

Retos y desafíos de las

EMPRESAS FAMILIARES

Retos y desafíos de las

EMPRESAS FAMILIARES



Memorias 1^{er} WorkShop

Del 5 al 7 de julio de 2016
Hotel Wyndham
Guayaquil – Ecuador

Memorias 1er

WorkShop:

Retos y desafíos de las Empresas Familiares.

Guayaquil, Ecuador.

5-7 de julio del 2016



Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil – UTEG

Guayacanes #399 y calle 5ta. Urdesa Central. Guayaquil, Ecuador

P.B.X.: (+593 4) 2884833

e-mail: editorpublicaciones@uteg.edu.ec

www.uteg.edu.ec

Guayaquil-Ecuador

Edición: MSc Tomás H. Rodríguez C.

Diseño, diagramación e impresión:

Editorial CIESPAL

ISBN CIESPAL

Publicación de la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil-UTEG

1. Agenda del Programa
2. Organizan
3. Auspician
4. Apoyo
5. Presidente de Honor
6. Comité Organizador
7. Comité Académico
8. Expositores
9. Participantes en Mesas Redondas
10. Disposiciones Generales
11. Disposiciones Específicas

1. Introducción

MSc Pedro Andrade R 11

1. Valor y evaluación de las empresas familiares

Gérard Hirigoyen, Ph.D 14

2. Influencia del gobierno corporativo de las empresas familiares en su comportamiento financiero: Caso de la República Dominicana

Iluminada Severino Bueno, Ph.D 29

3. Gobierno Corporativo y Emprendedurismo Corporativo: ¿Son ambos caras de la misma moneda, que pondrán orden y crecimiento en la Empresas Familiares?

Leonardo Centeno, Ph.D 48

4. Elección sucesión y sesgos: explicación heurística de su paralelismo en la toma de decisión del sucesor o sucesora en la empresa familiar dominicana.

Claudia Brito, Ph.D 67

5. Factores de Riesgo Exógeno de las Empresas Dominicanas y Rentabilidad Sectorial Ajustada al Riesgo: un Estudio de Datos de Panel.

Sterling Jiménez, Ph.D / Pedro Arbulú, Ph.D 92

Anexos 130

Anexo 1 Agenda del WorkShop

Anexo 2 Evaluación del WorkShop

Anexo 3 Reporte de Inscripciones

4 Memorias primer workshop

AGENDA DEL PROGRAMA

Día 1: Martes 5 de Julio

- 18h00 a 19h00 Inicio de registro e inscripción
19h00 a 21h00 Coctel de bienvenida

Día 2: Miércoles 6 de Julio

- 08h00 a 09h00 Registro e inscripción
09h00 a 09h20 Palabras de inauguración a cargo del Rector de la UTEG, MSc. Galo Cabanilla.
09h20 a 10h00 Intervención del experto internacional en Empresas Familiares, Sanjay Goel, Ph.D. (Presidente de Ifera) "Liderazgo en los Negocios Familiares. Re-conceptualización y directrices para investigaciones futuras".

Presentación de casos sobre Empresas Familiares

Moderador: Pedro Arbulú, Ph.D.

- 10h00 a 10h45 "Valor y evaluación de las Empresas Familiares: Valor financiero versus valor emocional", Gérard Hirigoyen, Ph.D.
10h45 a 11h00 Coffee Break
11h00 a 11h45 "Factores que influyen la decisión de financiamiento con deuda en las Empresas Familiares del Caribe: Un Estudio en República Dominicana", Sterling Jiménez, Ph.D.
11h45 a 12h30 "Incidencia del Gobierno Corporativo en la gestión de las Empresas Familiares", Iluminada Severino, Ph.D.
12h30 a 13h15 "Elección, sucesión y sesgos: Explicación heurística de su paralelismo en la toma de decisión del sucesor o sucesora en la Empresa Familiar dominicana", Claudia Brito, Ph.D.
13h15 a 14h30 Almuerzo

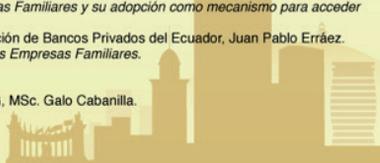
Presentación de casos sobre Empresas Familiares

Moderador: MSc. Olmedo Farfán

- 14h30 a 15h15 "Innovación social en las Empresas Familiares: Perspectiva de las siguientes generaciones", Rania Labaki, Ph.D.
15h15 a 16h00 "Gobierno Corporativo y Emprendedurismo Corporativo: Dos caras de la misma moneda, orden y crecimiento", Leonardo Centeno, Ph.D.
16h00 a 16h45 "Desarrollo de una cultura de Empresa Familiar a nivel país; experiencia de Costa Rica", Rodolfo Carrillo, Ph.D.
16h45 a 17h00 Coffee Break
17h00 a 18h00 **Consulta con los expertos:** Espacio reservado para realizar consultas en reuniones paralelas con los expertos y los empresarios.
20h00 Cena de Gala, Parque Histórico de Guayaquil, Estación Fluvial. Se facilitará transporte para los participantes. **Punto de Encuentro:** Parqueadero Hotel Wyndham. Salidas a las 19:00, 20:00 y 21:00.

Día 3: Jueves 7 de Julio

- 09h00 **Mesa Redonda: Retos y Desafíos de las Empresas Familiares desde distintos sectores participantes.**
Moderador: MSc. Olmedo Farfán
• Intervención de la Diseñadora y Empresaria ecuatoriana, Adriana Hoyos.
Tema: *Experiencia de la mujer en el manejo de la Empresa Familiar.*
• Intervención de la Asambleísta Nacional de la Provincia del Guayas, Cristina Reyes.
Tema: *La incidencia de la política en el desarrollo de las Empresas Familiares.*
- 10h30 a 10h45 Coffee Break
• Intervención de la Directora Ejecutiva FBN Ecuador, Cristina Carvajal.
Tema: *Buenas prácticas en las Empresas Familiares.*
• Intervención de la Vicepresidenta del Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa, Mónica Villagómez de Anderson. Tema: *Gobierno Corporativo en Empresas Familiares y su adopción como mecanismo para acceder al Mercado de Valores.*
• Intervención del Director Económico de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador, Juan Pablo Erráez.
Tema: *La Banca y su perspectiva con respecto a las Empresas Familiares.*
- 13h00 Clausura del evento a cargo del Rector de la UTEG, MSc. Galo Cabanilla.



Agenda



Organizan

Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil
Escuela de Posgrado UTEG
Universidad de Bourdeaux

Auspician

América Economía
Ekos
Líderes
Adriana Hoyos Furnishings

Apoyan

Cámara de Comercio e Industrias Franco – Ecuatoriana
Cámara Ecuatoriano Americana de Comercio – AMCHAM Guayaquil
Cámara Oficial Española de Comercio del Ecuador
The Family Business Network
Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa

Presidente de Honor

Ec. Galo Cabanilla Guerra
Rector Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil

Comité Organizador

Presidentes

Ing. Mara Cabanilla Guerra, MSc
Vicerrectora Académica Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil
Pedro Arbulú, Ph.D.
Coordinador de los Programas de Posgrado Internacionales de la Universidad de Bordeaux

Vicepresidente

Econ. Pedro Iglesias Mora, MSc.
Director Ejecutivo Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil

Secretaria Ejecutiva

Ing. Yamel Azar Aragón
Asistente Vicerrectorado Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil

Organizadora Profesional de Congresos

M. A. Sandra García Paredes
Coordinadora Relaciones Internacionales Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil

6 Memorias primer workshop

Comité Académico

Sanjay Goel, Ph.D.
Gérard Hirigoyen, Ph.D.
Pedro Arbulú, Ph.D.
Rania Labaki, Ph.D.
Ec. Galo Cabanilla Guerra, MSc.
Iluminada Severino, Ph.D.

Expositores

Sanjay Goel, Ph.D. (E.U.A.)
Claudia Brito, Ph.D. (Chile)
Gérard Hirigoyen, Ph.D. (Francia)
Rania Labaki, Ph.D. (Francia)
Sterling Jiménez, Ph.D. (República Dominicana)
Iluminada Severino, Ph.D. (República Dominicana)
Rodolfo Carrillo, Ph.D. (Costa Rica)
Leonardo Centeno, Ph.D. (Nicaragua)

Participantes en Mesa Redonda

Sra. Adriana Hoyos
Diseñadora y empresaria
Cristina Reyes
Asambleísta Nacional de la Provincia del Guayas
Cristina Carvajal
Directora Ejecutiva FBN Ecuador
Mónica Villagómez de Anderson
Vicepresidenta del Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa
Juan Pablo Erráez
Director Económico de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador

Disposiciones Generales

Las actividades científicas del 1er. Workshop: “Retos y Desafíos de las Empresas Familiares” serán las siguientes:

- Conferencias
- Consulta con los expertos
- Mesas redondas

Todas las actividades tendrán horario de inicio y de terminación, definido en el Programa, el cual debe ser cumplido rigurosamente.

El uso de la credencial es obligatorio para participar en todas las actividades de la Convención.

El Comité Organizador se reserva el derecho de modificar el Programa ante la eventual ausencia de algún ponente. Los ajustes al mismo se anunciarán en las primeras horas de cada mañana, en las salas que se efectúen los cambios y en la pizarra que se encuentre a la entrada de cada una de ellas.

Para lograr el desarrollo adecuado del Programa, todos los participantes deberán estar en la sala 15 minutos antes del comienzo de la sesión.

Disposiciones Específicas

Funciones normativas para el desarrollo de las sesiones científicas

Todas las sesiones científicas contarán con un Presidente y un Secretario.

Del Presidente:

1. Dará inicio y terminación a la sesión, respetando estrictamente los horarios del Programa.
2. Dará la palabra al Secretario para que proceda a la presentación de los autores y títulos de los trabajos.
3. Velará por la disciplina general de la sala y la entrega de la relatoría de la sesión al final de ésta.
4. Es el responsable, en caso de ausencia de algún conferencista o ponente, de exigir que se espere el tiempo asignado a las mismas sin variar el programa.
5. Una vez cumplido el tiempo asignado a la conferencia, mesa redonda o ponencia le indicará al ponente que su tiempo ha culminado y que debe concluir.
6. Promoverá la discusión y preguntas en los casos que corresponda.

Del Secretario:

1. Pasará por la sede del Comité Científico previo al inicio de la sesión a recoger los certificados de los participantes y comprobará que estén debidamente confeccionados y concuerden con las presentaciones previstas para la sesión.
2. Llamará al podio al conferencista o ponente de turno y hará su presentación según los datos aportados por el mismo previamente.
3. En caso de las mesas redondas, presentará a sus coordinadores y les dará la palabra para que estos hagan la presentación de sus integrantes.
4. Entregará personalmente los certificados de participación al final de cada actividad.
5. Colabora con el Presidente en el cumplimiento de los horarios establecidos en el programa y la disciplina general de la sala. Alertará al ponente cuando le queden tres minutos del tiempo programado a su presentación.
6. Llenará al final de la sesión el informe de relatoría y lo entregará de inmediato al Responsable del Comité Científico designado para atender la sala y el día determinado.

De los coordinadores de Mesas Redondas:

1. Presentará a los integrantes.
2. Introducirá el tema central a tratar.
3. Otorgará el uso de la palabra al disertante que le corresponda.

8 Memorias primer workshop

4. Será responsable del cumplimiento estricto de los horarios establecidos a cada disertante, así como velar por la disciplina de los mismos en el cumplimiento de éstos.
5. Alertará al ponente cuando le queden tres minutos del tiempo programado a su presentación.
6. Realizará las conclusiones de la actividad y promoverá al final de la misma la realización de preguntas, dando la palabra a los expositores para responderlas.

Del Responsable del Área de Carteles en el Grand Foyer:

1. Velará por el estricto cumplimiento de los horarios establecidos para la colocación y retiro de los posters.
2. Pasará por la sede del Comité Científico previo al inicio de la sesión a recoger los certificados de los participantes y comprobará que estén debidamente confeccionados y concuerden con las presentaciones previstas para la sesión.
3. Velará porque el autor del trabajo esté presente durante la sesión que le corresponda para la discusión de los trabajos.
4. Entregará los certificados de participación solamente a aquellos autores de trabajos que estuvieron presentes durante la discusión y defensa.
5. Informará a los autores que deberán retirar los carteles al concluir la Convención.
6. Velará por la disciplina general en la zona.
7. Redactará y velará por la entrega de la relatoría de la sesión al final de ésta.

Estructura del Programa Científico

Conferencia: Tendrán un tiempo programado de 40 minutos para las conferencias plenarias, y minutos para el resto de las conferencias a efectuar en las sesiones científicas de cada uno de los eventos.

Consulta con los expertos: El tiempo programado para las preguntas y debate será de 1 hora.

Mesa redonda: El tiempo programado para las mesas redondas será de 25 minutos como norma general.

Certificados de asistencia:

Los certificados de asistencia de los participantes extranjeros se distribuirán en el Buró de Información 1 a partir del día 18 de junio.

La corrección de errores en el certificado de las actividades científicas se realizará en la oficina del Comité Organizador en el horario de 10 am a 12 m los días 18 y 19 de junio.



Memorias Workshop hacia una Economía Familiar

La empresa familiar sigue siendo la mayor generadora de empleos en el mundo, ahí reside su importancia a la contribución en el crecimiento económico de un país. Empresas como Walmart de la familia Walton y la Ford en Estados Unidos, Toyota y Mitsubishi en Japón, Michelin en Francia, entre otros, son un indicativo de como las empresas gobernadas por las familias poseen fortalezas únicas para la generación de riqueza. Sin embargo, la empresa familiar al ser una organización con características particulares, debe ser tratada como tal, de una manera particular. Una de esas características está relacionada al control y manejo de los destinos de la empresa, ya que a lo largo del tiempo los intereses de los miembros de la familia se han valorado mucho más que los intereses corporativos; los cuales en muchos casos están ausentes en la mayoría de empresas familiares. En otras palabras, las implicaciones de velar por los intereses de unos cuantos puede tener consecuencias no deseadas para el desempeño de otros actores que se relacionan con las empresas familiares.

Durante el mes de julio del 2016 en la ciudad de Guayaquil, la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil (UTEG) a través de su Centro de Investigación de empresas familiares realizó el primer Workshop: "Retos y Desafíos de las Empresas Familiares" en el cual cinco conferencistas internacionales y de primer nivel realizaron ponencias sobre los factores que afectan a las empresas familiares, con el fin de socializar nuevas teorías y estudios que sirvan de ayuda para la toma de decisiones y a su vez a la creación de políticas ya sea de iniciativa pública o privada.

Los autores se centran en una perspectiva holística del manejo de las empresas familiares. Por un lado, consideran factores internos de las empresas familiares tales como sus capacidades las cuales las empresas familiares desarrollan como consecuencia de sus características. En sí, hablamos de capacidades que sólo la familia puede lograr. Se mencionó anteriormente dos palabras importantes: control y manejo. Del control, porque de ahí se deriva el poder que tienen los accionistas, y del manejo, que se traduce en la manera que sus administradores (en la mayoría de los casos) asignan recursos. La literatura sobre la influencia del control familiar sobre la conducta y el desempeño de la empresa vista desde la teoría de la agencia ha recibido considerable atención, debido a que presenta de una manera lógica la relación entre control y manejo de las empresas familiares.

10 Memorias primer workshop

Las empresas familiares al tener administradores y dueños pertenecientes a una sola familia, entran en una disputa de intereses entre los mismos accionistas, lo cual hace que sean menos atractivas para invertir y a su vez incide en su desempeño, el cual puede ser visto desde diferentes aristas (ventas, rendimiento financiero, innovación, etc.)

Para separar ese control y manejo, en este libro se menciona al gobierno corporativo como una herramienta clave para alinear los intereses de todos los accionistas. De esta manera se pretende reducir asimetrías de la información y la familia podrá adaptarse a las dinámicas institucionales que se dan como consecuencia de colaborar con otros miembros que no son necesariamente de la familia. A pesar de las dificultades que se pudieran presentar, particularmente para la familia, es igualmente necesario planificar una estructura empresarial, fiscal y financiera que permitirá abogar por muchos más, sin desmedro de la riqueza y poder a la familia. Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo incorporan cambios positivos en las estructuras organizacionales de las empresas, de tal manera que las siguientes generaciones contemplen una administración inclusiva sin ocuparse solamente de su familia.

