensiones que se produzcan. Igualmente, es necesario planificar una estructura societaria, fiscal y financiera que permita asegurar el mantenimiento del patrimonio familiar en la empresa.

Limitaciones a la investigación

Para realizar el estudio se presentaron varias limitaciones, como son:

- No existe una base de datos en República Dominicana que clasifique las empresas familiares y las no familiares
- En la fase exploratoria las empresas contactadas no facilitaron los datos relativos a las razones financieras concernientes a su nivel de endeudamiento
- No existen estudios relativos a las relaciones de las empresas familiares con el sector bancario, de acuerdo a confirmación recibida del banco más grande del país.

Dada estas limitaciones de la investigación se refleja la necesidad de realizar otros estudios que profundicen y permitan probar el modelo propuesto sobre el comportamiento financiero de las empresas familiares en mercados emergentes.

BIBLIOGRAFÍA

PAPERS

- **ALLOUCHE, J.; AMANN, B.; JAUSSAUD, J.; KURASHINA, T.** (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Business in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review* 21:315.
- **AMIT, R.; VILLALONGA, B.** (2006). How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* 80 (2), pp. 385-417.
- **ARONOFF, C.E.; WARD, J.L.** (1995). Family-Owned Businesses: A thing of the past or a model for the future? *Family business Review*, 8, 121-130.
- **ASTRACHAN, J; KLEIN, S; SMYRNIOS, K.** (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for solving the Family Definition Problem, *Family Business Review*, 15(1), pp. 45-59.
- **AUERBACH, A.** (1985). Real Determinants of Corporate Leverage. Corporate Capital Structures in the United States. Benjamin M. Friedman, ed. Chicago: *The University of Chicago Press*, pp. 301-24.
- **BAKER, M; RUBACK, R.; WURGLER, J.** (2004). Behavioral Corporate Finance: a Survey. NBER, Working Paper No. 10863.
- **BARTON, S. / GORDON, P.** (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure. *The Academy of Management Review*. USA.
- **BARTON, S. / GORDON, P.** (1988). Corporate Strategy and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 6. (Nov. Dec., 1988), pp. 623-632.
- **BARTON, S.L., MATHEWS. C.H.,** (1989). A strategic decision making process for the small entrepreneurial firm.
- **BASKIN, J.** (1989). An Empirical Investigation of Capital Structure Theories. *Financial Management*. USA.
- **BENARTZI, S; MICHAELY, R.; THALER, R.** (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*, 52 (3), 1007-1043.

- **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 and Finance* 22, 613-673.
- **BERLE, A.; MEANS, A.** (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace, and World, New York, NY.
- **BERGSTRÖM, C.; RYDVIST, K.** (1990). The determinants of corporate ownership, *Journal of Banking and Finance* 14, pp. 237-253.
- **BERNARD, V.; THOMAS, J.** (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, 4 p. 305-340.
- **BHATTACHARYA, S.** (1979). Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259-70.
- **BLACK, F.** (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2, 5-8.
- **BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V.** (2001). Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*. USA.
- **BRADLEY, M; JARRELL, G.A.; KIM, E.H.** On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, (jul., 1984). Pp. 857-878.
- **BRUNNINGE, O.; NORDQVIST, M.; WIKLUND, J.** (2007). Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams. *Small Business Economics* 29:295–308 , DOI 10.1007/s11187-006-9021-2.
- **BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F.** (1997). Large shareholders monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics* 62, pp. 693-728.
- **CASSAR, G.; COLMES, S.** Capital Structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance* 43 (2003) 123-147.
- **CESPEDES, J.; GONZALEZ, M.; MOLINA, C.** (2008). Concentración de la propiedad y los determinantes de la estructura de capital en Latinoamérica. *Galeras de Administración*, Universidad de los Andes, Colombia (20).

- **CHANGATI, R.; DE CAROLIS, D.; DEEDS, D.** (1995). Predictors of Capital Structure in Small Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*. USA.
- **CHARAN, R., HOFER, C. W.; MAHON, J.F.** (1980). From entrepreneurial to professional management: A set of guidelines. *Journal of Small Business Management*, 18(1), 1-10.
- **CHARREAUX, G; WIRTZ, P.** (2006). Gouvernance des entreprises: nouvelles perspectives. Laboratoire d'Economie et des Gestion (LEG). CNRS: UMR5118- Université de Bourgogne
- **CHIRINKO, R.S.; SINGHA, A.R.** (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure a critical comment. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 417-425.
- **CHITTENDEN, F.H.; HALL, H.; HUTCHINSON, P** (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and empirical investigations, *Small Business Economics* 8, 59-67.
- **CLAESSENS, S., DJANKOV, S.; LANG, L.H.P.** (2000). Separation of ownership from control of East Asia firms, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- **CLAESSENS, S., DJANKOV, S.; LANG, L.H.P.** (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Financial Economics* 57, 2741-2772.
- **COBHAM, D; SUBRAMANIAM, R.,** (1998). Corporate Finance in Developing Countries: New Evidence for India, *World Development*, Vol. 26, No.6, pp. 1033-1047.
- **COLEMAN, S.; CARSKY, M.** (1996). Financial Small Business: Strategies employed by woman entrepreneurs. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 3(1), 28-42.
- **COLEMAN, S.; CARSKY, M.; KAYE, K.** (1999). Sources of Capital for Small-Owned Business: Evidence from National Survey of Small business Finances. *Family Business Review* 12.1: p73.
- **COLEMAN, S.; COHN, R.** (1999). Small firms' use of financial leverage: Evidence from the national survey of small business finances, Working Paper, University of Hartford, Hartford, Connecticut.

- **COLOMBO, E.**, (2001). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Hungarian Firms. *Applied Economics*, Vol. 33, pp. 1689-1701.
- **CONQVIST. H.; NILSSON, M.** (2003). Agency Cost of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 695-719.
- **DANCO, L.A.** (1975). *Beyond survival: a Guide for the Business Owner and His Family*. The Center for Family business. The University Press. Cleveland, Ohio, Estados Unidos.
- **DAILY, C.M.; DOLLINGER, M.J.** (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 2, 117-136.
- **DAVIS, P.** (1983). Realizing the Potential of the Family Business. *Organizational Dynamics*, (verano), 47-56.
- **DEANGELO, H; MASULIS, R.W.** (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8, pp. 3-30.
- **DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R** (2006), 'Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory', *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- **DE VISSCHER, F., ARONOFF, C, y WARD, J.** (1995). *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business*. Marietta, GA: Business Owner Resources.
- **DE VISSCHER, F.** (2006). Managing Wealth, Liquidity, and Growth in the Global Family Business. Kaslow, F (editor). *Handbook of Family Business and Family Business Consultation a Global Perspective*, pp. 385-01.
- **DEMSETZ, H.** (1983). The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* 26, 375–390.
- **DEMSETZ, H.; LEHN, K.** (1985). The Structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 6, 1155-1177.
- **DENZAU, A.T.; NORTH, D.C.** (1994). Shared Mental Models: Ideologies and Institutions. *Kyklos*, vol. 47, pp. 3-31.