Otro de los puntos que el libro trata, está relacionado con los riesgos exógenos a los cuales están sometidas las empresas familiares, los cuales dependiendo del contexto económico afectan de diferente manera a las empresas. En este libro, se resalta la importancia del consumo de los hogares, el tipo de cambio, las inversiones, las tasas de interés y el déficit en la balanza comercial como los factores exógenos estadísticamente más significativos.

Más allá del rol administrativo que cumplen los miembros de una empresa familiar, las emociones también pueden jugar un papel importante en el desempeño de las empresas. Paradójicamente, uno diría que las emociones jugarían en contra del desempeño; sin embargo muchos estudios demuestran que valores como el altruismo se presentan como una fuente de ventaja competitiva y de creación valor, específicamente porque en economías con un bajo nivel institucional, la familia establece conexiones mucho más fuertes que le permiten mantener su control. Sin embargo, otros estudios hacen hincapié en los aspectos negativos del altruismo como un factor que altera el rendimiento de las empresas familiares y además porque constituye una fuente de costos de agencia.

Todos estos aspectos, tanto internos como externos a la empresa familiar son analizados de una manera científica y académica tomando en cuenta los diferentes contextos en los que se encuentra la empresa familiar. Finalmente, como se podrán dar cuenta a lo largo de este libro, los retos y desafíos que enfrentan las empresas familiares varían significativamente de los que enfrenta una empresa de capitales abiertos. Decisiones de financiamiento, de operación,

de innovación y de gestión en general son tomadas desde una óptica empresarial familiar tiene efectos diferentes a los de las empresas no familiares.

Sin lugar a duda, el esfuerzo de la UTEG por dar a conocer las experiencias de las empresas familiares desde una perspectiva académica lo realiza con el fin de socializar los estudios que se derivan de la familia, la cual en este caso la vemos como una fuente de generación de empleo, un campo que es completamente nuevo para nuestra sociedad.

MSc. Pedro Andrade R.

Docente – Investigador

Especialista en Empresas Familiares

Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil -UTEG

Valor y evaluación de las empresas familiares

Gérard Hirigoyen de Bourdeaux, Ph.D

Director de la CFA, profesiones de derecho, economía y gestión
Director del Centro Universitario de Ciencias de la Administración
Presidente Honorario de la Universidad Montesquieu Burdeos 4
Director del equipo de investigación "Empresa Familiar"
Docente Invitado UTEG
gerard.hirigoyen@u-bordeaux.fr

Algunos estarán tentados a cuestionarse sobre la oportunidad de un número especial sobre la valoración de las empresas, ya que el tema ha sido objeto de una abundante literatura y las crisis financieras que se han suscitado desde hace más una década han contribuido a hacer tambalear un buen número de convicciones, incluyendo aquella que consiste en considerar que el valor de una empresa puede ser correctamente aprehendida por los métodos de evaluación tradicionales. Estos se clasifican habitualmente en dos familias principales: los métodos intr secos, por una parte, y los métodos analógicos, por otra. Estas familias de métodos se aferran a proporcionar un valor económico de la empresa, universal e idéntico independientemente del inversor potencial. Mientras que el valor estratégico es el reflejo del valor percibido de la empresa ante los ojos del inversor, este último está basado en la revisión estratégica de la empresa objetivo. Por lo tanto, el valor de una empresa no existe, hay tantos valores estratégicos como inversores potenciales. La distinción valor financiero/valor estratégico permite entender claramente la diferencia entre valor y precio.

La desconexión entre el valor intr seco y el valor de mercado, sumado a la incertidumbre económica y a la ausencia de previsiones fiables, hace a la evaluación más compleja y puede dar lugar a discrepancias significativas entre el adquirente y el expendedor. Este último tiene un buen número de oportunidades que aprovechar con la condición de que sepa en todo momento lo que vale su empresa. El buen financiero es el que se plantea constantemente la pregunta acerca del valor, de su creación y su estimación.

Desde el inicio, el concepto de valor ha sido integrado en el objetivo asignado a la firma por la teoría financiera, sabiendo que la maximización de la riqueza de los accionistas es entendida como el valor de mercado del conjunto de las acciones de la empresa, es decir, su capitalización bursátil. Bajo los supuestos de forma

que destacan la eficiencia, la racionalidad y la simetría de la información, esta riqueza es igual al valor presente del conjunto de dividendos que los accionistas recibirán en el futuro. Bajo estos mismos supuestos, la maximización del valor fundamental de la empresa para los accionistas corresponde a la maximización del valor de las acciones de la empresa. El valor es concebido como un objetivo de gran relevancia que es impuesto a los actores como un hecho natural.

Esta visión del valor no corresponde fundamentalmente al caso de la empresa familiar. De hecho, en esta clase de empresa, el objetivo del accionista familiar no se limita a la maximización de la riqueza financiera y el horizonte de la creación de valor no se limita al corto plazo pero sí al largo plazo. Da preferencia a las estrategias que contribuyen a asegurar la estabilidad y la sostenibilidad de su empresa.

El capital de la empresa familiar puede ser considerado como el resultado de una combinación del capital emocional y el capital financiero. La función de utilidad del accionista familiar resulta complejo y dependiente de factores cognitivos y de una racionalidad económica limitada.

Por lo tanto, el accionista familiar buscará maximizar el capital más importante; el valor de la empresa familiar no se limita únicamente a la creación de valor financiero, pero también depende de la creación de riqueza socio-emocional (Gómez-Mejía et al., 2007).

Se trata, por lo tanto, del hecho de superar el marco clásico de la teoría financiera tradicional y de incluir el marco de la integración de comportamientos reales del actor. Así que es necesario buscar la base del valor de la empresa familiar en los factores subjetivos o explicar el valor a partir de la utilidad y la escasez. La base del valor es determinado por el consumidor y no por el productor. Se debe considerar el valor de intercambio que tiene su fundamento en el valor de uso y asimismo en el valor de utilidad.

Después de haber investigado las razones de la especificidad de la empresa familiar, se debe resaltar la diversidad de las expectativas de la junta de accionistas familiares que permite confrontar el valor financiero y el valor emocional.

Las razones de la especificidad del valor de una empresa familiar

A lo largo de los últimos años, una literatura cada vez más abundante se esforzó por destacar la superioridad del rendimiento de las empresas familiares (Allouche et al, 2008; .Miller et al, 2007; Villalonga y Amit, 2006; Anderson y Reeb, 2003). Su modelo de organización específica que permite explicar de muchas maneras sus mejores resultados económicos (Lyagoubi, 2013, 2002). Print y Reynolds

14 Memorias primer workshop

(2011) confirman estos resultados al mostrar que las empresas crean mayor valor financiero que las empresas no familiares a través de un mejor rendimiento económico y un menor coste de los recursos.

Otros autores han destacado las características específicas de las empresas familiares en cuanto a su valor y su evaluación (Morck et al 1988; Zellweger, 2005). Mc Conaughy et al. (2001) muestran que las empresas controladas por las familias propietarias tienen un mayor valor, se gestionan de manera más eficiente y asumen menos deuda que otras compañías. Otros estudios, sin embargo, (Anderson y Reeb, 2003; Fueglistaller y Zellweger, 2006) detectan la existencia de una relación no lineal entre el nivel de posesión de los derechos de voto y el rendimiento. Más allá de un cierto umbral de posesión, aún no definido, las empresas familiares cotizadas serían menos eficientes que las empresas familiares no cotizadas.

Esta curva en U invertida traduciría la existencia de intereses contrapuestos entre los accionistas minoritarios y la junta de accionistas familiares mayoritarios, sobre todo cuando este último concentra una gran parte del capital resultante de la secreción de los costes de agencia (Schulze et al., 2003). Estos resultados cuestionan el juicio que los mercados financieros pueden tener del modelo de la empresa familiar y destacan la discrepancia entre la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera.

Esto lleva con Lyagoubi (2002) a preguntarse si no se debería diferenciar los objetivos de rendimiento para las empresas familiares. Villalonga y Amit (2006) y Miller et al. (2007) han puesto de manifiesto la existencia de un mejor rendimiento tanto económico como bursátil de las empresas familiares dirigidas por su fundador o por un gestor externo cuando el fundador ocupa una posición en el consejo de administración o consejo de control. Los resultados mostrados son más variados cuando la compañía está dirigida por un heredero, el impacto es neutral en el rendimiento del mercado de valores (Anderson y Reeb, 2003; Andrés, 2008), o la correlación es negativa (Amit y Villalonga, 2006). La presencia de los miembros de la familia en los órganos de control limitaría la tendencia (Lee, 2006).

La misma ambivalencia de los resultados se refleja en los resultados de varios estudios de las empresas familiares no cotizadas (Chrisman et al, 2004a; Schulze et al., 2001) lo que indica que no existe una relación significativa entre el rendimiento y el carácter familiar de la empresa contradiciéndola en esto Lyagoubi (2002) para quien el carácter familiar tiene un impacto en la rentabilidad económica. Dos conjuntos de explicaciones pueden ser analizadas para explicar los resultados contradictorios obtenidos principalmente en relación con los indicadores de rendimiento:

- 1) La primera es la confusión entre los intereses familiares y empresariales. Esto puede dar lugar a la coexistencia de diferentes objetivos resultantes de situaciones conflictivas y de toma de decisiones no óptimas que pesan sobre el rendimiento económico y financiero de la compañía a través de un aumento de los costes de agencia (Hirigoyen, 1984a, 1984b, Mazzi 2008, 2011).

El altruismo del líder de la empresa familiar se presenta a menudo en la literatura como una fuente de ventaja competitiva (Miller et al., 2008) y de creación de valor (Schulze et al., 2003; Corbetta y Salvato, 2004). También ayuda a establecer y desarrollar relaciones estables y de confianza a largo plazo con todos los interesados (Tagiuri y Davis, 1996). Sin embargo, estudios más recientes implican este rol positivo del altruismo del líder y hacen hincapié en los aspectos negativos, en primer lugar, como un factor que altera la capacidad de discernimiento de los dirigentes con respecto a sus niños empleados en la empresa (Van der Berghe y Carchon, 2003; Schulze et al, 2001; Lubakin et al., 2003); en segundo lugar, como un sesgo conductual que constituye una fuente de costos de agencia y, por tanto, de ineficiencia que altera el rendimiento de la empresa familiar (Hirigoyen, 2008).

- 2) La segunda es la necesidad de ampliar el concepto de rendimiento en relación con el utilizado normalmente. La empresa familiar persigue a la vez objetivos económicos y objetivos no económicos. La familia y la junta de accionistas (total o parcial) tendrían expectativas no monetarias que buscarían maximizar. Estos dos conjuntos de razones contribuyen de manera esencial a justificar la especificidad del valor y la evaluación de la empresa familiar.

La junta de accionistas familiares: una junta de accionistas con diferentes expectativas

El accionista familiar - en diversos grados – persigue tanto objetivos monetarios como no monetarios (Chrisman et al, 2004b; Lee, 2006; Print y Reynolds, 2011; Mazzi, 2011). Desde 1984, Hirigoyen señala la necesidad de incluir los beneficios no financieros, tales como el prestigio y la notoriedad. El accionista familiar puede así verse inducido a elegir un objetivo específico al que utiliza para su patrimonio privado e ir en contra de los objetivos de los otros socios financieros de la empresa, incluidos los accionistas no familiares. La utilidad del accionista familiar aparece subordinada a factores cognitivos y a una racionalidad económica limitada al igual que otros proveedores de recursos (Matthews et al., 1994). Utilidad compleja porque se somete a un arbitraje entre su consumo privado, el valor de su patrimonio o el de su familia y el valoración del patrimonio de su empresa (Mahéroult, 1999); Bhattacharya y Ravikumar (2001) afirmando

que toma en cuenta sus ingresos financieros durante su vida útil, y también el bienestar de la próxima generación.

La dualidad de los objetivos monetarios - objetivos no monetarios conduce a la empresa familiar, la creación de valor no se reduce al valor único accionista, sino también a la creación de riqueza socio-emocional (Gómez-Mejía et al, 2007; 2011). Esto es definido por el valor afectivo que una familia toma de su posición en la junta de accionistas y en la dirección de una empresa.

Va más allá de los aspectos monetarios y financieros y se basa en el ejercicio de la autoridad personal, las necesidades psicológicas de pertenencia, la preocupación por la preservación de los valores familiares, el deseo de perpetuación de la dinastía y mantener el legado del fundador, el desarrollo del capital social (familiness). Estos objetivos no monetarios tienen su origen en las relaciones entre los miembros de la familia (Mitchell et al., 2011) y son propios de las empresas familiares; con los objetivos tradicionales de rentabilidad y crecimiento, pueden reforzarse mutuamente, entrar en conflicto o ser independientes los unos de los otros (Gómez-Mejía et al, 2011; Zellweger y Nason, 2008); por último, la voluntad de preservar la riqueza socio-emocional prevalece sobre todo en las consideraciones económicas. “Cuando hay una amenaza a la riqueza socio-emocional, la familia está lista para tomar decisiones que no son guiadas por la lógica económica y, de hecho, la familia estaría lista si es necesario para tomar más riesgos con el fin de preservar esta riqueza”. (Berrone et al., 2012).

La creación de riqueza socio- emocional tiene, por tanto, un impacto significativo en la toma de decisiones estratégicas en las empresas familiares. “La elección de dirección en las empresas familiares tienden a reflejar el deseo de la familia para mantener su riqueza socio-emocional al margen de cualquier consideración de instrumentos económicos o de eficiencia” (Gómez - Mejía et al. 2011). La implicación es que las empresas familiares no son adversas a riesgo, sino adversas a la pérdida de la riqueza socio- emocional. “Cuando las perspectivas son juzgadas negativamente por la familia en términos de pérdida de la riqueza socio- emocional, los administradores familiares tienden a hacer elecciones económicas riesgosas que permiten preservar la riqueza socio- emocional”. (Berrone et al., 2012).

Por lo tanto, la búsqueda de la satisfacción personal puede conducir al accionista familiar a ir en contra de los objetivos de los otros socios financieros de la empresa, incluidos los accionistas no patrimoniales. De una manera más general, Mitchell et al. (2011) consideran que en estas empresas, que se caracterizan por el cruce de dos instituciones, la familia y la empresa, la percepción empresarial del grado de respuesta a los grupos de interés es más compleja. El poder, la legitimidad y la urgencia son específicos: el poder revestiría, dentro de ellos, una dimensión más normativa que utilitaria; además, si bien, de manera general, la temporalidad

y la importancia de la reivindicación de los involucrados son algo independientes en la gestión de la emergencia, están vinculados en las empresas familiares a causa de sus lazos familiares y sus objetivos específicos.

La ilustración de estas relaciones conflictivas entre el accionista familiar y las partes interesadas puede hacerse a través del concepto de beneficios privados todavía llamados beneficios de control. Le Maux (2003) identifica en una tabla de síntesis las principales definiciones propuestas; según los autores, estos incluyen tanto los beneficios monetarios como los no monetarios (Hirigoyen, 1984; Jensen y Meckling, 1976; Hart, 1995; Nussembaum 1997; Ehrhardt y Nowak, 2002, Modigliani y Perotti, 2001; Aggarwal y Samwick, 2003; Dyck y Zingales, 2004). Los beneficiarios de las prestaciones privadas no se limitan sólo a los accionistas mayoritarios, sino que incorporan en un sentido más amplio a todos los accionistas de control (inside shareholders). Estos últimos contrastan con los “outsider shareholders” o accionistas externos, según la terminología de Jensen y Meckling (1976) son los que participan activamente en la gestión de la empresa familiar.

Corresponden a los accionistas familiares agrupados en las columnas 1 y 2 e incluso 3 de la tipología desarrollada por Hirigoyen (2009).

Tabla 1. Tipología de los accionistas familiares

	Accionistas dirigentes	Accionistas administradores	Accionistas serenos y activos	Accionistas inversores	Accionistas temporales	Accionistas activos y oponentes
Estrategia	Fórmula y lidera	Contribuye y aprueba	Conoce y apoya	Acepta	Acepta	Cuestiona y se opone
Organización	Establece y lidera	Contribuye y fortifica	Conoce y respeta	Acepta	No se preocupa	Cuestiona y se opone
Influencia de la empresa	Lidera	Lidera	Contribuye	Conoce	Se desinteresa	Cuestiona y se opone
Gobernanza	Participa	Participa activamente	Contribuye	Conoce y acepta	Acepta	Cuestiona y se opone
Nivel de implicación personal	Muy fuerte	Muy fuerte	Fuerte y positivo	Débil	Débil y temporal	Fuerte y negativo

Fuente: Hirigoyen (2009)

Los accionistas dirigentes y administradores son accionistas familiares activos y serenos que actúan positivamente en el ejercicio de sus responsabilidades de dirección o administración. Su nivel de influencia es elevado y su affectio societatis fuerte. En cuanto a los accionistas no dirigentes (columna 3), incluye los miembros que verdaderamente desean participar e involucrarse con las orientaciones estratégicas de la empresa. Su affectio societatis es alto. El accionista activo y

sereno se entiende por referencia con el concepto de “propiedad psicológica” (Pierce et al., 2001). De naturaleza esencialmente emocional, compete a un sentimiento posesivo que una persona tiene sobre algo o sobre alguien debido a la relación de proximidad o de familiaridad que tiene con él.

Permite entender por qué en las empresas familiares, los accionistas familiares se comportan como si tuvieran derechos superiores a los que les confiere realmente sus niveles de propiedad.

Los accionistas serenos y activos están en un sistema de referencia de propiedad psicológica positiva, es decir, que incluye derechos y también deberes con respecto a la empresa. Por el contrario, los accionistas en un sistema de referencia de propiedad psicológica negativa son aquellos que consideran que poseen derechos especiales de decisión y de control superiores a los derechos legales, como por ejemplo, derechos para hacer uso de las prestaciones especiales para los servicios que sus antepasados, su rama familiar o ellos mismos hicieron en el pasado a la empresa familiar. A partir del concepto de propiedad psicológica y del criterio de serenidad Jaskiewicz y Pieper (2008) desarrollan un modelo explicativo que permite comparar el comportamiento de los propietarios de una empresa familiar, con el de los propietarios anónimos que poseen porcentajes relativamente pequeños de las sociedades cotizadas. Para esto, ellos introducen el concepto de rentabilidad emocional para el accionista de una empresa familiar que definimos, por nuestra parte, como la relación entre el resultado emocional y el valor emocional.

El resultado emocional (RE) es igual a la diferencia entre las “ganancias emocionales” (GE) y el “costo emocional” (CE), es decir $RE = GE - CE$. “Las ganancias emocionales” pueden ampliamente asemejarse a que Hart (1995) llama “beneficios psicológicos”, tales como la reputación, la satisfacción personal, la participación en la creación y ejecución de un proyecto, la sostenibilidad de la empresa.

Ellos coinciden con los beneficios privados de carácter no monetario. “El costo emocional experimentado por el accionista familiar puede ser debido al sacrificio personal, al peso de la responsabilidad, a los conflictos trabajo/familia, al estrés, a la presión, a la ambigüedad de los roles, al arrepentimiento. (Shephored y Zacharakis 2000).

Valor financiero versus valor emocional

Los métodos tradicionales de valoración de empresas descuidan el componente emocional por lo que probablemente malinterpretan el valor de la empresa para los accionistas familiares. En efecto, se deriva de las observaciones anteriores

que el valor de la acción difiere de lo que se sea, un accionista sereno familiar y activo o un accionista pasivo que busca solamente en su participación en el capital la rentabilidad financiera. Por lo tanto, se presentan los dos casos siguientes:

- 1) Valor total de la empresa (VA) para el accionista activo y sereno con un fuerte affectio-societatis: VA = valor financiero (VF) + valor emocional (VE). El valor financiero se define como el valor presente de los flujos financieros disponibles en base solamente a los resultados financieros y a los beneficios monetarios privados descontados al costo del capital que es la tasa de rentabilidad exigida por el inversor financiero en una empresa no familiar (Hirigoyen, 2009); El valor emocional es igual a la suma de los flujos de caja emocionales descontados. La tasa de descuento es la tasa de rentabilidad emocional esperada por el accionista familiar activo y sereno cuyo affectio-societatis es alta (Hirigoyen y Labaki, 2013).

Es decir:

$$VE_t = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1 + k_E)^t}$$

Con:

VE_t = valor emocional en t,

n = horizonte de la actualización (número de períodos retenidos),

k_E = tasa de rentabilidad emocional esperado por el accionista familiar sereno y activo,

CFE_t = flujo de caja emocional en t estimado por el resultado emocional definido, recordemos que la diferencia entre las ganancias emocionales compuestas principalmente de los beneficios privados de carácter no monetarios y los costes emocionales. El valor total para el accionista activo y sereno con un fuerte affectio-societatis es, por lo tanto, un valor subjetivo.

- 2) El valor total de la empresa para el accionista familiar inversor pasivo con un bajo affectio-societatis: VA * = valor financiero (VF *).

En este caso, VA * es igual al valor financiero (VF *) se define como el valor presente de los flujos financieros disponibles (sin incluir los beneficios monetarios privados) descontados al costo de capital que es la tasa de rentabilidad exigida por el inversor financiero en una empresa no familiar (véase aquí arriba). Si la tasa de descuento, es decir, el costo del capital, fuera inferior a la tasa de rentabilidad exigida por el inversor financiero, el accionista familiar pasivo se vería perjudicado.

El valor emocional es cero o muy bajo. La rentabilidad emocional no tiene ningún

significado para el accionista familiar inversor pasivo que sólo está interesado en el valor financiero de su inversión. El valor total de la empresa para el accionista familiar inversor pasivo con bajo societatis-affectio es un valor objetivo.

Como han escrito Knetsch y Sinden (1984) “los vendedores potenciales de la empresa familiar tienden a centrarse en sus sentimientos sobre sus bienes y también sobre los precios de los aspectos emocionales debido a su participación en el capital de la empresa más allá de los aspectos puramente financieros”. El valor emocional corresponde, de esta manera, al efecto de la dotación (endowment effect) (Carmon y Ariely 2000; Knetsch y Sinden, 1984; Van Dijk y Van Knippenberg, 1996), al cual se hace habitualmente referencia, en términos de aversión a la pérdida (loss aversión) (Kahneman y al., 1990). El valor emocional es un valor subjetivo que el accionista familiar atribuye en términos de costos y ganancias emocionales relacionados con su participación en el capital y su compromiso en la empresa. Para los accionistas agrupados en las columnas 4 y 5 en la Tabla 1, este valor emocional es baja o nula.

En función de su naturaleza, los accionistas familiares operan un arbitraje entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad emocional. Los diferentes casos se agrupan en la siguiente matriz (Figura 1).

Figura 1. Tipología del accionista familiar según el arbitraje rentabilidad financiera/ rentabilidad emocional



Para los accionistas familiares que tienen un comportamiento idéntico al de los accionistas de sociedades cotizadas, es decir, que esperan una rentabilidad

financiera, en ningún caso, ésta puede ser compensada por la rentabilidad emocional. Por lo tanto, una empresa familiar que no logra alcanzar la rentabilidad mínima exigida sobre los fondos propios se verá sancionada por la migración de los capitales, inyectados inicialmente, a otras empresas o a otras sociedades más rentables.

Los accionistas familiares comprometidos incluso indecisos están listos, a su vez, para aceptar menores niveles de rentabilidad financiera si la rentabilidad emocional es alta (Hirigoyen, 2009; Hirigoyen y Labaki, 2014). De este modo, preservan su riqueza socio-emocional y el control de su familia (Gómez-Mejía y al., 2007). La matriz anterior (Figura 1) refleja, de esta manera, la dualidad del costo de los fondos propios en la empresa familiar. El análisis anterior, basado en una tipología de la junta de accionistas familiares según el mayor o menor grado de *affectio-societatis* y la vinculación emocional con la empresa, muestra una dualidad del valor de la empresa familiar.

Conclusión

Este artículo es una contribución al conocimiento de la especificidad de la problemática del valor y la evaluación de las empresas familiares incluyendo las no cotizadas. Ofrece oportunidades tanto en términos de su gobernanza y su gestión como en términos de la investigación académica. En términos de gobernanza, en primer lugar, la consideración explícita del comportamiento de los individuos involucrados llevará, en primera instancia, a tener en cuenta la junta de accionistas familiares como bloque no homogéneo y, en segunda instancia, a reintroducir explícitamente el rol de las emociones en la toma de decisiones.

Al contrario de una visión común, los accionistas familiares en función de su naturaleza y de su grado de *affectio-societatis* operan entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad emocional, entre el valor financiero y el valor emocional. Los acontecimientos recientes proporcionados por los conflictos entre los accionistas familiares de Peugeot constituyen una ilustración clara. El accionista familiar se debate entre una visión a largo plazo y su instinto egoísta en el corto plazo.

El conflicto resultante es similar al conflicto de organización que se produce entre los aspectos emocionales y racionales de la personalidad de un individuo. Se reconoce, por consiguiente, lo que Thaler y Shefrin (1981) caracterizan como “un problema de organización con uno mismo”. Esta segmentación de la junta de accionistas familiares en torno al arbitraje rentabilidad financiera versus la rentabilidad emocional conlleva a una dualidad del costo de capital en la empresa familiar y por lo tanto del valor de la empresa.

Esta segmentación crea así diferentes tipos de conflictos entre los miembros de la familia. Un conflicto puede surgir entre los que aprovechan los beneficios privados, incluyendo los emocionales, y otros. Conflicto que puede surgir durante una cesión ya que los primeros serán más reacios que los segundos al aceptarlo porque son sometidos al riesgo de perder sus actividades de gestión y los beneficios asociados a ella. Estos últimos pueden ser atraídos por la perspectiva de plusvalía financiera en sus acciones.

La tipología de la junta de accionistas familiares permite poner de relieve la dualidad del valor de la empresa: un valor subjetivo para el accionista familiar activo, sereno y con un fuerte affectio-societatis debido a la existencia del valor emocional; un valor objetivo para el accionista familiar pasivo. Esta dualidad modifica las perspectivas de gobernanza de la junta de accionistas en un enfoque de gestión por el valor de la empresa familiar.

La inclusión de las emociones en la toma de decisiones en la empresa, sobre todo en la empresa familiar, es nueva incluso si los economistas reconocen cada vez más su importancia en el comportamiento económico (Hirigoyen, 2008). Esta integración de las emociones conduce en el marco de la decisión de cesión a privilegiar una emoción hipotética, el arrepentimiento.

El valor emocional definido en el contexto de este artículo como igual al valor actual de la tasa de rentabilidad emocional de los flujos de caja emocionales constituye una estimación del arrepentimiento emocional sentido por el accionista familiar activo sereno con un fuerte affectio-societatis.

Este enfoque conduce a perspectivas de investigación académica en el marco de las finanzas del comportamiento. Por lo tanto, la inclusión del arrepentimiento en la decisión de cesión lleva a la integración del concepto más amplio de la aversión a la decepción y de la investigación de una decisión a la minimización (Gul, 1991).

Del mismo modo, la inclusión de una tasa de rentabilidad emocional permite abrir el debate sobre la existencia de un costo psicológico de los capitales propios alineados con el trabajo de Heymann y Bloom (1990). El artículo destaca la importancia de un enfoque subjetivo de la evaluación de las empresas familiares y sus valores, a través del planteamiento del problema de la medida monetaria del valor emocional. También recuerda fuertemente que la evaluación de la empresa es un ejercicio complejo que puede en ningún caso ser reducido a la utilización de una fórmula, sino que requiere una comprensión profunda de la realidad que se busca evaluar. No existen “valores reales”, pero muchos precios son posibles debido a que varios puntos de vista coexisten.

Bibliografía

- Aggarwal R., Samwick A. (2003). "Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered", *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 1, p. 71-118.
- Allouche J., Amann B., Jaussaud J., Kurashina T. (2008). "The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation", *Family Business Review*, vol. 21, n° 14, p. 315-329.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003). "Founding-family ownership and family performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1327.
- Andres C. (2008). "Large shareholders and firm performance — An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, n° 4, p. 431-445.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L. R. (2012). "Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research", *Family Business Review*, vol. 25, n° 3, p. 258-279.
- Bhattacharya U., Ravikumar B. (2001). "Capital markets and evolution of family businesses", *The Journal of Business*, vol. 74, n° 2, p. 187-219.
- Carmon Z., Aridly D. (2000). "Focusing on the Forgone: How value can appear so different to buyers and sellers", *Journal of Consumer Research*, vol. 27, n° 3, p. 360-370.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R.A. (2004a). "A unified systems perspective of family firm performance An extension and integration", *Journal of Business Venturing*, vol. 18, p. 467-472.
- Chrisman J. J., Chua J.H., Litz R.A. (2004b). "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 28, p. 335-354.
- Corbetta G., Salvato C. (2004). "Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on 'Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence'", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 28, p. 355-362.
- Dyck A., Zingales L. (2004). "Private benefits of control : an international comparison", *The Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 537-600.
- Ehrhardt O., Nowak E. (2002). "Private benefits and minority shareholder expropriation — Empirical evidence from IPOS of German family-Owned firms", Working paper, Humboldt University and Goethe University.
- Elster J. (1998). "Emotions and economic theory", *Journal of Economic Literature*, vol. 36, n° 1, p. 47-74.
- Field L, ICarpoff J. (2002). "Takeover Defences at IPO firms", *The Journal of Finance*, vol. 57, 5, p. 1857-1889.
- Fueglistaller U., Zellweger T.M. (2006). o Rentabilite et regles du jeu des entreprises

familiales o, Universite de Saint-Gall.

Gomez-Mejia L.R., Cruz C., Berrone P. (2011). "The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms", *Academy of Management Annals*, vol.5, n° 1, June, p. 653-707.

Gomez-Mejia L.R., Takics Haynes K., Nafiez-Nickel M., Jacobson K., Moyano-Fuentes J. (2007). "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills", *Administrative Science Quarterly*, vol. 52, n° 1, mars, p. 106-137.

Grossman S.J., Hart O.D. (1988). "One-share — One vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 175-202.

Gul E (1991). "A theory of disappointment aversion", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, vol. 59, n° 3, p. 667-686.

Hart O. (1995). "Corporate governance: some theory and implications", *The Economic Journal*, vol 105, n° 430, p. 678-689.

Heymann H.G., Bloom R. (1990). *Opportunity cost in finance and accounting*, Quorum Books, New York.

Hirigoyen G. (1984a). Contribution a la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises familiales, These de Doctorat, Universite de Bordeaux I.

Hirigoyen G. (1984b). « Pent-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotees », *Banque*, e 436, fevrier, p. 207-210.

Hirigoyen G. (2009). « Concilier finance et management dans les entreprises familiales », *Revue française de gestion*, vol. 35, n° 198-199, p. 393-411.

Hirigoyen G. (2008). « Biases comportementaux dans l'entreprise familiale : antecedents et impacts », *Economies et Societes*, side « Economic de l'entreprise », K, n°19, octobre, p. 1901-1930.

Hirigoyen G., Labaki R. (2014). "The family business divestment decision through the real options lens : a conceptual framework and typology", *Journal of Family Business Strategy*, a paraitre.

Hirigoyen G., Labaki R. (2012). The role of regret in the owner-manager decision-making in the family business: A conceptual approach, *Journal of Family Business Strategy*, vol. 3, n° 2, p. 118-126.

Hoffman J., Hoeschler M., Sorenson R. (2006). "Achieving sustained competitive advantage: a family capital theory", *Family Business Review*, vol. 19, no 2, p. 135-145.

Jaskiewicz P., Pieper T. (2008). "The relevance of emotional return for the longevity of family business. A theoretical model", Working paper, European Business School.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, October, p. 305-360.

Kahneman D., Knetsch J.L., Thaler R.H. (1990). "Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 6, p. 1325-1348.