- **DIETSCH, M.; GODBILLON, B.** (1998). Choix de structure financière et performance: le cas des PMI, Working Paper, Centre d'Etudes des Politiques Financières, May, Strasbourg : Institut d'Etudes Politiques de Strasbourg.
- **DONALDSON, G.** (1961). Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Graduate School of Business, *Harvard University Press*, Boston, MA.
- **DREUX, D.R.** (1990). Financing Family Business: Alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*, 3(3), 225-243.
- **DYBVIG, P.; ZENDER, J.F.** (1991) Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information. *Review of financial Studies*, 4:1, pp. 201-19.
- **DYER, W. G. Jr.** (1986). Cultural change in family firms: Understanding and managing business and family transition. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- **DYER, W.G. Jr;** (1988). Culture and Continuity in Family Firms." Family Business Sourcebook. Ibrahim, A.
- **DYER, W. G. Jr.** (1992). The Entrepreneurial Experience. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- **EASTERBROOK, F.** (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, 74, (4) 650-659.
- **FACCIO, M.; LANG, L.H.P.** (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- **FAN, J.; WEI, J. XU, X.** (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and a agenda for future research. *Journal of Corporate Finance* 17, 207-214.
- **FAMA, E.** (1985). What's Different about Banks? *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp. 29-39.
- **FAMA, E.; FRENCH, K.** (1999). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, Working Paper, University of Chicago.
- **FAMA, EUGENE F.; FRENCH, K.** (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 Issue 1, p3-43, 41p.

- **FAMA, E.; FRENCH, K.** Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt (2002). *The Review of Financial Studies*, USA.
- **FAMA, E. F.; M. C. JENSEN.** (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- **FERNÁNDEZ, Z. /NIETO, M.** (2005). Internationalization Strategy of SMEs Family Business: Some Influential Factors. *Family Business Review*. USA.
- **FILBECK, G.; LEE, S.** Financial Management Techniques in Family Businesses. *Family Business Review*, vol. XIII, no. 3 September 2000.
- **FISHER, E. /HEINKEL, R. /ZECHNER, J.** (1989) Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test. *The Journal of Finance*. USA.
- **FRANK, M.; GOYAL, V.** (2002). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*.
- **GADHOUM, Y; BERGERON, M. GUEYIÉ, J-P.** (2007). CORPORATE CONTROL, FAMILY FIRMS AND DIVIDEND DECISIONS IN CANADA Corporate Ownership and Control; Vol. 4 Issue 4, p132-140, 9p
- **GALLO, M.A.** (1995): The role of family business and its distinctive characteristic behavior in industrial activity”. *Family Business Review*, vol. 8, núm. 2, pags. 83-87.
- **GALLO, M.A.; CAPPUYNS, K.; ESTAPE, M.J.** (1995). La continuidad de las empresas familiares. Research paper No. 290. IESE.
- **GALLO, M.A.; GARCIA, C.** (1989). La empresa familiar en la economía española. *Papeles de Economía Española*, 740, 119-129.
- **GALLO, M.A.; GARCIA-PONT, C.** (1996). Important factors in family business internationalization. *Family Business Review*, 4, 181-190.
- **GALLO, M.A. / TAPIES, J. /CAPPUYNS, K.** (2004). Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*. 17(4), 303-318, USA.
- **GALLO, M.A.; VILASECA, A.** Finance in Family Business. *Family Business Review*. Vol. 9, No. 4, Winter 1996.
- **GALLO, M.A.; VILASECA, A.** (1998). A financial perspective on structure, conduct and performance in the family firms: An empirical study. *Family Business Review*, 11(1).

- **GEDAJLOVIC, E.** (1993). Ownership, strategy and performance: Is the dichotomy sufficient? *Organization Studies*, 14, 5, 731-752.
- **GHOSH, A.; CAI, F.** (1999). Capital Structure: New Evidence of Optimal Pecking Order Theory. *American Business Review*. USA.
- **GILSON, S.C.**, (1997) Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *Journal of Finance*, 52 (1), March, pp. 161-196.
- **GONZALEZ, M.; GUZMAN, A.; POMBO, C.; TRUJILLO, M.A.** (2011). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. Working Paper.
- **GONZALEZ, M.; MOLINA, C.; PABLO, E.** (2010). Política de dividendos y estructura de la propiedad en Latinoamérica. Galeras de Administración, Universidad de los Andes, Colombia (29).
- **GORDON, M.J.** (1963). Dividends, Earnings and Stock. *Review of Economics and Statistics* 41, May, pp. 99-105.
- **GRABOWSKI, H.G.; MUELLER, R.** (1972). Managerial and stockholder welfare models of firm expenditures. *Review of Economics and Statistics*, 54(1), 9-24.
- **GRAHAM, J.** (1996). Proxies for the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 187-221.
- **GREEN, C.J., MURINDE, V. AND SIPPAKITJARAK, J.** (2003). Corporate Financial Structures in India, *South Asian Economic Journal* Vol. 4, No. 2, July-December pp. 245-274.
- **GUTIERREZ, L.; POMBO, C.** (2007). Corporate Ownership and Control Contestability in Emerging Market: the case of Colombia.
- **HAAS, R.; PEETERS, M.** (2006). The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Blackwell Publishing*. USA.
- **HABBERSHON, T.; WILLIAMS, J.** (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*, Vol. XII, No. 1.
- **HABBERSHON, T. G.; WILLIAMS, M.; MACMILLAN, I. C.** (2003): A unified system perspective of family firm performance. In: *Journal of Business Venturing*, 18, 451-465.