- Knetsch J.L., Sinden J.A. (1984). "Willingness to pay and compensation demanded: Experimental evidence of an unexpected disparity in measures of value", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n° 3, aofit, p. 507-521.
- Lee J. (2006). "Family firm performance: Further evidence", *Family Business Review*, vol. 19, n° 2, p. 103-114.
- Le Maux J. (2003). o Les benefices primes : une rupture de l'egalite entre actionnaires », *Finance ContrOle Strategic*, vol. 6, n° 1, mars, p. 63-92.
- Loewenstein G. (2000). "Emotions in economic theory and economic behavior", *American Economic Review*, vol. 90, n° 2, p. 426-432.
- Lubatkin M., Lane P., Schulze (2003). "A strategic management model of agency relationships in firm governance", *Handbook of Strategic Management*, Blackwell Publishers, Malden, MA.
- Lur Saluces A. (de) (1999). *La morale d 'Yquem : entretiens avec J. P Kauffmann*, Grasset-Mollat, Paris.
- Lyagoubi M. (2013). a Les valeurs familiales expliquent-elles la performance financiere des entreprises familiales ? », *Valeurs cachies de rentreprise familiale*, FBN France, Paris.
- Lyagoubi M. (2002). Controle, proprie et comportement de financement etude des entreprises patrimoniales, These de Doctoral en sciences de gestion, Universite Paris Dauphine.
- Maherault L. (1999). o *Comportement financier des entreprises familiales: approche empirique* », *Economies et societes*, vol. 33, n° 6-7, p. 247-272.
- Matthews C.H., Vasudevan D.P., Barton S.L., Apana R., (1994). "Capital decision making in privately held firms: beyond the finance paradigm", *Family Business Review*, vol. 7, n° 4, p. 349-367.
- Mazzi C. (2011). "Family business and financial performance: and future research challenges", *Journal of Family Business Strategy*, vol. 2, n° 3, p. 166-181.
- Mc Conaughy D., Mathews C.H., Fialko A.S. (2001). "Founding family controlled firms : Performance, risk and value", *Journal of Small Business Management*, vol. 39, n° 1, p 31-49.
- Miller D., Le Breton-Miller L, Scholnick B. (2008). "Stewardship vs. Stagnation: An empirical comparison of small family and non-family business", *Journal of Management Studies*, vol. 45, n° 1, p. 51-78.
- Miller D., Le Breton-Miller L, Lester R., Cannella A.A. Jr. (2007). "Are family firms really superior performers ?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n° 5, p. 829-858.
- Mitchell R.K., Agle B.R., Chrisman, J.J., Spence L.J. (2011), "Toward a theory of stakeholder salience in family firms", *Business Ethics Quarterly*, vol. 21, e 2, avril, p. 235-255.
- Modigliani E, Perotti E. (2001). "Security versus Bank Finance: The importance of a proper Enforcement of Legal Rules", *Working paper*, MIT.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.

Nussenbaum M. (1997). o Valeur de l'entreprise et structure de l'actionariat o, *Encyclopedie des marches financiers*, Economica, Paris.

Pierce J.L., Kostova T., Dirks K.T. (2001) "Toward a theory of psychological ownership in organizations", *Academy of Management Review*, vol. 26, n° 2, p. 298-310.

Print C.F., Reynolds J. (2011). "Family-controlled businesses and shareholder value", *Journal of Family Business Management*, vol. 1, n° 1, p. 47-64.

Schulze W., Lubatkin M., Dino R.. (2003). "Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms", *Academy of Management Journal*, vol. 46, n. 2, p. 179-195.

Schulze W, Lutbakin M., Dino R., Buchholtz A.K (2001). "Agency relationships in family firms: Theory and evidence", *Organization Science*, vol. 12, n° 2, p. 99-116.

Shepherd D.A., Zacharakis A. (2000). "Structuring family business succession: an analysis of the future leader's decision making", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 24, n° 4, p. 25-39.

Taguiri R., Davis J. (1996). "Bivalent attributes of family firms", *Family Business Review*, vol. 9, n° 2, p. 199-202.

Thaler R.H., Shefrin H.M. (1981). "An economic theory of self-control", *Journal of Political Economy*, vol. 89, n° 2, p. 392-406.

Van der Berghe L., Carchon S. (2003). "Agency relations within the family business system: an explanatory approach", *Corporate Governance*, vol. 11, n° 3, juillet, p. 171-179.

Van Dijk E., Van Knippenberg D. (1996). "Buying and selling exchange goods: Loss aversion and the endowment effect", *Journal of Economic Psychology*, vol. 17, n° 4, p. 517-524.

Villalonga B., Amit R. (2006). "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385-417.

Zellweger T.M., Nason R.S. (2008). "A stakeholder perspective on family firm performance", *Family Business Review*, vol. 21, n° 3, p. 203-216. Zellweger T.M. (2005). "Total value-towards the true value of privately held and family firms", *Proceedings European Academy of Management*, Munich.

Influencia del gobierno corporativo de las empresas familiares en su comportamiento financiero: Caso de la República Dominicana

Iluminada Severino Bueno, Ph.D
Experta en Desarrollo Organizacional de las Empresas Familiares
Université Bordeaux IV
Docente Invitado UTEG
iseverino@pucmm.edu.do

Resumen

Esta investigación se centra en la identificación de los factores que determinan la conformación de la estructura de capital en empresas familiares que no aparecen en los mercados emergentes. Las conclusiones de los debates existentes establecen si las características de este tipo de negocio contribuyen o no con su rendimiento y la forma en que la condición afecta a la familiaridad del proceso de toma de decisiones con respecto a su comportamiento financiero, específicamente las políticas de financiación; las políticas de dividendos en este tipo de negocio. Algunos aspectos financieros que se presentan en el sistema de las empresas familiares son tratados, soluciones alternativas para estas situaciones y el impacto de las soluciones potenciales en los Negocios Familiares, y el desempeño emprendedor y la creación de riqueza trans-generacional a través de las finanzas corporativas, las teorías acerca de estructura de capital y la teoría de la agencia para arrojar luz, por lo que los grupos de propiedad de la familia pueden hacer frente a estas situaciones y evolucionar en el tiempo que tiene un impacto en la capacidad empresarial trans-generacional.

Este estudio muestra cómo las particularidades de la Empresa Familiar determinan sus preferencias para un tipo de estructura de capital en detrimento de otros tipos u opciones. Este trabajo también analiza la relación entre el rendimiento y la participación de los diferentes miembros de la generación familiar.

Palabras clave: finanzas del comportamiento, las estructuras de capital, la teoría del comercio-off, Picoteando teoría de la orden, las empresas familiares, el control familiar, el gobierno corporativo, Teoría de la Agencia, orientación empresarial, los mercados emergentes.

Introducción

¿Cómo las compañías eligen su estructura de capital? No sabemos (Myers y Majluf, 1984) ¿Qué sabemos acerca de la estructura de capital? (Rajan y Zingales, 1995)

A largo plazo la conservación fortuna de la familia es una cuestión de la conducta humana; se trata de un proceso dinámico de la actividad o de gobierno grupo que necesita ser revitalizado con éxito durante cada próxima generación para superar la amenaza de caer en la entropía. Los activos de una familia son uno de sus miembros; su riqueza consiste en tanto el capital humano e intelectual de sus miembros.

El capital financiero de una familia es una herramienta para apoyar el crecimiento de ambas capitales humanos e intelectuales. Con el fin de preservar su riqueza con éxito, una familia debe aceptar para crear un sistema de gobierno representativo a través del cual se puede practicar sus valores de forma activa. Cada próxima generación debe reafirmar su participación en dicho sistema de gobierno. La misión del gobierno de la familia tiene que ser la mejora de la búsqueda de la satisfacción individual de cada miembro. Esto reforzará la familia en su conjunto y contribuirá a la conservación a largo plazo de la riqueza de la familia; tanto en su capital intelectual y financiero.

Debido al hecho de que los asuntos de administración financiera son vitales para el éxito de las empresas familiares hoy en día, ya que operan en un entorno muy competitivo, y deben enfrentar más desafíos que antes; estadísticas, muestran que sólo una tercera parte de este tipo de negocio mantienen su estado durante la segunda generación, y sólo un 10% sobreviven a la tercera generación. Sin embargo, una proporción considerable de ese porcentaje fallo podría estar conectada a cuestiones únicas empresas familiares '(cuestiones de herencia, por ejemplo), (Filbeck y Lee, 2000).

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

Una cuestión fundamental y polémica de las finanzas corporativas es cómo las empresas seleccionan su estructura de capital, y el efecto de esas selecciones.

Tradicionalmente, la formulación de la estructura de capital, lo que simplemente es la combinación del sistema de financiación de las empresas, se asume como el resultado de la teoría estática de equilibrio (trade-off), con sus ventajas fiscales, que favorecen el aumento de la deuda frente al riesgo de quiebra, lo que favorece el uso de la financiación a través de la emisión de acciones. Sin embargo, estudios recientes han demostrado un cambio de enfoque del modelo estático de la teoría del equilibrio (trade-off) hacia otras teorías en un esfuerzo para buscar un futuro explicación del comportamiento de la estructura de capital de las empresas.

Las dificultades para aumentar el capital de las empresas familiares que autofinanciación (básicamente, la reinversión de utilidades), su primera fuente de financiación. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las posibilidades para retener las ganancias en las empresas familiares disminuyen a medida que las sucesivas generaciones vienen a lo largo. En esos casos, las limitaciones de autofinanciamiento serán compensados por un mejor acceso a la financiación externa que la empresa tendría a través de los mercados de capitales, los intermediarios financieros y las nuevas acciones base.

La financiación externa se caracteriza por el riesgo financiero que los compromisos de pago de los gastos financieros implican. Sin embargo, debemos tener en cuenta que se trata de una fuente de financiación que tiene un costo menor que el autofinanciamiento, al mismo tiempo. Dado que los propietarios de asumir un riesgo mayor que los acreedores, tanto en la percepción de la rentabilidad económica periódica, y en casos de insolvencia de las empresas, la autofinanciación no tiene un costo explícito, pero sí tiene un coste de oportunidad representada por la rentabilidad económica que se podría obtener de la inversión alternativas con un riesgo comparable.

Los párrafos anteriores se refieren a alternativas para financiación externa como autofinanciación que las empresas podrían utilizar. Sin embargo, una cuestión relevante es cuando la estructura de capital de la empresa busca un cierto nivel de endeudamiento considerado (La teoría del comercio-off) óptima o, simplemente, que debe ser el resultado de la utilización sucesiva de diferentes fuentes de financiación como el plan de empresas y financiar sus inversiones (Teoría de las preferencias de jerarquía o jerarquía). Eso significa que es interesante examinar la proporción entre las fuentes de financiamiento externo y autofinanciamiento.

Los investigadores continúan preguntarse por lo que las características diferenciales de las decisiones financieras en empresas familiares son, y sobre las consiguientes diferencias que podrían determinar su estructura financiera, y sus implicaciones en su estrategia de crecimiento con el fin de analizar si los factores que el endeudamiento condición empresarial son diferentes su influencia en función de su nivel de endeudamiento. Esto es, si los factores como la estabilidad

de los ingresos, flujo de caja, las obligaciones contractuales, las preferencias de administración, control, evaluación externa riesgo una oportunidad, determinar la política a seguir para dar forma a la estructura financiera.

Este estudio pretende explorar las preferencias de la estructura y la financiación del capital de los propietarios, y se centra en las empresas familiares, más de cerca sobre la deuda frente a las preferencias de valores revelados en la financiación inicial, y en la continuidad de las empresas, y los índices de retorno en el contexto de los mercados emergentes, debido al hecho de que hoy en día el mundo está siendo dirigido por las economías emergentes en términos de población, y la dimensión geográfica. Sin embargo, los mercados emergentes han permanecido detrás de los países desarrollados en términos de importancia económica. No es una sorpresa que la riqueza de la investigación financiera se concentra en los países desarrollados. Sin embargo, sólo en las últimas dos décadas, los mercados emergentes han crecido demasiado. Se han descubierto más y más diferencias institucionales y de comportamiento entre las empresas de los mercados emergentes y los mercados desarrollados.

Los mercados emergentes se entienden como aquellos que comparten las siguientes particularidades en mayor o menor medida, a saber:

- La mayor parte de la población tiene niveles muy bajos de educación formal.
- El producto interno bruto (PIB) per cápita es mucho más bajo que el promedio de los mercados desarrollados, lo que significa que es relativamente pobre.
- Distribución de la riqueza es desigual, y una gran parte de ella está en manos de una minoría, mientras que el grueso de la población vive en la pobreza.
- Hay una falta de estabilidad económica y / o política.

En lo que respecta a la manera de cómo afecta el funcionamiento de modelos financieros, existen los siguientes aspectos a tener en cuenta:

- a) La falta de información y la mala distribución: Uno de los supuestos más comunes en los modelos es que todos los participantes en los mercados financieros tienen la misma información. La información que se genera en estos mercados es pobre e irregular y tiende a concentrarse en grupos pequeños, además; no es muy fiable, lo que provoca distorsiones en las decisiones de inversión.
- b) Las instituciones subdesarrolladas: el marco legal y regulatorio es a menudo imprecisa, incompleta y contradictoria.
- c) El marco normativo: las mejores prácticas internacionales están llevando a cabo en relación con la información contable y difusión de otros tipos (Sabal, 2002).

Hay una falta de investigación sobre los temas indicados anteriormente, y tal deficiencia es particularmente evidente en las investigaciones de los factores que influyen en las decisiones de financiación, la distribución de dividendos, y las nuevas inversiones del negocio de los propietarios de empresas familiares. Estas empresas pueden tener objetivos tales como la estabilidad financiera de los negocios y de las futuras generaciones de la familia (Naffziger, Hornsby y Kuratko, 1994); (McCann, Leon-Guerrero y Haley, 2001), el crecimiento del negocio, su tamaño y su consideración social en comparación con el resto de las empresas de este sector (Changati, Decarolis y los hechos, 1995); Mathews, Vasudevan, Barton y Apana, 1994; (Romano, Taneweski y Smyrnos, 2000).

Hoy en día, la investigación relativa a las empresas familiares es principalmente descriptiva en lugar de prerrogativa.

La mayor parte de la literatura que ha adoptado un enfoque prerrogativa se ha creado a partir de la perspectiva de mejorar la relación familiar más que desarrollar el funcionamiento de los negocios. A pesar de que una mejor comprensión de la combinación de la familia con la empresa familiar es válida y útil, hay otros objetivos que merecen ser perseguido también.

Aunque la investigación publicada en el ámbito de las empresas familiares es más sofisticado y riguroso cada vez, un cuerpo de conocimiento que amplía la comprensión de este dominio para establecer que se necesita un campo de estudio único, lo que contribuiría a la profesionalización de las empresas familiares.

Este estudio es un esfuerzo para contribuir a reducir las deficiencias que ahora existe en la literatura en este campo, mediante la identificación de los atributos de las empresas, que obtienen financiación para apoyar la teoría existente sobre las empresas familiares preferencias de estructura de capital. Tradicionalmente, las investigaciones en el campo de las finanzas han ignorado el campo de las empresas privadas, y han elegido para analizar las empresas públicas (citado unos).

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

El interés teórico

Los estudios empíricos relativos a este aspecto no han llegado a conclusiones sin embargo, con respecto a las empresas familiares. Estudios realizados por Gallo y Vilaseca (1996) y Sonnenfel y Spence (1989) observan que las empresas familiares tienden a tener bajas proporciones de endeudamiento. Las investigaciones realizadas sobre las empresas familiares han ido mucho, pero aún queda un largo camino por recorrer.

32 Memorias primer workshop

Aunque los factores determinantes han sido identificados, los modelos empíricos no se han desarrollado, por lo que la relación entre esos factores, y las decisiones de financiación, y las decisiones relativas a la distribución de dividendos de los propietarios de las empresas familiares no cotizadas puede ser demostrada.

Harris y Raviv de 1991, sostienen que lo más apropiado hacerlo en futuras investigaciones es enfocar los estudios empíricos para probar modelos particulares para descubrir los determinantes más importantes de la estructura de capital de contextos concretos como el caso de los mercados emergentes, que es el objeto de esta estudiar.

Los estudios más teóricos y empíricos del enfoque estructuran al capital, desde las empresas públicas. Solo un número limitado de estudios sobre la estructura de capital se han realizado sobre las pequeñas y medianas empresas (PYME), y esta deficiencia se hace particularmente evidente en las investigaciones de los factores que influyen en las decisiones de financiación de los propietarios de empresas familiares.

En cuanto a la estructura de capital en los mercados emergentes, existe poco conocimiento sobre las decisiones de financiación de las empresas en los mercados. Hay una necesidad particular de trabajo empírico que puede identificar los patrones de financiación de las empresas en los países en desarrollo, por ejemplo, si las empresas a construir su estructura financiera de acuerdo con las pautas tradicionales, y si es así, si ellos están orientados a los bancos o hacia emergente cuotas de mercado. Es posible que las empresas de los países en desarrollo han comenzado a crear una nueva estructura financiera que se adapte a su entorno particular.

Debido a estas limitaciones, y en un intento de contribuir a aumentar la literatura en este campo, y mejorar la profesionalización de la Empresa Familiar que es por esto que es interesante para la elaboración de este estudio.

Interés práctico

Las empresas familiares tanto citadas y las empresas públicas son comunes en todo el mundo (Shleifer y Vishny, 1986 para la Fortuna las 500 empresas, 149 de las cuales tienen las familias en los consejos de administración; La Porta et al 1999 en las 27 economías más ricas, el 30% son gestionados por familias o individualmente; Claessen et al 2000 para Asia oriental, sobre las dos terceras partes de las empresas controladas por familias o individuos; Faccio y Lang 2002 y 13 de los países del Este de Europa, el 44% de las empresas están controladas por familias). Las pequeñas y medianas empresas (PYME Familia) representan entre el 80% y el 90% de las empresas y el 50% del Producto Interno Bruto

(PIB) en América Latina y el Caribe (<http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>) se recuperó en marzo de 2010.

Las empresas familiares son los actores fundamentales en la actividad económica y también constituyen un factor de estabilidad del sistema productivo, porque la mayoría de ellos son pequeñas o medianas empresas (PYME), y es por eso que es interesante investigar su comportamiento financiero.

Debido a la relevancia de la Empresa Familiar y debido a su incidencia en la actividad económica, es interesante investigar su comportamiento financiero.

Objeto de la investigación

La incidencia de las particularidades de la Empresa Familiar no listados en República Dominicana en relación con la decisión de estructurar su capital de manera óptima

Ámbito metodológico y Metodología

- Filosofía: positivista
- Alcance: Abductiva
- Método: Estudio de caso

La originalidad: no se encontraron estudios en la República Dominicana.

Problemas y objetivos de la investigación

La primera parte de este estudio persigue analizar las teorías sobre la estructura de capital, la financiación interna y externa, la política de dividendos, así como su incidencia en el comportamiento financiero empresas familiares, y en la segunda parte, la influencia de la gestión empresarial en el rendimiento financiero a través de la agencia teoría, la profesionalización de la empresa familiar y el efecto de la orientación emprendedora en la creación de riqueza trans-generacional.

Propone una alineación más cerca de comprender las causas del comportamiento de las empresas familiares en el contexto de los mercados emergentes con un enfoque en la financiación de las políticas, las decisiones políticas de dividendos y tipos de gobierno. Estas decisiones incluyen la inversión de la empresa, la estructura de propiedad, específicamente con respecto a los factores que enmarcan estas decisiones, incluidas las limitaciones o restricciones de propiedad.

La teoría moderna de la estructura de capital comenzó con el documento de Miller y Modigliani de famosos (1958), conocido como MM. Indicaron que la dirección de tales teorías debe tomar, mediante la demostración de las condiciones en las

34 Memorias primer workshop

que la estructura de capital es irrelevante. Muchos economistas han seguido la trayectoria que han trazado, sino como Myers (1984) ha señalado “¿cómo las empresas elegir su estructura de capital?”, La respuesta es “no sabemos”, en la misma forma Rajan y Zingales (1995) cuestionarse: “¿Qué sabemos acerca de la estructura de capital?”

Desde esta perspectiva, es bastante claro que hay muy poco conocimiento acerca de la estructura de capital. No sabemos cómo las empresas eligen para conseguir en deuda, capitalizar o combinar estas dos opciones que se emiten como parte de su política de financiación, que el plan de acción de la empresa que siempre se debe seguir es la hora de tomar una decisión financiera. Recientemente, se ha descubierto que los cambios en la estructura de capital se comunican únicamente a los inversores.

Hay poca relación (en caso de haberse demostrado mediante la investigación de alguna manera) entre el apalancamiento financiero y los requisitos de rendimiento de los inversores como MM pura teoría predice. En general, se puede observar que existe una inadecuada comprensión de la conducta corporativa financiera, y de cómo ese comportamiento afecta a la devolución de los valores (valores) (Myers, 1984). En profundidad los estudios realizados en diferentes países muestran la necesidad de apoyo teórico para observar las correlaciones que todavía permanecen sin resolver (Rajan y Zingales, 1995), mientras que Graham (1996) se interroga sobre las razones por las que no podemos mejorar el conocimiento empírico mediante el análisis de las empresas apalancadas, ya que hay un gran número de teorías disponibles. Shyam Sunder y Myers (1999) sostienen que la respuesta a esta pregunta puede salir de un estudio minucioso de pronóstico asociado con cada teoría, algo así como una tentativa de que coloca al mismo tiempo todas las teorías juntas. Esto hace que la motivación para este fin de centrarse en un análisis empírico o un modelo representativo de la teoría del equilibrio (trade-off) y otro representante de la teoría de la jerarquía (jerarquía).

Existe una preocupación latente en la mayoría de las decisiones financieras, y es el efecto que la opción financiera realizada hoy podría tener sobre las futuras opciones. Las decisiones que restringen las opciones de futuros financieros reducen la flexibilidad financiera. (Higgins, 2004 pp. 187).

La financiación de las empresas ha sido siempre una función esencial del funcionamiento de la empresa, especialmente en los momentos de transición o crisis. El crecimiento rápido de negocios, el cambio en el período de maduración de productos tecnológicos, los momentos de crisis o de crisis de los mercados, son tipos de fenómenos que la buena gestión financiera puede ahorrar. En los últimos años, el movimiento de concentración de las empresas ha sido tan intensa que la sensación de crisis ha sido permanente en la mayoría de los sectores. La

palabra crisis no significa una situación especialmente negativa en este contexto, pero alerta continua en la que es necesario evaluar todas las posibilidades de nuevos productos, alianzas y la integración con otras empresas.

Los procesos de endeudamiento de las sociedades es una cuestión básica en finanzas corporativas. Sin embargo, a pesar de que ha sido un objeto de estudio continuo desde los años cincuenta, se mantiene como un tema completamente abierta. Hasta la fecha, existen dos teorías principales: la estructura óptima financieros o la teoría del equilibrio (trade-off), y la teoría de la jerarquía financiera (jerarquía). Estas son las teorías antagónicas, aunque varios investigadores han comenzado a señalar la necesidad de integrar los dos con el fin de explicar el endeudamiento empresarial.

Singularidad de las empresas familiares, más de condicionamiento su supervivencia, de sucesión y de gobierno órganos, también influye en la estrategia financiera de las empresas. Las decisiones de financiación, la inversión, la distribución de dividendos, y el crecimiento del negocio en empresas familiares estarán condicionadas por los intereses que los propietarios puedan tener para mantener el control del negocio, la aversión al riesgo que determina la concentración de la riqueza de la familia de la compañía, y también por la característica a largo plazo horizonte de las empresas de la familia debido a la vocación de continuidad de negocio como un legado para las generaciones futuras, lo que lleva a considerar la empresa como una fuente inagotable de riqueza.

Intereses diferentes de generación

Diferentes generaciones interactúan en el sistema familiarizados; para la primera generación, el problema financiero más importante y dominante es la capitalización delgada, para el segundo, el problema de la financiación se materializa como un conflicto entre la reinversión de los beneficios contra los dividendos, y la tercera generación no escapa a la cuestión de la financiación. La diversidad de intereses se profundiza como el grupo propietario familia crece y menos propietarios trabajan en el negocio, colocándose en la posición de la distribución de dividendos exigente en lugar de las políticas de desarrollo de reinversión.

Hay diferentes criterios de cada generación con respecto al riesgo y el rendimiento influirán en todas las opciones estratégicas y oportunidades de inversión que están dispuestos a seguir (Carlock y Ward, 2003, pp. 172-174).

H1: Los intereses que los miembros de las diferentes generaciones que participan en el negocio pueden tener afectan negativamente el nivel de endeudamiento

Estructura capital

Por lo general, las posibilidades de retención de ganancias en las empresas familiares consiguen reducidos como a lo largo de sucesivas generaciones vienen, para los objetivos de los propietarios será menos homogénea; a partir de la tercera generación en adelante, sus demandas de distribución de dividendos aumentarán, lo que reducirá la capacidad de autofinanciación de la empresa, y por lo tanto su crecimiento si otra alternativa de financiación no se eligen. Además, la tercera generación y las siguientes no han vivido los esfuerzos de los fundadores para consolidar y desarrollar negocio con suficiente atención, que influyen en sus demandas de dividendos con cargo a la reinversión de utilidades.

H2: La jerarquía de la estructura de capital está condicionado por la etapa generacional en el que la empresa familiar puede ser.

La aversión al riesgo

El objetivo de mantener el control del negocio junto con la aversión al riesgo puede ser predominante en la empresa familiar, y también puede determinar la preferencia de los accionistas de este tipo de maneras del negocio de financiación interna, evitando con este tanto, la llegada de nuevos accionistas y el endeudamiento incrementar. Estos elementos serán establecer limitaciones a los recursos financieros; Por lo tanto, la capacidad de crecimiento se limitará también. La aversión al riesgo también puede causar que agita de proyectos de riesgo en favor de otras más seguras, incluso si suministran menos valor (Sauner-Leroy, 2004).

En general, como accionistas envejecen, se vuelven más conservadores, y toman menos riesgos, y consideran que la planificación de su retiro como un objetivo importante, por lo que les puede dar la seguridad financiera, mientras que la generación sucesiva está más interesado en la modernización y el crecimiento de la empresa.

La literatura sobre las empresas familiares ha reconocido la importancia de los aspectos del comportamiento y de los objetivos financieros. Ward (1997) indica que los puntos tales como la independencia y la supervivencia de la empresa son los objetivos predominantes laborales para la mayor parte de los empresarios. Por lo tanto, se puede esperar que tales preferencias pueden influir decisivamente en la opción de proyecto de inversión, dependiendo de la forma en que se va a financiar. En particular, se espera que los proyectos de inversión se ven favorecidos, y que la independencia de este tipo de empresas se mantiene. Zahra (2005) encuentra que la propiedad de la familia y su influencia tienen un

impacto positivo en la propensión al riesgo, mientras que dicha propensión disminuye con la edad del empresario.

H3: La aversión a perder el control de los propietarios de empresas familiares en los casos de financiación ajena afecta el nivel de financiación negativamente.

Política de dividendos

Los socios minoritarios, que trabajan bajo entorno legales débiles, y sin políticas financieras y dividendos definidos, como el caso de los países emergentes, prefieren tener “un pájaro en la mano” en lugar de correr el riesgo de la posibilidad de conseguir algunos beneficios nuevamente. La política de dividendos es particularmente relevante para las empresas de segunda generación, la etapa de la sociedad hermano. En esta fase, la principal preocupación se refiere a la necesidad de dar hermanos no empleadas en la empresa familiar un ingreso para la vida o proporcionándoles un capital semilla para sus propias empresas. Normalmente, esto añade una presión adicional sobre el capital de la empresa.

H4: La política de dividendos puede afectar tanto a la orientación empresarial y la creación de riqueza trans-generacional.

Los pagos de dividendos regulares a menudo crean una expectativa de desembolso continua entre los miembros de la familia que no son empleados de la empresa. Si el rendimiento de la empresa se deteriora, y los dividendos deben ser cortados, los conflictos surgirán con seguridad. La política de dividendos a menudo hace caso omiso de las preferencias de liquidez de los accionistas individuales. Obligan a los accionistas de la familia que no deseaban para liquidez adicional a renunciar a oportunidades de reinversión potencialmente rentables dentro de la empresa.

H5: La existencia de una política de dividendos reduce o evita los conflictos entre los miembros de la familia.

Participación

Las empresas familiares tienden a tener el control de los accionistas, que en la mayoría de los casos son una persona o familia, normalmente el fundador de la empresa o sus descendientes. Aquellos accionistas de control se colocan idealmente para supervisar la administración, y de hecho, el grupo de gestión más alto es parte de la familia que controla.

Una de las variables clave que permiten alinear los intereses y la gestión de los

accionistas es la participación de los miembros del consejo directivo o de la junta directiva en el capital social de la empresa.

H6: La participación de la familia en la gestión empresarial crea efectos positivos y mejora el rendimiento financiero.

Propiedad

El hecho de que los aspectos de comportamiento participan en este tipo de empresas es también visible en la menor disposición de las empresas familiares que se separan de las actividades que podrían obtener malos resultados (Sharma y Manikutty, 2005).

Hay dos organizaciones paralelas en este tipo de negocio: la familia que representa el componente irracional, y el negocio que representa el racional. Cuando los dos componentes se enfrentan, la racionalidad de negocios puede ser que consiga limitada por la confusión de los intereses de la familia y los de la empresa, por lo tanto, en muchas ocasiones; las decisiones de los propietarios son dirigidos principalmente por sus sentimientos que por la lógica pura.

H7: La separación de la propiedad de la familia de gestión permite la exploración y captura de nuevas oportunidades de negocio.

Profesionalización

Las empresas familiares que tienen una cara espíritu empresarial de la naturaleza disruptiva de crecimiento explosivo; empresas gerente-propietario necesitan una transición a una gestión profesional.

El cambio debe implicar la toma de decisiones descentralizadas, y un equipo de gestión bien desarrollada. Varias acciones pueden dar lugar a una transición exitosa de las firmas empresariales para los administrados por profesionales.

H8: La profesionalización de la empresa ayuda a la familia propietaria de adoptar una actitud de inversión, y para poner en práctica estrategias empresariales.

En particular, Kahneman y Tversky (1991) encuentra que los resultados de perspectivas se evalúan mediante el uso de una función de valor que es común en la mayoría de los individuos. Esta función de valor se caracteriza por dos tipos específicos.

En primer lugar, los individuos tienden a tomar decisiones en función de un punto de referencia (Myagkov y Plott, 1998).

En segundo lugar, las personas tienden a ser reacios a la pérdida y muestran la

existencia de bienes de valor, lo que significa que la pérdida de los beneficios que dejan un activo es superior a la utilidad asociada con su encubrimiento (Kahneman et al., 1990).

Este estudio tiene el objetivo de probar si los comportamientos individuales como se describe por Kahneman y Tversky (1991) es parte del juego cuando las empresas familiares propietarios hacen que las decisiones de financiación, y cómo esas decisiones afectan la estructura de capital de sus empresas.

No sólo los modelos financieros presentan serias limitaciones cuando se entrelaza con la complejidad del comportamiento humano, pero este tipo de modelos se han elaborado teniendo en su mayoría realidades de los mercados más avanzados en consideración.

Esto representa una importante limitación adicional en el momento de la búsqueda de un mayor uso de la teoría financiera en entornos tan diferentes como los del mundo en desarrollo.

La intención es hacer una revisión exhaustiva del comportamiento financiero en los mercados emergentes, específicamente en la República Dominicana

Teorías activadas

- a) Teoría del Comercio Off
- b) El picotear teoría de la orden
- c) Finanzas del Comportamiento
- d) Teoría de la Agencia
- e) Gobierno Corporativo
- f) Las empresas familiares
- g) Orientación Empresarial
- h) Mercados emergentes

Conclusiones generales

Esta investigación se busca para un modelo de la teoría de la estructuración que permite la medición de la incidencia de los aspectos de familiaridad en el comportamiento financiero.

En este estudio se analizó el impacto de la participación de la familia en el comportamiento financiero de las empresas dominicanas, básicamente los que no cotizan en bolsa controladas por los accionistas mayoritarios. Estas características no son comunes en la literatura sobre el gobierno corporativo, que confía en que tradicionalmente los ejemplos de las empresas públicas.