- **HABBERSHON, T.G.; PISTRUI, J.** (2002). Enterprising families' domain: Family-influenced ownership groups in pursuit of transgenerational wealth. *Family Business Review*, 15, 223-237.
- **HARVEY, S.J.** (1999). Owner as a manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of the Economics of Business*; Feb, 6; 1; pp.41-55.
- **HALL, ANNIKA; NORDQVIST, MATTIAS.** (2008). Professional Management in Family Businesses: Toward an Extended Understanding, *Family Business Review*.
- **HANSSON, M.; LILJEBLOM, E.; MARTIKAINEN, M.** (2009). Corporate Governance and Profitability in Family SMEs. *The European Journal of Finance*, Vol. 17 Issue 5-6, Pags. 391-408.
- **HARRIS, M.; RAVIV, A.** (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol.46, No. 1, pp. 297-355.
- **HAYNES, G. /WALKER, R. /ROWE, B.** (1999). The Intermingling of Business and Family Finances in Family-Owned Businesses. *Family Business Review*. USA.
- **HELWEGE, J.; LIANG, N.** (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 429-58.
- **HIRIGOYEN, G.** (1984a). Contribution à la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles et financières. Thèse pour le Doctorat d'Etat, Bordeaux I.
- **HIRIGOYEN, G.** (1984b). Peut-on parler d'une politique de dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? *Banque* No. 436, pp. 207-210.
- **HIRIGOYEN, G.** (2007). Bias Comportementaux dans l'Entreprise Familiale : antecedents et impacts. *Revue Economie et Sociétés, Serie Economie de l'entreprise* No. 19, p. 1901-1930 ACL3.
- **HOANG QUAN, V.** (2002). A Nivelnal Justification of the Pecking Order Hypothesis to the Choice of Sources of Financing. *Management Research News*. USA.
- **HOFER, C.W. AND CHARAN, R.** (1984). The transition to professional management: Mission impossible? *American Journal of Small Business*, 9(1), 1-11.

- **HOLDERNESS, C.G.; SHEEHAN, D.P.** (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 317-346.
- **HOLLANDER, B.S.; ELMAN, N.S.** (1988). Family-owned businesses: An emerging field of inquiry. *Family Business Review*, 1, 145-164.
- **HOVAKIMIAN, A; OPLER, T; TITMAN, S.** "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (march 2001).
- **JALILVAND, A.; HARRIS, R.S.** Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. *The Journal of Finance*, Vol.39, No. 1. (Mar., 1984), pp.127-145.
- **JAMES Jr., H.S.** (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firms. *International Journal of the Economics of Business*, vol. 6, 1, 41-55.
- **JENSEN, M.C.; MECKLING, W.C.** (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No. 4, October, pp. 305-360.
- **JENSEN, M.** (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, [American Economic Review](#); Vol. 76 Issue 2, p323, 7p
- **JORDAN, J; LOWE, J.; TAYLOR, P.** (1998). Strategy and financial management in UK small firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 25(1), 1-27.
- **KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L., THALER, R.,** (1990). Test of Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 1325-1348.
- **KAHNEMAN, D., TVERSKY, A.,** (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1039-1061.
- **KALE, J.R., NOE, T.H., RAMIREZ, G.G.,** (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance*, 46(5), 1693-1715.
- **KIM, E.H.** A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Finance*, vol. 33, No. 1 (Mar., 1978), pp. 45-63.

- **KOWALEWSKI, O.; TALAVERA, O.; STETSYUK, I.** (2010). Family Business Review 23(1) 45-59.
- **KOLE, S.** (1997). The complexity of compensation contracts, *Journal of Financial Economics*, 43.1, 79-104.
- **LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.** (1999). Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54 Issue 2, p471-517.
- **LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.** (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 1-33
- **LELAND, H.; PYLE, D.** (1977). Information asymetrics, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance* 32, 371-387.
- **LELAND, H.** (1994). Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*.
- **LEMMON, M.L.; ZENDER, J.F.** (2002). Debt Capacity and Test of Capital Structure Theories, *Working Paper*, (September 10, 2002) AFA 2003 Washington, DC Meetings.
- **LEVINSON, H.** (1971). Conflicts that plague family businesses. *Harvard Business Review*, 49(2), 90–98.
- **LEVIN, R.I.; TRAVIS, V.I.** (1987). Small Business Finance: What the Books Don't Say, *Harvard Business Review* 65, 30-32.
- **LINTNER, J.** (1956). Distribution of incomes of corporative among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review*, vol. 46, No. 2.
- **LIESZ, T.J.** (2001). Why Pecking Order Theory? School of Business y Professional Studies, Mesa College State.
- **LONG, M; MALITZ, I.** (1985). Investment patterns and financial leverage, in (B. Friedman, ed.), *Corporate Capital Structures in the United States*, pp. 325-48, Chicago, IL; *University of Chicago Press*.
- **LUMPKIN G.T.; DESS, G.G.** (1996). Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and linking it to Performance. *Academy of Management Review* 21(1):135–172.
- **MACKIE-MASON, J.** (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1471-94.

- **MAHÉRAULT, L.** (2004). Is there Any Specific Equity Route for Small and Medium-Sized Family Business? The French Experience. *Family Business Review*. USA.
- **MARTIN DE HOLAN, P.; SANZ, L. J.** Journal of Business Research, Mar 2006, Vol. 59 Issue 3, p356-359, 4p
- **MATTHEWS, C.H.; VASUDEVAN, D.P.; BARTON, S.L.; APANA, R.** (1994). Capital Structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, vol 7(4), 349-367.
- **McCANN, J.E. III; LEÓN-GUERRERO, A.Y.; HALEY, J.D. Jr** (2001). Strategic goals and practices of innovative family business. *Journal of Small Business Management*, vol. 39, (1), 50-59.
- **McCONAUGHY, D. L.** (1999). Is the Cost of Capital Different for Family Firms? *Family Business Review*. USA.
- **McCONAUGHY, D., WLAKER, M., HENDERSON, G., y MISHRA, C.** (in press). Founding family controlled firms: Openiveness and value, Review of financial Economics.
- **McCONAUGHY, D.L.; MATTHEWS, C.; FIALKO, A.** Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of small Business Management* 2001 39(1), pp. 31-49.
- **McCONNELL, J.J. y H. SERVAES** (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economic* 26, pp.595-612.
- **MICHELAS, N.; CHITTENDEN, F; POUTZIOURIS, P.** (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics* 12, 113-30.
- **MILLER, M.** (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance* 32, pp. 261-275.
- **MILLER D.; FRIESEN, P.H.** (1978). Archetypes of Strategy Formulation. *Management Science* 24 (9):921-933.