Los resultados empíricos revelan diferencias significativas en los niveles financieros cuando la familia fundadora está involucrado en el negocio. Esta participación se analiza en tres áreas diferentes: gestión, la propiedad y el control. Un efecto negativo mostró a las pequeñas y medianas empresas cuando su fundador o sus descendientes están a cargo de ellos. Esta relación negativa es más fuerte cuando el fundador todavía está presente; en la mayoría de las empresas antiguas, el efecto de los cambios en la familia y tiende a ser positivo. Cuando se considera la propiedad directa o indirecta (pero no participa en la gestión), la relación de la deuda es positiva, y cuando los miembros de la familia están en el consejo de administración, (pero no participa en la gestión) los niveles de endeudamiento tienden a ser bajos.

Los resultados contribuyen a enriquecer la literatura, ya que acentúan la compensación entre dos motivaciones diferentes para las empresas familiares cuando se deciden a estructurar su capital.

El riesgo de aversión empuja a la empresa a un bajo nivel de endeudamiento, pero las necesidades de liquidez para el crecimiento económico, y el riesgo de perder el control de la familia, motivar a los miembros de las empresas familiares a preferir los altos niveles de endeudamiento. La evidencia empírica contenida en este estudio es nuevo para la República Dominicana.

Tomando el marco conceptual resultante de la literatura sobre las empresas de la familia como un todo, la teoría de la agencia y el análisis de las empresas estudiadas en República Dominicana tienen algunas entradas sobre cómo se comportan las empresas familiares y cómo su transferencia de la riqueza de una generación a otra.

Los asuntos financieros que las empresas familiares deben enfrentar durante las diferentes etapas de su evolución son verdaderamente bien conocidos. Para las empresas que se encuentran en la posición de primera generación, la capitalización suele ser el tema más importante y sus propietarios deben elegir entre el crecimiento y el apalancamiento cuando el capital es limitado. Para las empresas de segunda generación el asunto financiero que por lo general predomina es el conflicto entre la reinversión de utilidades y la distribución de dividendos. La tercera generación y las siguientes, designados como consorcio de primos se enfrentan a los problemas de liquidez.

Una de las familias considera que la participación de los miembros en el proceso de toma de decisiones a través de la junta directiva, y en la parte operativa garantiza la permanencia de los valores del sistema familiar.

En otras empresas familiares, el gobierno corporativo y la unidad familiar son diferentes, pero relacionados entre sí; los miembros de sus consejos de administración a tomar decisiones operativas, al menos uno de los miembros de

la familia participan en cada órgano de gobierno. Las decisiones estratégicas, como grupo, son determinados por el Consejo Asesor y/o el Comité Ejecutivo; familias a preservar su unidad a través de la participación en el Consejo Asesor.

Pocos grupos familiares poseen una estructura definida, políticas y protocolos que se pueden delinear la participación de la familia empresarial. Estas medidas, generalmente nombradas como una gestión profesional, limitan la participación de la familia en las decisiones estratégicas a nivel del consejo de administración. Estas familias, identificadas por tener un dominio de la familia de negocios tienden a favorecer la reinversión de utilidades en lugar de la distribución de dividendos.

Este estudio contribuye a la literatura financiera, ya que muestra la importancia de la estructura de propiedad como un factor que determina la política de dividendos en República Dominicana.

También contribuye a la literatura sobre el gobierno corporativo en el país, mostrando que los moderados política de dividendos los conflictos de agencia latentes no sólo entre los gestores y accionistas, sino entre los accionistas mayoritarios y minoritarios.

La relación no lineal encontrada en esta investigación entre los dividendos y la propiedad podría ser útil en los estudios sobre las políticas de dividendos que se deben realizar en el futuro en Latinoamérica, donde hay una alta concentración de la propiedad.

Existen diferencias importantes entre el comportamiento financiero entre las empresas de los mercados emergentes, y las de los países desarrollados como lo demuestra esta investigación. Por lo tanto, se propone una mayor investigación para comprender las fuerzas que dan forma a la gestión empresarial, las políticas financieras y políticas de dividendos que pueden traer más cerca, lo que supone tres etapas.

En primer lugar, buscamos entender la estructura básica y las diferencias de comportamiento entre las empresas financieras de los mercados emergentes y los de los países desarrollados. No debe suponerse que las empresas de mercados emergentes son independientes y que la propiedad de la familia y su gestión son los mismos que en los países desarrollados.

En segundo lugar, las teorías para guiar la búsqueda de factores institucionales que dan forma a su comportamiento financiero fueron utilizadas. El énfasis aquí es que tanto las fuerzas institucionales formales e informales son importantes en la regulación de los accionistas de referencia en los mercados emergentes. Y en tercer lugar, que estábamos tratando de entender si otros mercados inferiores u otros factores de la empresa podrían contribuir a las diferencias de comportamiento entre los mercados emergentes las empresas y las de los países desarrollados.

Sin embargo, no se puede suponer que esos factores trabajan en la misma forma que en los mercados desarrollados. Por ejemplo, las funciones del consejo de administración y los contratos que motivan a los gerentes serían muy diferentes en los mercados emergentes, y una visión estándar de las empresas no se impone.

Una serie de estudios previos fueron revisados, así como los documentos que identifican la calidad del gobierno corporativo, la condición de la propiedad y el comportamiento financiero como un aspecto crítico que influye en la financiación y la gobernabilidad empresas de mercado emergente. Se sugiere que las futuras investigaciones presten atención a diversos temas sin respuesta relacionadas con la gestión informal de empresas familiares.

Es importante sensibilizar a los empresarios sobre la creación de una estructura de gobierno que les permita regular las tensiones que puedan surgir. Es igualmente necesario planificar una estructura empresarial, fiscal y financiera que les permite mantener la riqueza de la familia de la empresa.

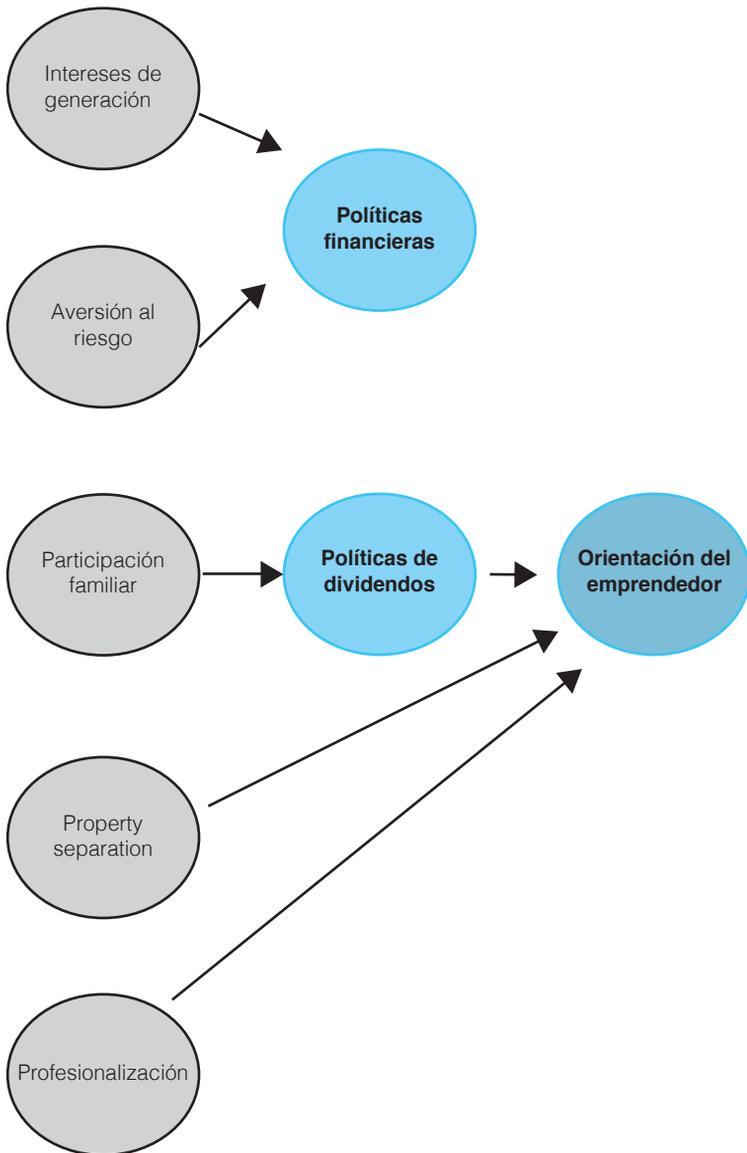
Limitaciones de la investigación

Algunas limitaciones se encontraron para llevar a cabo esta investigación, a saber:

1. No existe una base de datos que clasifica los familiares y no familiares las empresas en la República Dominicana.
2. Durante la fase de exploración, las empresas contactadas no facilitaron datos relativos a la razón financiera de su nivel de endeudamiento.
3. No existen estudios sobre la relación empresas familiares con los bancos, de conformidad con la confirmación recibida del banco más grande del condado.
4. Fue imposible obtener una muestra representativa que permitió probar el modelo propuesto, por lo que la muestra seguía siendo insuficiente. Por lo tanto, la fiabilidad no satisface por lo que fue imposible hacer el análisis de las relaciones estructurales que permitan realizar generalizaciones basadas en los resultados obtenidos.
5. Debido a las razones indicadas anteriormente, era necesario el uso de una muestra de probabilidad para muestras pequeñas, sabiendo que este tipo de muestreo está asociada a una variedad de sesgo, pero debido a las limitaciones indicadas anteriormente, que a su vez a ser el más útil y manera conveniente para evaluar los datos obtenidos.

Debido a estas limitaciones, la necesidad de realizar otros estudios que van más profundo y permitan probar el modelo propuesto en el comportamiento financiero de las empresas familiares no cotizados en mercados emergentes refleja.

Figura 2.
El modelo teórico de la investigación



Bibliografía

Artículos Científicos

1. CHANGATI, R.; DE CAROLIS, D.; DEEDS, D. (1995). Predictors of Capital Structure in Small Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*. USA.
2. 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.
3. DAVIS, P. (1983). Realizing the Potential of the Family Business. *Organizational Dynamics*, (verano), 47-56.
4. FACCIIO, M.; LANG, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
5. FILBECK, G.; LEE, S. Financial Management Techniques in Family Businesses. *Family Business Review*, vol. XIII, no. 3 September 2000.
6. GALLO, M.A.; VILASECA, A. Finance in Family Business. *Family Business Review*. Vol. 9, No. 4, Winter 1996.
7. GRAHAM, J. (1996). Proxies for the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 187-221.
8. HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol.46, No. 1, pp. 297-355.
9. KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L., THALER, R., (1990). Test of Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 1325-1348.
10. KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1039-1061.
11. LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999). Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54 Issue 2, p471-517.
12. 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.
13. 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.
14. 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.
15. MYAGKOV, M., PLOTT, C. R., (1998). Exchange Economies and Loss Exposure: Experiments Exploring Prospect Theory and Competitive Equilibrium in Market Environments. *American Economic Review*, 87(5), 801-828.
16. MYERS, S.C. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, vol. 39, No. 3, (Jul., 1984) pp. 575-592.
17. 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.
18. NAFFZIGER, D.W.; HORNSBY, J.S.; KURATKO, D.F. (1994). A proposed research model of entrepreneurial motivation. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 29-42.
19. 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.
20. ROMANO, C.; TANEWSKI, G.; SMYRNIOS, K. (2000). *Capital Structure Decision Making: A Model for family Business*. Journal of Business Venturing, USA.
 21. SABAL, J. (2002). *Financial Decisions in Emerging Markets*, New York: Oxford University Press.
 22. 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.
 23. 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.
 24. SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1986). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
 25. SHYAM-SAUUNDER, 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.
 26. SONNENFED, J.A.; SPENCE, P.L. (1989). The parting patriarch of a family firm. *Family Business Review*, vol. 2(4), 355-375.
 27. WARD, J.L. Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices. *Family Business Review*, vol. 10, no. 4, December 1997.
 28. ZAHRA, SHAKER. (2005) Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms. *Family Business Review*, Vol. XVIII, No. 1.

Libros

1. CARLOCK, R.S; WARD, J.L. (2003). *Planificación estratégica de la familia empresarial*. Deusto, Barcelona.
2. HIGGINS, R. (2004) *Análisis para la Dirección Financiera*. McGraw-Hill, México.

Internet

INTERAMERICAN DEVELOPING BANK <http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>)

Gobierno Corporativo y Emprendedurismo Corporativo: ¿Son ambos caras de la misma moneda, que pondrán orden y crecimiento en la Empresas Familiares?

Leonardo Centeno-Caffarena, Ph.D
Experto en Protocolo Familiar
Docente Invitado UTEG
caffarena2005@yahoo.com

Resumen

La empresa familiar en crecimiento, aquella entre pequeña y mediana que adopta prácticas sanas de gobierno corporativo, atrae para sí importantes cambios: orden en los procesos, cuenta con estable estructuras de gobernanza, todos los actores conocen sus roles, escriben un protocolo familiar, y la familia propietaria se reunirá de forma disciplinada. Esto genera un crecimiento inmediato que los podrá llevar al siguiente nivel.

Sin embargo, después de no mucho tiempo y con una empresa de tamaño mediano o grande, y con la familia propietaria en el directorio, entienden que hay un elemento perdido pues el crecimiento se ha detenido; y es aquí donde el emprendedor corporativo (corporate entrepreneurship) podría hacer un aporte significativo y hacer del crecimiento algo sostenible.

Palabras claves / Key words:

Empresa familiar, gobierno corporativo, emprendedor corporativo, intraemprendedor. *Family business, corporate governance, corporate entrepreneur, intrapreneur.*

Introducción

Significancia del estudio

Hay un vuelco de la literatura sobre la empresa familiar (en adelante EF) a estudiar aquellos modelos que cuando se aplican a este tipo de negocios pueden generar resultados positivos; el gobierno corporativo (en adelante GC) se ha

establecido como la opción ideal considerando que afecta de forma positiva toda la organización, llevándola a la siguiente etapa de crecimiento.

Para esto la familia, especialmente el fundador, deben comprometerse activamente para provocar tales cambios y mantenerlos de forma sostenible a lo largo de su crecimiento.

Sin embargo, y luego de aplicar este modelo por un tiempo, la familia propietaria llega al convencimiento de que hay algo más que se debe de hacer para continuar creciendo y sincronizando la empresa a la velocidad a la que se mueven los cambios que da su mercado.

A diferencia de empresas nuevas, esto es común para toda empresa que entra en edad, pues es común que disminuya su tasa de crecimiento. Tener a la misma familia, sin colaboración de directores externos, haciendo planificación en el largo plazo, podría llevarla a una inercia y niveles bajos de actividad emprendedora (Barringer & Bluedorn, 1999). También se ha criticado que aun cuando la familia trabaje unida, hay una tendencia a simplificar su estrategia y aversión al riesgo (Allio, 2004; Shepherd & Zahra, 2003). Por último, su tendencia a la estabilidad, podría ser visualizada como un obstáculo para el necesario cambio (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Es cierto que cuando la empresa crece, alcanza estructuras más estandarizadas y deja atrás su caos inicial, pero también deja atrás parte de su fuerza creativa, por lo que se requiere hacer dos cambios serios, uno en la composición de su directorio y el otro en abrazar un enfoque innovador a través del modelo del intraemprendedor.

En esta investigación teórica haremos una propuesta para que aquella empresa que ya cuenta con estructuras y prácticas de GC, introduzca en sus procesos ambos enfoques, el de profesionalizar su directorio y el de abrazar la innovación.

Para esto primero haremos una breve introducción a los términos de la EF, el GC, la aplicación del GC en la EF, y del intraemprendedor, y al final, propondremos pasos (modelo) que indica cuándo se debería implantar cada uno de ellos, considerando la curva de crecimiento de la empresa.

La empresa familiar

Como es bien sabido, la mayoría de las empresas del mundo son de carácter familiar, y son el principal motor de la economía de cualquier país, sea que lo midamos por el número de empresas, la creación de riqueza, reducción de empleo, o su competitividad (Centeno-Caffarena, 2015: 17).

No hay otro indicador más preciso para valorar el comportamiento de una

economía, que el de conocer la situación de sus EFs, pues casi todo el sector privado de los países en vías de desarrollo está manejado por familias.

En la actualidad, la EF es un fenómeno altamente estudiado a nivel internacional; independientemente de donde vengan los estudios, en general indican que este tipo de negocios es frágil y de una alta mortalidad, pues pocas de ellas sobreviven a la segunda generación (30%), aun menos a la tercera (15%) y solo un 4 o 5% logra ser manejada por los bisnetos (Ward, 1987).

Aun cuando ha habido un fuerte debate sobre la sobrevivencia de las EFs, la estadística 30/15/4 sugiere que hay algo malo con la EF y que inevitablemente cae en la trampa de la sobrevivencia de la 3ra generación (Zellweger, et al., 2011: 1). No hay evidencias de estudios lineales sobre la sobrevivencia de la EF latinoamericana (Centeno-Caffarena, 2015: 18).

Figura 3. Diagrama causa-efecto de la EF



Fuente: Centeno-Caffarena, 2016

También se menciona que son empresas poco competitivas, de baja innovación pues les cuesta adaptarse al cambio, y de bajo crecimiento, lo que significa que están a un paso de quedar estancadas y peor aún, morirse lentamente.

Los puntos anteriores, son debidos a varios aspectos, empezando por su forma “casual” o “reactiva” de operar, con un alto grado de informalidad en varios frentes, en la gestión, en sus procesos, en su organización y por supuesto, en

su organigrama.

Los conflictos familiares están siempre a la vuelta de la esquina, tanto entre familiares de la misma generación, normalmente de la segunda, como aquellos intergeneracionales, regularmente por temas de visión y enfoque. Estos conflictos empiezan por que se lastiman “egos” personales, los que encienden “caos” o pequeñas “guerras” entre ellos, que van minando la estrategia, si es que alguna vez hubo una, específicamente su enfoque o visión familiar, y sus recursos financieros.

No hay una apertura hacia la profesionalización, entendiendo ésta como la apertura o sensibilización que debe de tener una familia propietaria de atraer el talento externo para retenerlo colocándolo en puestos claves de la Alta Gerencia (en adelante AG); mucho menos interés de contar con directores externos, o no familiares.

Existe una aversión al cambio, y por tanto un desinterés o desconocimiento de institucionalizar sus procesos, o la empresa misma.

A su vez, estos efectos son generados por la falta de definición de roles, la falta de implantación de prácticas de GC, la falta de estructuras de gobierno, no hay acuerdos entre accionistas (protocolo) aun cuando haya una escritura de constitución si está registrada como persona jurídica, y no hay visión de grupo familiar propietario.

Las EFs son empresas como cualquier otra, pero considerando todos los retos que tienen que enfrentar, se les visualiza como un tipo de unidades económicas con características y patrones únicos, ya sea en materia de propiedad, gobernanza y/o sucesión (Naldi, et al., 2007: 35).

El gobierno corporativo (*corporate governance*)

El tema del GC se ha convertido en un tema prominente en los últimos 15 años debido a (Becht, et al., 2005: 4): (a) la onda de privatización generada, (b) la reforma en los fondos de pensiones y el crecimiento de los ahorros privados, (c) la ola de adquisiciones (takeover) de empresas de los 80s, (d) la desregulación y la integración del mercado de capitales, (e) la crisis del Este de Asia de 1998 y (f) una serie de escándalos recientes y fracasos corporativos.

Otra de las razones es porque el tema ha tomado preeminencia, por el liderazgo de organismos multilaterales como el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y la OCDE, entre otros.

Entre los beneficios que se han mencionado para la empresa, cuando adopta un modelo de GC, están (Berle y Means, 1932): (a) su contribución a la estabilidad de

los mercados financieros, (b) el fomento la inversión y el crecimiento económico, (c) la potencia de la competitividad de la empresa, (d) la generación de mayor claridad y de confianza a los inversionistas, contribuyendo al desarrollo de una cultura de valores, de la cual dependen los mercados, (e) en especial el fomento de la creación de instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones que actúan en calidad de fiduciarios, (f) incremento en el valor y la rentabilidad empresarial (Cabeza y Gómez, 2007: 4), por la seguridad de su inversión (Wigodski y Zúñiga, 2003:9), (g) un buen desempeño bursátil (González, 2002: 83), por lo que las que no cotizan, a menudo de propiedad de su fundador o de propiedad familiar, si quieren continuar siendo competitivas deben adoptar prácticas sólidas de contabilidad y auditoría y controles y balances apropiados en planificación estratégica y administración (Centeno-Caffarena, 2015: 21).

El GC se podría definir como aquel sistema que combina prácticas, procesos y estructuras que establece la Junta Directiva (en adelante JD) de una organización con el objetivo de autogobernarse al informar, dirigir, administrar y monitorear las actividades (Cruz y Fabre, 2006) y asegurando en todo momento que haya rendición de cuentas, equidad, transparencia, y responsabilidad social corporativa (IFC, 2009: 5).

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha establecido, desde 1999 sus “Principios de Gobierno Corporativo” (OCDE, 2004), que se han convertido en documentos de referencia para hacedores de política, inversionistas, corporaciones y otros constituyentes (Centeno-Caffarena, 2015: 23). Un resumen de tales principios es:

- Proteger los derechos de los accionistas y asegurar un tratamiento equitativo para todos ellos (minoritarios y extranjeros).
- Tener la oportunidad (todos los accionistas) de obtener una efectiva reparación de daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer derechos de terceras partes interesadas y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, la generación de empleos y el logro de empresas financieras sustentables.
- Ser informado adecuadamente y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa (situación financiera, desempeño, tenencia accionaria y su administración).
- Contar con una guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo de la dirección por el Consejo de Administración (en adelante CA que en algunos países sería la misma JD) y sus responsabilidades con sus accionistas.

El gobierno corporativo aplicado a la empresa familiar

Cuando una empresa de propiedad familiar se decide institucionalizar un GC, esto le establece retos significativos con implicaciones positivas y negativas (Chrisman, et al., 2010: 15); sin embargo, no contar con prácticas o una estructura de GC para una EF podría considerarse entre la diferencia entre la vida y muerte en el futuro para ella (Centeno-Caffarena, 2015: 24), y las limitantes o desventajas que se pueden mencionar son dos (i) el traslado de los conflictos de la familia a la empresa, y (ii) la falta de crecimiento debido a 3 razones (a) sincronizar el crecimiento de la empresa con el de la familia, (b) contar solo con el talento y habilidades de la familia y (c) el altruismo que evita se apliquen sanciones a miembros familiares (Rabadán-Pérez, 2013).

La EF es más eficiente que la empresa no-familiar, pero para mantener tal superioridad debe mantener el control de la empresa en manos de la familia al mismo tiempo que ampliar su capacidad de asumir riesgos para mantener cualquier ventaja competitiva derivada de su tamaño (Galve y Salas, 1993, 1994 y 1996).

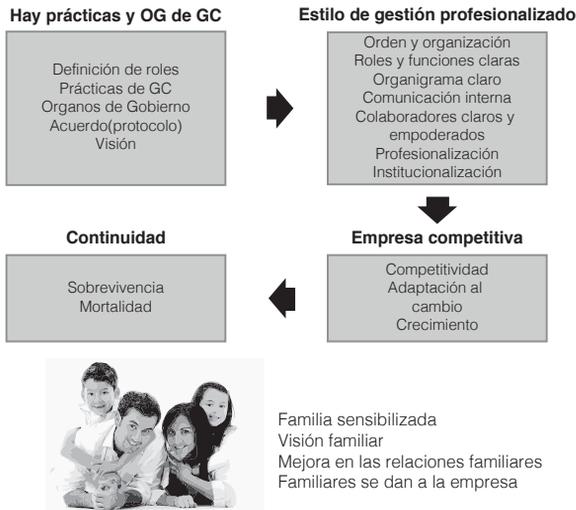
Un estudio indica que las familias propietarias normalmente mantienen el control corporativo por medio de la estructura piramidal de propiedad y por su involucramiento en la AG (Chrisman, et al., 2010: 15).

La familia que decide trabajar junta en su empresa, debe saber que esto le generará aspectos positivos y negativos; pero con el tiempo los negativos terminarán “sofocando” a la empresa. Al ocupar la familia en su totalidad el equipo gerencial clave (la AG) con un enfoque subjetivo sin mediar la “talentocracia”, o sea sin abrirse para que entren agentes externos, imparciales y objetivos, valorando a la persona sobre bases objetivas de eficiencia, sino por aquellos del interés de la familia o por criterios meramente familiares, conllevará a la empresa a enfrentar el problema del “polizón” (free rider problem) (Olson, 1965). Que es cuando un individuo goza más de los beneficios generados (consume más) que los demás sin internalizar los costos respectivos, y los que son asumidos por otros agentes (familiares comprometidos) quienes expresan un comportamiento guiados por el altruismo y la lealtad.

La pregunta que deja es cómo hacer para evitar que alguien pueda ser un polizón, o por lo menos limitar sus efectos negativos.

Lo anterior se da por la posición estratégica que estos agentes ocupan en la empresa donde no es posible su desvinculación con la empresa por el estrés familiar que este podría causar (Barrionuevo y Munt, 2003: 9).

Figura 4. Diagrama causa-efecto de la EF



Fuente: Centeno-Caffarena, 2016

Si se impone la premisa de que “el control de la empresa debería permanecer en manos del grupo familiar”, la empresa se vería ausente de contar con un mercado de talento directivo al no entrar en ella.

Otro de sus principales problemas es la actitud del gerente-propietario de no ceder el control (Schulze, et al., 2001), y la forma característica en que se daría el problema de la Agencia.

Entre los aspectos positivos de trabajar en familia, están el de las sinergias que se desarrollan en el interior de ella, y el de los ahorros significativos cuando los propietarios ejercitan la misma función de gestión (agente) y control (principal), especialmente porque no habría asimetría de información (Jensen y Meckling, 1976).

Las ventajas de aplicar principios de gobernanza corporativa en la EF son las siguientes (Pollak 1985): (a) la claridad de los incentivos, con reglas claras de reparto; (b) la supervisión; (c) el altruismo, y la (d) la lealtad. Otros beneficios que se han mencionado son (Lansberg, 2001): (a) la imparcialidad en su toma de decisiones en beneficio de todos los accionistas; (b) el enfoque hacia afuera; y (c) la formalización de los Órganos de Gobierno, especialmente la JD y la AG.

El emprendedor corporativo o intraemprendedor (*corporate entrepreneur o intrapreneur*)

De acuerdo a un estudio el entrepreneurship se puede manifestar de varias formas, entre ellas están el emprendedor clásico, el emprendedor inmigrante, el emprendedor étnico, las parejas emprendedoras (copreneurs), el emprendedor serial, el emprendedor corporativo (en adelante EC) (intraemprendedor), el emprendedor social y el emprendedor institucional (Centeno-Caffarena, 2016). En este capítulo nos referiremos exclusivamente al EC.

Aun antes de crearse el término EC, el primer autor que lo describió fue Schumpeter al referirse a él como "...empleado dependiente de una empresa, como un gerente, o miembro de la JD o algo parecido..." (Schumpeter, 1934: 73).

En 1978 Gifford y Elizabeth Pinchot escribieron una investigación titulada "Intra-corporate Entrepreneurship" donde expresaron claramente sus ideas sobre el EC (Pinchot & Pinchot, 1978).

El término "emprededurismo corporativo" (corporate entrepreneurship) se usó por primera vez en 1983 (Burgelman, 1983:1349) quien lo definió como el proceso por medio del cual las empresas se involucran en la diversificación por medio del desarrollo interno; visualizándolo como el sistema que le permite a las personas usar procesos creativos para inventar tecnología de una forma planificada, fuese de forma deliberada o con un propósito.

A su vez, el término "intrapreneurship" se usó por primera vez en 1982 pero se popularizó hasta 1985 con la publicación de la obra titulada "Intraprenuring" (Pinchot, 1985), definiéndola como "una actividad emprendedora dentro de las corporaciones donde los individuos promueven nuevas ideas en desarrollo hasta que se completan en realidades generadoras de recursos". Una definición de CE ampliamente aceptada es "el proceso por medio del cual un individuo o grupo de individuos, en asociación con una organización existente, crean una nueva organización o promueven la renovación o innovación dentro de ella" (Sharma y Chrisman, 1999: 18)

En general se podría definir como "el conjunto de actividades que realiza una compañía para fomentar y cultivar el espíritu emprendedor de la gente desde una organización con la intención de desarrollar nuevos proyectos o hacer posible la renovación de ideas claves sobre las cuales se fundó la empresa (Guth & Ginsber, 1990; Shama & Chrisman, 1999; Bieto, 2003) y que podrían superar alguna crisis de la empresa o facilitar etapas de transición en la EF (Bieto, 2003: 112).

Aun cuando el término EC ha existido en la literatura por casi 50 años (Fast, 1977), todavía hay académicos e investigadores que no están de acuerdo en el uso de dicho término para definir a alguien que realiza actividades creativas o innovadores dentro de empresas existentes; la razón que se da es que semánticamente las dos palabras que la conforman, cuando se usan de forma separada tienen definiciones opuestas, creando de esta manera una contradicción de términos (Stevenson & Jarillo, 1990), clasificándola como de “oxymoron” (Thornberry, 2001).

A dos actividades se les conocen como EC (Corporate entrepreneurship); la primera es “el nacimiento de nuevas empresas dentro de organizaciones existentes” (otros le llaman corporate venturing como Block & MacMillan, 1993) y la segunda es “el renacimiento de organizaciones existentes por medio del refinamiento de ideas claves sobre las cuales ellas fueron creadas”, que unos autores le llaman “renacimiento estratégico” (Guth & Ginsberg, 1990) y otros “rejuvenecimiento organizacional” (Stopford & Baden-Fuller, 1994). En esta investigación teórica nos estaremos refiriendo a la segunda.

Vesper (1984) identifica 3 componentes del EC: (a) una nueva dirección estratégica, (b) una iniciativa desde abajo, y (c) la creación de un negocio independiente; otro autor se refiere a 3 formas de EC: (a) una organización establecida que entra en un nuevo negocio, (b) un individuo o individuos que desarrolla nuevas ideas de producto dentro de un contexto corporativo, y (c) una situación donde la filosofía emprendedora permea la visión y las operaciones de una organización (Covin & Miles, 1999).

Tomando puntos esenciales de las definiciones anteriores, se podría describir al EC como un individuo con una visión emprendedora, y que actúa como un agente de cambio, que promueve el espíritu emprendedor interno, generando ideas innovadoras y usándolas de la mejor manera, para desarrollar oportunidades de negocios rentables, o amoldándolas dentro de negocios existentes para su propio beneficio y el del crecimiento sostenible de la empresa, y comprometiendo tiempo y esfuerzo para investigar.

Son cada vez más los autores y organizaciones que ven el modelo de EC como la fase que las empresas de todo tamaño necesitan seguir para dejar el estancamiento y renovarse estratégicamente, reenfoándose y transformándose desarrollando un comportamiento emprendedor, reconociendo el alto costo inicial, pero que con el tiempo generará innovación, productividad, crecimiento, riqueza y seguridad para su futuro (Adonisi, 2003: 1). O sea, se le visualiza como una estrategia de crecimiento para empresas existentes y como un medio efectivo para alcanzar ventaja competitiva (Merrifield, 1993).

Algunos investigadores han objetado el hecho de que el intraemprendedor no está arriesgando sus propios recursos, lo que es un factor que podría estar

afectando los resultados, pues el EC podría no ejercer mucho control personal en el destino del proyecto, tanto como lo haría un emprendedor independiente (Kanter, 1983).

Otros factores que se han mencionado como aspectos que podrían afectar la implementación de la estrategia del modelo del EC son (i) el uso apropiado de las recompensas, (ii) el soporte administrativo, (iii) disponibilidad de recursos, (iv) estructura organizacional de apoyo, y (v) toma de riesgos (Hornsby, 2002). Otras dificultades que se han mencionado en la aplicación del modelo son: (i) que el equipo innovador no reciba el tiempo apropiado y necesario, y (ii) las tendencias burocráticas que podrían obstaculizar los esfuerzos ya iniciados, bajando la moral y la motivación del equipo.