- **MILLER, M.; ROCK, K.** (1985), 'Dividend Policy Under Asymmetric Information', *Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.
- **MISHRA, C.S.; McCONAUGHY.** Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Summer 1999.
- **MODIGLIANI, F; MILLER, M.H.** The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. 48, No.3 (Jun., 1958), pp 261-297.
- **MODIGLIANI, F.; MILLER, M.** (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433, The University of Chicago Press.
- **MORCK, R, A. SCHLEIFER Y R.N. VISNHY** (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-315.
- **MYAGKOV, M., PLOTT, C. R.,** (1998). Exchange Economies and Loss Exposure: Experiments Exploring Prospect Theory and Competitive Equilibria in Market Environments. *American Economic Review*, 87(5), 801-828.
- **MYERS, C; SUSSMAN, O.** (2002). A New Test of Capital Structure Theory. Saï d Business School, University of Oxford.
- **MYERS, S.C.** (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of financial Economics* 5, 147-175.
- **MYERS, S.C.** The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, vol. 39, No. 3, (Jul., 1984) pp. 575-592.
- **MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S.** (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, Junio, pp. 187-221.
- **MYERS, S.C.** (2001). Capital Structure, *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 15, No. 2, spring, pp. 81-102.
- **NAFFZIGER, D.W.; HORNSBY, J.S.; KURATKO, D.F.** (1994). A proposed research model of entrepreneurial motivation. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 29-42.

- **NALDI, L.; NORDQVIST, M.; SJOBERG, K.; WIKLUND, J.** (2007). Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms *Family Business Review*.
- **NORTON, E.** (1991). Capital structure and small public firm. *Journal of Business Venturing*, 6 (4), 287-303.
- **PÉREZ, M.; BROSETA, B.; MONFERRER, R.; CLIMENT, J.** (2002). La empresa familiar: aspectos psicosociales de la dinámica familiar. OPVI (Organismo Público Valenciano de Investigación).
- **PETTIT, R.R.; SINGER, R.** Small Business Finance: A Research Agenda. *Financial Management*, Autumn 1985.
- **PEYER, U.C.; SHIVDASANI, A.** (2001). Leverage and Internal Capital Markets: Evidence from Leverage Recapitalizations. *Journal of financial Economics*, Vol. 59, pp. 477-515)
- **POZA, E.** (1988). Prácticas de gestión que favorecen la iniciativa emprendedora intergeneracional y el crecimiento continuo. *Family Business Review*, vol. 11. No 1:47-74.
- **POZA, E.; HALON, S. y KISHIDA, R.** (2004). Does the Family Business Interaction Factor Represent a Resource or a Cost? *Family Business Review*, 17(2), pp 99-118
- **POUTZIOURIS, P.** The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK SMEs Enterprising Economy (2001). *Family Business Review*. United Kingdom.
- **PRASAD, S.J.; GREEN, C.J.; MURINDE, V.,** (2001a). Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies, *SUERF Studies*, No. 12, February.
- **PRASAD, S.J.; GREEN, C.J.; MURINDE, V.,** (2001b). Corporate Financial Structures in Developing Economies: Evidence from a Comparative Analysis of Thai and Malay Corporations, *Finance and Development Research Programme Working Paper*, No. 35, December.
- **RAJAN, R.; ZINGALES, L.** What Do We Know about Capital Structure? Some evidence from International Data. *The Journal of Finance*. VOL. L. No 5 December 1995.

- **ROLL, R.** (1986). The Hubris Hypothesis of corporate Takeover. *The Journal of Business*, Vol. 59 No. 2.
- **ROMANO, C.; TANEWSKI, G.; SMYRNIOS, K.** (2000). Capital Structure Decision Making: A Model for family Business. *Journal of Business Venturing*. USA.
- **ROSENBLATT, P.C.; DE MIK, L.; ANDERSON, R.M.; JOHNSON, P.A.** (1985). The family in business: Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face. San Francisco, CA,: Josey-Bass.
- **ROSS, S.** (1977). The determinants of capital structure: The incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
- **SABAL, J.** (2002). Financial Decisions in Emerging Markets, New York: Oxford University Press.
- **SÁNCHEZ, J; MARTÍN, J.F.** (2004^a) Teoría de la Jerarquía Financiera: Nueva evidencia para el mercado español. Universidad de Murcia, España.
- **SARKAR, S. /ZAPATERO, F.** (2003). The Trade-off Model with Mean Reverting Earning: Theory and Empirical Test. *The Economic Journal*. USA.
- **SAUNER-LEROY, J.B.** (2004) Managers and productive investment decisions: the impact of uncertainty and risk aversion. *Journal of Small Business Management*, vol. 42 1, 1-18.
- **SCHEIN, E.H.** (1983). The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics* 12, 13-28.
- **SCHULZE, W.; LUBATKIN, M.; DINO, R; BUCHHOLTZ, A.** (2001) Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence, *Organizational Science* 12(2), pp. 99-116.
- **SCIASCIA, S.; MAZZOLA, P.** (2008). Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, vol. XXI, no. 4.
- **SHARMA, P.; CHRISMAN, J.J.; CHUA, J.H.** (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10, 1-35.

- **SHARMA, P., MANIKUTTY, S.,** (2005). Strategic divestments in family firms: role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 293-311.
- **SHARMA, P.; NORDQVIST, M.** (2007). A typology for Capturing the Heterogeneity of Family Firms. *Academy of Management Proceedings*.
- **SHEFRIN, H.** (2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of applied Corporate Finance*, Vol. 14 No. 3.
- **SHLEIFER, A.; VISHNY. R.W.** (1986). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- **SHYAM-SAUNDER, L.; MYERS, S.C.** (1999). Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 219-244.
- **SINGH, A.,** (1995). Corporate Financial Patterns in Industrializing Economics: A Comparative Study, *IFC Technical Paper No. 2:* IFC, Washington DC, USA.
- **SINGH, A.; HAMID, J.,** (1992). Corporate Financial Structures in Developing Countries, *IFC Technical Paper No. 1,* Washington, D.C., IFC
- **SLATER, S. / ZWIRLEIN, T.** (1996). The Structure of Financial Strategy: Patterns in Financial Decision Making. *Managerial and Decision Economics.* USA.
- **SONNENFED, J.A.; SPENCE, P.L.** (1989). The parting patriarch of a family firm. *Family Business Review*, vol 2(4), 355-375.
- **SORENSEN, R. L.** (2000). Planning for Family and Financial Success in Family Businesses. *Family Business Review*, vol. XIII, no. 2, June 2000.
- **STIGLITZ, J.E.** (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money Credit and Banking* 17, pp. 133-52.
- **STIGLITZ, J.E.** Why Financial Structure Matters. *The Journal of economics Perspectives*, Vol. 2, No. 4. (Autumn, 1988), pp. 121-126.
- **STIGLITZ, J; WEISS, A.** (1981). Credit Nivelning in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71, pp. 393-410.

- **STOREY, D.J.** (1994). The role of legal status in influencing bank financing and new firm growth, *Applied Economics* 26, 129-136.
- **TAGGART, R. A., Jr.** (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *Journal of Finance* 32:5, pp. 1467-1484.
- **TAPIÉS, J.; CAMPA, J.M.** (2000) Estructura de Capital en la Empresa Familiar. IESE Business School, University of Navarra, Spain.
- **TAUB, A. J.** Determinants of the Firm's Capital Structure. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 57, No. 4, (Nov., 1975), pp. 410-416.
- **THOMSEN S.; PEDERSEN. T,** (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal* 21, pp. 689-705
- **TITMAN, S; WESSELS, R.** The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43 No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.
- **VISWANATH, P.V.** Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis, and Market Reactions to equity Financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Jun 1993; 28, 2; ABI/INFORM Global pg. 213.
- **VAN AUKEN, H.E.,** (2001). Financing Small Technology – Based Companies: The Relationship between Familiarity with Capital Ability to Price and Negotiated Investment. *Journal of small Business Management*, 39 (3), 240-258.
- **VAN DER WIJST, N.; Thurik, R.** (1993). Determinants of small firm debt levels: An analysis of retail panel data, *Small Business Economics* 5, 55-65.
- **VELEZ, D; HOLGUIN, H.; DE LA HOZ, G.; DURAN, Y.; GUTIERREZ, I.** (2008). Dinámica de la empresa familiar Pyme, Estudio Exploratorio en Colombia, FUNDES, La Red de Soluciones Empresariales.
- **WALD, J.K.** (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research* 22(2), 161-187.
- **WARD, J.** (1987). Keeping the family business healthy, San Francisco: Jossey-Bass.
- **WARD, J.L.** Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices. *Family Business Review*, vol. 10, no. 4, December 1997.

- **WARD, J.L.** (2004). Perpetuating the family business: 50 Lessons Learned from Long Lasting, successful Families in Business. Palgrave MacMillan.
- **WARNER, J.B.** (1977). Bankruptcy Cost: Some Evidence. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, Mayo, pp. 337-347.
- **WATSON, R.; WILSON, N.** SMEs Financing: A note on some of the Empirical Implications of a Pecking Order (2002). *Blackwell Publishing*. USA.
- **WEBER, M.** (1999). Behavioral Finance, Faculties Investigation, Vol 0-8, Mannheim University.
- **WELCH, I.** (2002). Columbus'egg: Stock returns are the main determinants of capital structure, *NBER Working Paper* 8782.
- **WIRTZ, P.** (2001). Financial Policy Managerial Discretions and Corporate Governance: the example of Unisor. *Global Focus* 13/1: 127-141.
- **WIWATTANAKANTANG, Y.** (1999). An Empirical Study on the Deteminants of the Capital Structure of Thai Firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371-403.
- **WORTMAN JR, M. S.** (1994). Theoretical foundations for family-owned businesses: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7(1): 3-27.
- **WUGLER, J.** (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance* 57, 1-32.
- **XIAO, J.; ALHABEEB. M; HONG. G. Y HAYNES, G.** (2001). Attitude toward risk and risk-taking behavior of business-owning families. *Journal of Consumer Affairs*, 35(winter), 307-25.
- **ZAHRA, SHAKER.** (2005) Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms. *Family Business Review*, Vol. XVIII, No. 1.
- **ZAHRA, S.A.; COVIN, J.** (1995). Contextual influences on the corporate entrepreneurship-company performance relationship in established firms: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 10: 43-58.
- **ZINGALES, L.** (2000) In search of new foundations. *Journal of Finance*, 55, 1623-53.

LIBROS

- **BESLEY, S.; BRIGHAM, E.** *Fundamentos de Administración Financiera* (2001) McGraw-Hill, México.
- **BOOMSMA, A.** (1982). The Robustness of LISREL. Against Small Sample Sizes in Factor Analysis Models, in K.G. Joreskog y H. Wold (eds.), *Systems Under Indirect Observation: Casualty, structure an prediction, Part 1*. Amsterdam: North-Holland.
- **BREALEY, R.; MYERS, S.** *Principios de Finanzas Corporativas* (1999) Quinta Edición, McGraw-Hill, México.
- **BREALEY, R.; MYERS, S.; MARCUS, A.** (1999) *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill, México.
- **BYRON, W.F.; BROWNE, E.; PORTER, R.** (1986). *Diccionario de historia de la ciencia*, Barcelona, Herder, p. 192.
- **CABRERA SUAREZ, K.; DE SAÁ PÉREZ, P.** (1996). *La empresa familiar desde la perspectiva de la teoría de recursos y capacidades. La empresa en una economía globalizada: retos y cambios*. AEDEM, Granada.
- **CARLOCK, R.S; WARD, J.L.** (2003). *Planificación estratégica de la familia empresaria*. Deusto, Barcelona.
- **CASILLAS, J.C.; DÍAZ, C.; VÁSQUEZ, A.** (2005). *La Gestión de la Empresa Familiar*, Thomson.
- **CASTAÑEDA, F.** (2002) *Globalización y crisis económica: incidencia en la financiación de unidades de pequeña escala*.
- **CRESWELL, J.** (2005). *Educational research: Planning, conducting and evaluating quantitative and qualitative research*. Upper Saddle River, Pearson Education.
- **DÍEZ DE CASTRO, L.; LÓPEZ, P.** *Dirección Financiera. Planificación, Gestión y Control* (2001) Prentice Hall/Financial Times.
- **FOSTER, R., AND KAPLAN, S.** (2001). *Creative destruction*. New York: Doubleday.

- **GALLO, M.A.; AMAT, J.** (2003). *Los Secretos de las Empresas Familiares Centenarias: Claves de éxito de las empresas familiares multigeneracionales*, Deusto.
- **GARCIA, O.** (1999). *Administración Financiera. Fundamentos y aplicaciones*. Piensa Moderna Editores, Cali, Colombia.
- **GERSICK, K.E.; DAVIS, J.A.; MCCOLLOM HAMPTON, M.; LANSBERG, I.** (1997). *Geneniveln to geneniveln: Life cycles of the family business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- **GITMANT, L.** *Principios de Administración Financiera* (2003) Pearson/Addison Wesley.
- **GLASSER, B.; STRAUSS, A.** (1967). *The discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Chicago.
- **GOMEZ-BETANCOURT, G.** (2010). *Cómo construir un legado familiar: Un modelo para tener familias empresarias perdurables*. CENGAGE Learning.
- **GONZALEZ, D.** (2003). *Modelamiento Estructural en las Ciencias Sociales*. Editorial Hermsillo.
- **GRINBLATT, M. y TITMAN, S.** *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial* (2003) McGraw-Hill, México.
- **GARCÍA, O.** (1999). *Administración Financiera. Fundamentos y aplicaciones*. Editorial Prentice Hall. Colombia.
- **GOMPERS, P.A.; SAHLMAN, J.** (2002). *Entrepreneurial Finance*. Wiley & sons, Inc.
- **HERNANDEZ, R.; FERNANDEZ, C.; BAPTISTA, P.** (2010). *Metodología de la Investigación*, McGraw-Hill, p.79.
- **HIGGINS, R.** (2004) *Análisis para la Dirección Financiera*. McGraw-Hill, México.
- **HLADY R., M.** (2002). *Le Méthode des Cas, Application a la recherche en gestion*. De Boeck Université.
- **HUGHES, J.E Jr.** (2005). *La riqueza de la familia empresaria: Cómo preservar el patrimonio financiero y emocional dentro de la familia a lo largo de varias generaciones*. Ediciones Deusto.

- **KANTIS, H.** (2004). Desarrollo emprendedor: América Latina y experiencia internacional.
- **KASLOW, F.** (2006). Handbook of Family Business and Family Business Consultations. A Global Perspective. Business and Economics. Pag 398-399.
- **LYAGOUBI, M.** (2006). Family firms financial behavior: how family shareholder preferences influence firms' financing in Handbook of Research on Family Business. Poutziuris, P; Smyrnios, K.; Klein, S. (editors), pp 537.
- **McDANIEL, C. GATES, R.** (1999). Investigación de Mercados contemporánea, México, Thomson Editores.
- **McDANIEL, C. GATES, R.** (2010). Investigación de Mercados, México, CENGAGE Learning.
- **MENENDEZ-RESQUEJO, S.** (2006). Ownership structure and firm performance: evidence from Spanish family firms in Handbook of Research on Family Business. Poutziuris, P; Smyrnios, K.; Klein, S. (editors) pp. 575.
- **MOGOYON, Y.** (2007). Fuentes de financiamiento para el Star Up de una empresa.
- **MOYER, C.; MCGUIGAN, J.; KRETLOW, W.** (2004) *Administración Financiera Contemporánea*, Novena Edición, Editora Thomson, México.
- **NEUBAUER, F; LANK, A.** (2003). La empresa familiar: cómo dirigirla para que perdure, Deusto.
- **NORDQVIST, M.; ZELLWEGER, T.** (eds) (2010). Transgenerational Entrepreneurship: Exploring Growth and Performance in Family Firms Across Generations.
- **PIAGET, J.** (1970). Lógica y conocimiento científico. Naturaleza y método de epistemología, Buenos Aires, Proteo, P. 15.
- **ROUSSEL. P.; DURIEU. F.; CAMPOY, E.; EL AKREMI, A.** (2002). Méthodes d'équations structurelles: Recherche et applications en gestion, Paris: Economica.
- **ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J.** (2005) *Finanzas Corporativas* McGraw-Hill, México.

- **THALER, R.** (1993). *Advances in Behavioral Finance*. Russell Sage Foundation.
- **VAN HORNE, J.C.** (1992). *Financial Management and Policy*, 9th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- **WEIERS, R.** (2006). *Introducción a la estadística para negocios*. Thomson.
- **YAGÜE, M.J.** (1998). La cooperación interempresarial: fusiones, concentraciones y alianzas estratégicas. *Economía Industrial*, 320, II, 65-73.
- **YIN, R.K.** (1994), *Case Study Research Design and Methods*, 3rd edition, Sage Publications, London.

REVISTAS

- **AGULLÓ, F.** (2000). Las alianzas estratégicas, una respuesta a la demanda global. *Economía Industrial*, 331, I, 11-15.
- **ALONSO, G.** (1991). Algunos factores críticos en los procesos de fusiones y adquisiciones. *Investigaciones económicas*, suplemento, 69-76.
- **ALLOUCHE, J. ; AMANN B.** (1995). Le retour triomphant du capitalisme familiale in « de Jacques Cœur à Renault : Gestionnaires et Organisations » Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.
- **AZNAREZ, J.; VILASECA, A.** Estructura de financiamiento en la empresa familiar. *Revista IEEM*, Diciembre 2004, Año 7, Revista No. 3
- **BAR, A.** (2001). Abducción: La inferencia del descubrimiento. *Cinta de Moebio*, diciembre, numero 12. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Chile, pp 1-7.
- **GALVE, C.; SALAS, V.** (1995) Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas. *Información Comercial Española*, 740, 119-129.
- **HIRIGOYEN, G.** (1982). Le Comportement Financière de Moyennes Entreprises Industrielles Familiales, *Banque* No. 417, pp. 588-593.
- **HIRIGOYEN, G.** (1984b). Peut-on parle d'une politique de dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? *Banque* No. 436, pp. 207-210.
- **MALHERAULT, L.** (1998). Des caractéristiques financières spécifiques aux entreprises familiales non cotés, *Revue du financière* No. 114, pp 59-75.

- **MATIZ B., F.J. ; MOGOLLON C., Y.** (2008). La cadena de financiamiento: Una necesidad para el desarrollo económico y social a partir del emprendimiento. Revista EAN, Escuela de Administración de Negocios, Num. 63, Mayo-agosto pp. 59-72, Universidad EAN, Colombia.
- **MESSICK, S.** (1995). Standard of validity and the validity of standards in performance assessment. Educational Measurement: Issues and Practice 15, 5-12

CONGRESOS

- **CAMISÓN, C.** (2001). Estructura de propiedad-control de la empresa familiar y desempeño organizativo: un análisis dentro de la población de empresas industriales valencianas, I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar. OPVI. Valencia.
- **POUTZIOURIS, P.; CHITTENDEN, F. y MICHAELAS, N.** (1998). The financial affairs of private companies. Presented at the Family Business Network 9th World Conference, Paris.
- **POUTZIOURIS, P.; SIHAR, S.** (2001). The financial structure and performance of family and non-family companies revisited: evidence from the UK private economy, en G. Corbetta y D. Montemerlo (editors), *The role of Family in Family Business*, Book Proceedings: 12th Annual Family Business Network Conference, Rome, pp 461-88.

INTERNET

- Corporación Andina de Fomento (CAF), 2005
<http://www.caf.com>
- **SHUTTLEWORTH, M.** (2008), Case Study Research Design, from
<http://www.experiment-resources.com/case-study-research-design.html>
- **MAGARIÑOS DE MORETIN, J.** Guía Proyectos de Investigación.
<http://www.magarinos.com.ar/GuiaProyInvest.htm>
- **INTERAMERICAN DEVELOPING BANK**
<http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>

TESIS

- **HIRIGOYEN, G.** (1984a). Contribution à la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles et financières. Thèse pour le Doctorat d'Etat, Bordeaux I.
- **MALHERAULT, L.** (1996) Comportements financiers et entreprises familiales: approche théorique et empirique. *Thèse pour le doctorat en Sciences de Gestion*, Université de Grenoble II.
- **McCONAUGHY, D.** (1994). Founding-family-controlled corporations: An agency theoretic analysis of corporate ownership and its impact upon performance, operating efficiency and capital structure. Unpublished doctoral dissertation, University of Cincinnati.

INFORMES

- Global Entrepreneurship Monitor (GEM), Babson College y London Business School, 2006.
- Price Waterhouse Coopers (2005). Venture Equity Latin American (LATAM).

Anexo 1:
Cuestionario principal de la investigación (versión revisada)

Cuestionario aplicado a las empresas familiares

Solicitamos su colaboración para responder a las siguientes preguntas, este cuestionario será utilizado como parte de mi tesis doctoral, se les garantiza la confidencialidad de los datos, los nombres de sus empresas no aparecerán en el documento final.

Tamaño de la empresa

- a) Pequeña (11-50 empleados)
- b) Mediana (51-200 empleados)
- c) Grande (201 empleados en adelante)

Sector Actividad Económica

- a) Industria
- b) Agro-industria
- c) Servicios
- d) Comercial
- e) Otro

Pregunta #1

A cual generación pertenece usted?

- a) 1ra. Generación
- b) 2da. Generación
- c) 3ra. Generación
- d) 4ta. Generación
- e) Otra, especifique _____

Pregunta #2

Qué tipo de financiamiento se utiliza en su empresa?

- a) Autofinanciamiento (reversión de beneficios)
- b) Financiamiento Externo
- c) Ampliación de capital con socios no familiares

Pregunta #3

En caso de acceder al financiamiento externo, cuál de las siguientes opciones utiliza:

- a) Banca
- b) Prestamos de socios
- c) Prestamos de particulares
- d) Prestamos de familiares

Pregunta #4

Puede usted indicar si está de acuerdo o en desacuerdo con las proposiciones siguientes. Donde 5 es totalmente de acuerdo, 4 de Acuerdo, 3 ni de acuerdo ni en desacuerdo, 2 en Desacuerdo y 1 totalmente en desacuerdo.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|---|---|---|---|
| Comportamiento de la primera generación con relación al financiamiento y manejo de dividendos: | | | | | |
| prefiere el financiamiento interno (reinvertir los beneficios antes que el financiamiento externo) | | | | | |
| prefieren el desarrollo de políticas de reinversión antes que demandar el reparto de dividendos | | | | | |
| piensa que la reinversión de beneficios es una ventaja | | | | | |
| Comportamiento de la segunda generación con relación al financiamiento y manejo de dividendos: | | | | | |
| prefiere el financiamiento externo antes que el financiamiento interno (autofinanciamiento) | | | | | |
| piensa que la reinversión de beneficios es una desventaja | | | | | |
| demandan el reparto de dividendos antes que el desarrollo de políticas de reinversión | | | | | |
| Otras consideraciones sobre el manejo del financiamiento en esta empresa | | | | | |
| La diversidad de intereses en cuanto al nivel de endeudamiento se agudiza a medida que crece la familia empresaria y menos miembros trabajan en la empresa | | | | | |
| Cuando la empresa accede a fuentes de financiamiento externas teme a perder el control de la propiedad | | | | | |
| Los miembros de la familia que no están en la gestión del negocio deben estar informados del nivel de endeudamiento | | | | | |
| La decisión de incrementar el nivel de endeudamiento requiere la disposición a asumir los eventuales costos relacionados directamente con los intereses y objetivos del sistema familiar | | | | | |

Pregunta #5

Cuales órganos de gobierno están constituidos en su empresa:

- Asamblea o Comité de Accionistas
- Consejo de Familia
- Asamblea Familiar
- Directorio o Alta Gerencia
- Ninguno

Pregunta #6

Con relación al manejo de las utilidades y mecanismos de financiación:

- No existen reglas, acuerdos o políticas
- Existen políticas para la capitalización o reinversión de las utilidades
- Existen políticas de distribución de dividendos al final del ejercicio contable

Pregunta #7

Puede usted indicar si está de acuerdo o en desacuerdo con las proposiciones siguientes: Donde 5 es totalmente de acuerdo, 4 de Acuerdo, 3 ni de acuerdo ni en desacuerdo, 2 en Desacuerdo y 1 totalmente en desacuerdo.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|---|---|---|---|
| La política de dividendos incentiva la creación de nuevos negocios y la innovación | | | | | |
| La política de dividendos incentiva el crecimiento financiero y la contribución socioeconómica | | | | | |
| La política de dividendos incentiva a los miembros de la familia a ser inversionistas | | | | | |
| La política de dividendos incentiva a los miembros de la familia a estar involucrados en la gestión de la empresa | | | | | |
| La empresa prefiere pagar altos dividendos en lugar de emprender nuevos negocios | | | | | |
| La política de dividendos está atada a las empresas existentes en lugar de a un futuro portafolio de negocios. | | | | | |
| La política de dividendos permite la creación de riqueza transgeneracional | | | | | |

Pregunta #8

Puede usted indicar si está de acuerdo o en desacuerdo con las proposiciones siguientes: Donde 5 es totalmente de acuerdo, 4 de Acuerdo, 3 ni de acuerdo ni en desacuerdo, 2 en Desacuerdo y 1 totalmente en desacuerdo.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|---|---|---|---|
| La existencia de una política de dividendos reduce o evita los conflictos entre familiares | | | | | |
| La segunda generación prefiere la reinversión de beneficios antes que la distribución de dividendos | | | | | |
| Los miembros de la familia que no trabajan en la empresa prefieren la distribución de dividendos | | | | | |
| Las ganancias que se reinvierten permiten a la empresa mejorar las futuras ganancias tendiendo un efecto positivo sobre futuras | | | | | |

| | | | | | |
|---|--|--|--|--|--|
| compensaciones | | | | | |
| Los conflictos intergeneracionales pueden afectar seriamente la creación de políticas de dividendos que permitan la continuidad de la empresa | | | | | |

Pregunta #9

Puede usted indicar si está de acuerdo o en desacuerdo con las proposiciones siguientes: Donde 5 es totalmente de acuerdo, 4 de Acuerdo, 3 ni de acuerdo ni en desacuerdo, 2 en Desacuerdo y 1 totalmente en desacuerdo.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|---|---|---|---|
| Los diferentes criterios que cada generación pueda tener sobre el riesgo y el rendimiento influyen en las opciones estratégicas y oportunidades de inversión en nuevos negocios que estén dispuestos a llevar a cabo | | | | | |
| La concentración de la propiedad ayuda a reducir los conflictos de intereses entre directores y accionistas | | | | | |
| La propiedad está afectada por las tensiones que pueden producir entre los accionistas, especialmente cuando el capital está muy disperso debido a un número elevado de accionistas | | | | | |
| La propiedad está afectada por una inadecuada estructura societaria | | | | | |
| La propiedad es gestionada con eficacia por órganos de gobierno corporativo, junta de accionista y consejo de gobierno | | | | | |
| La empresa posee una estructura financiera que permite el aseguramiento del patrimonio familiar | | | | | |

Pregunta #10

Puede usted indicar si está de acuerdo o en desacuerdo con las proposiciones siguientes: Donde 5 es totalmente de acuerdo, 4 de Acuerdo, 3 ni de acuerdo ni en desacuerdo, 2 en Desacuerdo y 1 totalmente en desacuerdo.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| Invierte en construir la unidad y compromiso familiar con la empresa | | | | | |
| Invierte su empresa en profesionalizar los procesos (por ejemplo el plan estratégico familiar) y las estructuras de gobierno (órganos de gobierno, protocolo familiar, reuniones familiares) | | | | | |
| Han sabido superar las dificultades para afrontar la renovación permanente de su negocio y la mejora continua de la eficacia y profesionalización de su gestión | | | | | |
| Poseen una estructura profesional de su gobierno y dirección de la empresa, personas preparadas y de confianza que permitan consolidar la expansión financiera, tecnológica, comercial y productiva | | | | | |
| La profesionalización en la dirección de la empresa obedece a presiones inherentes a la evolución de la familia y la empresa | | | | | |

Lista de Tablas

| No. de Tabla | Nombre de la tabla | Pág. |
|--------------|--|------|
| 1 | Comparación de las características de las teorías Trade-off y Pecking Order | 53 |
| 2 | Las etapas de evolución de las empresas Familiares | 94 |
| 3 | Recapitulación de estudios empíricos sobre el Comportamiento de las Empresas Familiares | 96 |
| 4 | Esquema para analizar el gobierno corporativo | 103 |
| 5 | Ventajas e inconvenientes de los empleados familiares | 114 |
| 6 | Análisis de la gestión y liderazgo en las empresas familiares | 115 |
| 7 | Fuentes de financiamiento | 125 |
| 8 | Guía de entrevistas | 144 |
| 9 | Recapitulación de las etapas de envío de los correos electrónicos | 153 |
| 10 | Tamaño de las empresas | 158 |
| 11 | Sector actividad económica | 159 |
| 12 | Edad de las empresas | 160 |
| 13 | Etapas generacional | 160 |
| 14 | Órganos de gobierno existentes | 161 |
| 15 | Diversidad de los intereses | 164 |
| 16 | Preferencias de financiamiento de la primera generación | 165 |
| 17 | Preferencias de reinversión de beneficios vs distribución de dividendos de la primera generación Efectos de la reinversión de beneficios en las futuras compensaciones | 165 |
| 18 | Ventajas de la reinversión de beneficios de la primera | 166 |

| | | |
|----|---|-----|
| | generación | |
| 19 | Preferencias de financiamiento de las siguientes generaciones | 167 |
| 20 | Preferencia de reinversión de beneficios vs distribución de dividendos de las siguientes generaciones | 168 |
| 21 | Efectos de la reinversión de beneficios en las futuras compensaciones | 169 |
| 22 | Ventajas de la reinversión de beneficios de las siguientes generaciones | 170 |
| 23 | Manejo de las utilidades y mecanismos de financiamiento | 170 |
| 24 | Aversión al riesgo | 171 |
| 25 | Influencia de la aversión al riesgo en las operaciones estratégicas | 172 |
| 26 | Aportes de la política de dividendos | 173 |
| 27 | Creación de riqueza transgeneracional | 173 |
| 28 | Creación de nuevos negocios e innovación | 174 |
| 29 | Efectos del pago de dividendos en el emprendimiento de nuevos negocios | 175 |
| 30 | La política de dividendos vinculada al portafolio de negocios | 176 |
| 31 | La política de dividendos vinculada al manejo de conflictos Impacto de la política de dividendos en los inversionistas de las familias empresarias | 177 |
| 32 | La política de dividendos vinculada a conflictos intergeneracionales | 178 |
| 33 | Preferencia de los accionistas pasivos | 179 |
| 34 | Rol de inversionista de los miembros de las familias empresarias | 180 |
| 35 | Impacto de la política de dividendos en los inversionistas de las familias empresarias | 180 |
| 36 | Relevancia de la información | 181 |

| | | |
|----|--|-----|
| 37 | Manejo de conflictos | 183 |
| 38 | Dispersión del capital | 183 |
| 39 | Estructura societaria | 184 |
| 40 | Eficacia de los órganos de gobiernos corporativos | 185 |
| 41 | Estructura financiera profesional | 185 |
| 42 | Estructura profesional y expansión financiera, tecnológica, comercial y productiva | 186 |
| 43 | Profesionalización de los procesos | 187 |
| 44 | Superación de dificultades | 188 |
| 45 | Origen de la profesionalización | 186 |

Lista de Gráficas

| No. gráfica | Nombre de la gráfica | Pág. |
|-------------|--|------|
| 1 | Plan de tesis | 30 |
| 2 | Evolución de la teoría de la jerarquía | 48 |
| 3 | Factores determinantes del capital familiar | 68 |
| 4 | Estructura óptima del financiamiento | 70 |
| 5 | El triángulo de la empresa familiar | 88 |
| 6 | Etapas del proceso de desarrollo | 121 |
| 7 | Financiamiento empresarial | 122 |
| 8 | Capital de riesgo en Latinoamérica | 127 |
| 9 | Etapa de recolección de datos | 144 |
| 10 | Matriz clasificación estudios de casos investigación | 155 |
| 11 | Resultado matriz de clasificación | 187 |
| 12 | Matriz Propiedad – Reinversión | 188 |
| 13 | El modelo teórico de la investigación | 198 |
| 14 | Etapa de la modelización estructural | 201 |

Palabras Claves: *Comportamiento Financiero, Empresas Familiares, Gobierno Corporativo, Orientación Emprendedora, Mercados Emergentes.*