Es considerando tales dificultades que una empresa debe de contar con factores claves del éxito (FCE), y algunos que se han mencionado son: (i) entorno de la empresa, (ii) cultura y estructura organizacional, (iii) apoyo de la AG, (iv) perfil y experiencia del emprendedor, (v) segmento de mercado, y (vi) posición del padrino corporativo dentro de la organización (Veciana, 1996; Kanter, 1985; Covin & Slevin, 1991; Naman & Slevin, 1993; Stevenson & Jarillo, 1990; Kuratko, 1993).

Hay un debate si la EF es un contexto que promueve o impide actividades emprendedoras, pero la parte positiva de este tipo de negocios que contribuye a su buena aplicación sería su comportamiento de mayordomía (Eddleston & Kellermanns, 2006), la unidad de la familia a la empresa (Eddleston, Kellermanns, & Zellweger, 2008), o su horizonte de largo plazo (Zellweger, 2007).

Una aplicación efectiva del EC le permite a la empresa explotar su ventaja competitiva actual y explorar oportunidades futuras y competencias que se requerirán (Covin & Miles, 1999), y se le ha vinculado con la sobrevivencia de la EF, su rentabilidad y crecimiento (Lumpkin & Dess, 1996).

El modelo del EC se podría aplicar efectivamente a ambos, a las Pymes y a las EF, y aun cuando se ha criticado que este modelo se desarrolló para grandes corporaciones, sin embargo hay exitosas experiencias que confirman lo contrario (Covin & Slevin, 1989; Carrier, 1996) y a distintos niveles de una organización (Covin & Slevin, 1991).

El EC puede ser visualizado como un término sombrilla por distintos aspectos, niveles y etapas de actividades y procesos en los cuales una organización ya establecida opera emprendedoramente (Habbershon et al., 2010), y el concepto orientación emprendedora (OE) ha sido validado como un concepto medular del EC, aun en el concepto de la EF (Martin & Lumpkin, 2003; Nordqvist et al., 2008).

Desarrollo

La evolución de la empresa

Como se mencionara brevemente antes, y adaptando el enfoque de John Ward (1991) (ver Cuadro No. 1) a la realidad latinoamericana, la EF exitosa pasa normalmente por 4 etapas; la etapa del emprendedor, la del gerente funcional (sociedad de hermanos), la del director (consorcio de primos) y la del inversionista.

La primera, mejor conocida como la etapa del emprendedor, es cuando el fundador crea la empresa y se caracteriza por el diseño de los productos y su estrategia de mercadeo, unas finanzas y contabilidad básicas y así mismo con otros procesos. Habitualmente el emprendedor está solo con algunos colaboradores claves, pero todavía sin acompañamiento de miembros familiares.

Tabla 2. Retos de los propietarios por etapa de crecimiento

Etapa de propiedad	Actores	Retos o problemas dominantes de los accionistas
Etapa uno	Fundador / fundadores	Transición del liderazgo. Sucesión segura para el conyugue. Planificación de la herencia
Etapa dos	Sociedad de hermanos	Mantener el trabajo en equipo y armonía. Respaldar la propiedad de la familia. Sucesión
Etapa tres	Consorcio de primos	Tradición y cultura familiar. Resolución de conflictos familiares. Participación y papel de la familia. Vinculación con el negocio
	Dinastía familia	Visión y misión de la familia. Reparto de capital y asignaciones: dividendos. Liquidez para los accionistas

Fuente: adaptado de Ward (1991)

Luego viene la etapa del gerente funcional, que es aquella en que se empieza a poner orden en los procesos, se escriben políticas, y se ordenan los números (la finanza y la contabilidad), y se empiezan a poner controles. Es normalmente en esta etapa cuando entra algún miembro familiar clave, como la pareja del emprendedor o el hijo o hija mayor que juega un rol clave para que estos cambios se vayan dando.

Es en este preciso punto cuando la empresa se convierte en familiar, y dejamos de usar el término “emprendedor” y pasamos a usar el de “fundador”, y todo el sistema de hacer empresa se ve presionado a “mutar” a uno distinto, a uno que pretende un mundo más ordenado.

Hay una presión también por cambiar el sistema de toma de decisiones, que hasta ahora operaba verticalmente hacia abajo, saliendo del emprendedor

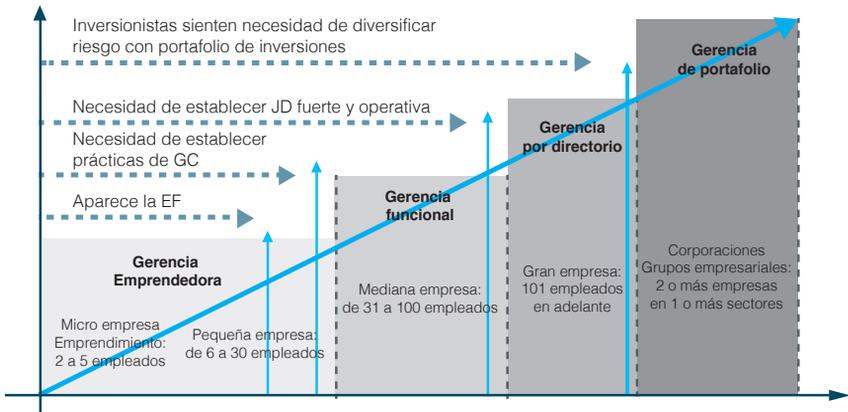
hacia a todos los demás, y ahora el miembro familiar que entró busca participar activamente de esas medidas.

Por otro lado el puesto de la persona “principal”, que es la del emprendedor en la primera etapa, debe de mutar a uno distinto, a uno que urgentemente debe de poner “orden” en los procesos, y es el de gerente con su equipo de gerentes funcionales, quienes han venido a especializar la gestión, y que son normalmente sus sucesores.

El reto aquí es saber si el emprendedor es la persona clave para hacer el rol de “gerente”; si lo logra, y se adapta a las demandas que su empresa le impone, entonces se profesionaliza la gestión, sea con él o ella a la cabeza de la AG o con algún hijo (a).

No quiere decir que el “espíritu” emprendedor o enfoque creador debe morir en la empresa, todo lo contrario, se acomoda a la nueva visión o estructura, toma un giro distinto que luego deberá desembocar en la innovación y con el intraemprendedor a la cabeza, y debe aprender a convivir con la etapa del “gerente”, que es quien tendrá la primacía, pues deberá poner orden en los procesos, hacer políticas, etc.

Figura 5. Etapa del inversionista o administrador de portafolios



Fuente: Centeno-Caffarena, 2014

El problema es que normalmente la mayoría de los emprendedores / fundadores se pierden en la línea de crecimiento de la empresa, no comprende los nuevos roles que se han abierto, ni el nuevo enfoque que necesita urgentemente, y les costará adaptarse a él.

Esto hace que este paso tan importante pase desapercibido, que luego viene a generar problemas mayores, como el de tener un emprendedor / fundador controlador cargado de trabajo, y envejeciéndose en la rueda operativa. Si el emprendedor/fundador es un emprendedor serial, se distrae creando otras empresas, y quita su interés de la empresa, que ahora es familiar, probablemente de tamaño mediano, y que necesita urgentemente un gerente. Pero sino, el emprendedor / fundador empieza a tomar decisiones que podrían lastimar la empresa, y aquella persona que antes tenía el pie en el acelerador de la empresa, ahora empieza a sacar la del freno, convirtiéndose él o ella en el principal obstáculo para pasar al siguiente nivel, pudiendo convertirse en el peor enemigo de la empresa, a menos que haya algo que se lo haga entender.

Si hay mucha distracción por parte de la familia, debido a los conflictos internos, las EFs en este punto son vulnerables a robos, atracos por agentes externos.

En esta etapa terminan de entrar otros miembros familiares, como hijos menores que antes estaban estudiando, y es posible que el fundador/emprendedor vaya tomando casi de forma obligada un rol más pausado y de gerente, o de delegar dicho rol en sucesores (as) mayores.

Aquí se recompone también la parte legal, pues los hijos e hijas quieren saber qué les pertenece, en qué porcentajes, y empiezan a demandar cuotas de poder, independencia, respeto y reconocimiento por parte de los padres.

La siguiente fase (tercera) es la fase del “accionista” y “director”; que es cuando el gerente funcional, que es miembro familiares, empieza a participar de su JD, y aprende un nuevo rol, el rol de estrategia que debe de preocuparse por identificar a dónde debería de estar su empresa en los próximos años.

En esta misma fase la familia propietaria desarrolla una sensibilización por atraer talento externo (profesionalización de la gestión) y poco a poco van abandonando esos puestos de la AG para quedarse en su JD.

Aquí entraríamos a la cuarta fase, que es la fase del inversionista, cuando la EF abre a su JD para que entren nuevos inversionistas externos, quienes terminan moldeando el rol crioilo a uno más competitivo y enfocado en agregarle valor a lo que se tiene.

En esta fase la familia propietaria se da cuenta de que hay que recomponer a la JD, considerando que una directiva exitosa requiere de varios elementos, algunos de los cuales son: (i) tener claro el rol de cada miembro, (ii) que los miembro tengan habilidades que aporten al crecimiento y desarrollo de la empresa, (iii) que tengan experiencia y calificaciones para cumplir su cometido, (iv) que tomen decisiones que vayan de acorde al mejor interés de la organización, (v) no identificar a tiempo situaciones que puedan afectar la empresa, (vi) enfoque pobre, y (vii) falta de trabajo en equipo.

La profesionalización de la EF

Aunque sabemos que la palabra “profesionalización” en la EF está reservada para cuando ésta organización se abre al talento externo y sus puestos claves se ocupan con profesionales especializados, haremos un ajuste al término y lo aplicaremos a 4 momentos claves en la vida de la EF exitosa, ya que pensamos que su definición clásica no abarca las distintas etapas por las cuales debería transitar el fundador y la familia propietaria (Centeno-Caffarena, 2015: 69), y que recién se explicaron anteriormente.

La primera profesionalización sería la del emprendedor, cuando éste tiene que tomar una decisión de si seguir en su puesto o cedérselo a un gerente externo para que pueda introducir a la empresa en el tema del orden interno; esta etapa que le permitirá a la familia del propietario entrar, y ocupar y apreciar los puestos claves de la AG. En esta etapa los miembros familiares consideran que ser gerente es el rol más significativo de la EF.

Luego vendrá la profesionalización de la gestión, que es cuando la empresa se abre a compartir la AG con el talento externo, y los familiares empiezan a reorganizar su JD, la que normalmente ya estaba ahí como un término legal identificado en su acta de constitución pero ahora fortalecida solo con miembros vinculados consanguíneamente, pero que ahora aprecian hacer aportes significativos desde ella. En esta etapa los miembros familiares se dan cuenta que el rol clave de la EF está en su directorio familiar.

La siguiente profesionalización sería la del directorio familiar, que es cuando la familia se da cuenta que “dirigir” la empresa en familia desde su JD, no solo es monótono, subjetivo, y a veces poco racional, pues tienen una visión familiar, ante un mundo globalizado que se mueve de acuerdo al mercado. En este punto la familia abre las puertas a capital externo, lo que provoca que entren no solo recursos frescos, sino talento estratégico y visionario, para definir con mayor precisión a donde se quiere llevar a la compañía para los próximos años.

La siguiente profesionalización sería la del “accionista” o “director” de la EF, que es cuando el accionista familiar que pasó por la JD de su empresa, está más enfocado a las finanzas de largo plazo (inversiones) y busca mayores tasas de retorno de su plata invirtiendo en proyectos emprendedores que considera ganadores. En esta etapa la empresa cuenta con miembros familiares con vocación de inversionistas.

Rol del intraempresedor en la EF que ha implantado prácticas de GC

La aplicación de prácticas de GC en la EF latinoamericana, se ha estado promoviendo entre la primera y la segunda profesionalización, pero no necesariamente conducen a la empresa a la tercera o aún menos a la cuarta profesionalización, si no se hacen los ajustes necesarios.

Para poder cosechar las bondades del modelo de EC es determinante crear el clima necesario en la empresa existente para promover la llegada de los nuevos emprendedores quienes contribuirán con la innovación, lo que es posible si existe la cultura corporativa apropiada.

Reinventando la empresa

Cuando se trata de reinventar la empresa, la idea es transformarla en algo significativamente distinta a lo que era antes (Guth & Ginsberg, 1990; Bieto, 2003: 113-114). Y esto supone:

- Compromiso real por parte de la familia propietaria, a llevar a cabo los cambios necesarios para que la empresa pueda pasar al siguiente nivel.
- Involucramiento inter-generacional y de nuevos directores externos
- Fortalecimiento de la JD
- Redefinir la misión de la empresa y su razón de ser.
- Establecer un nuevo modelo de negocios, de acuerdo a su mercado, necesidades a satisfacer y tecnología usada.
- Reformular las bases de la estrategia competitiva.
- Reorganización (ajustes al organigrama y al manual de puestos)
- Reasignar recursos en nuevas áreas de negocios y en la búsqueda de nuevas y más innovadoras combinaciones.
- Adquirir o crear nuevas competencias requeridas bajo el esquema del nuevo modelo de negocios.
- Institucionalizar el modelo.

Conclusiones y recomendaciones

Las EF incorporan cambios positivos en su comportamiento cuando desarrollan prácticas de GC y conforman estructuras de gobernanza que son manejadas exclusivamente por miembros familiares; sin embargo luego de un tiempo de operar el modelo, la familia propietaria se da cuenta de que la única manera

de adquirir una visión más global de su sector y de lo que acontecerá en él, es atrayendo talento externo a distintos niveles: a nivel funcional y principalmente a nivel de dirección.

Esta recomposición de la JD permitirá que el director familiar madure y vea su mundo de una manera más amplia, y que el rol clave es el de ser un miembro responsable de su directorio. Con el tiempo los directores valoran la importancia de ir mutando a “inversionistas” que lo que les interesa es multiplicar su capital con visión de corto plazo, más que involucrarse a manejar sus empresas de forma directa.

El modelo del EC se ha visualizado como el componente perdido para que una EF que ya cuenta con un modelo de GC pueda continuar creciendo y fortalecer su visión.

Bibliografía

1. ADONISI, Mandla (2003): "The relationship between corporate entrepreneurship, market orientation, organizational flexibility and job satisfaction", Doctoral Thesis, University of Pretoria.
2. Allio, M. K. (2004). Family businesses: their virtues, vices, and strategic path. *Strategy & Leadership*, 32(4), 24-34.
3. BARRINGER, B. R. & Bluedorn, A. C. (1999): "Corporate entrepreneurship and strategic management". *Strategic Management Journal*, 20: 421-444.
4. Barrionuevo, G. y Munt, J. (2003): "El gobierno empresarial en las empresas familiares. Instrumentos y acciones para superar los instantes críticos de la vida de la firma", CONICET.
5. Becht, M.; Bolton, P.; Roell, A. (2005): "Corporate Governance and Control", Finance Working Paper N°. 02/2002, August
6. Berle, A. A.; Means, G. C. (1932): "The Modern Corporation and private property. New York: MacMillan Press
7. BIETO, E. (2003): "La transformación emprendedora de la empresa: recreando la empresa", *Iniciativa Emprendedora* (40), Deusto, Investigaciones en Iniciativa Empresarial, Edición especial a cargo de ESADE, con la colaboración académica de IESE.
8. BLOCK, Z. & MacMillan, I. (1993): "Corporate Venturing". Boston, MA: Harvard Business School Press.
9. BURGELMAN, R.A. (1983b): "Corporate entrepreneurship and strategic management: Insights from a process study", *Management Science*, Vol. 29, Iss. 12, p 1349-1364
10. Cabeza-García, L. & Gómez-Ansón, S. (2007a): "Análisis de la influencia del gobierno corporativo en la performance empresarial", *WP*
11. Centeno-Caffarena, L. (2015): "Un modelo de gobierno corporativo que facilita el crecimiento y desarrollo de la empresa familiar. Una aplicación para Nicaragua". Tesis Doctoral. Enero, 2015. Universidad de Nebrija, España.
12. Centeno-Caffarena, L. (2016): "Entrepreneurship and family business phenomenon: corresponding, antagonist or indifferent from each other?" Chapter XVI of *The Handbook of Research on Social Entrepreneurship and Solidarity Economics*. May
13. Chrisman, J. J.; Kellermanns, F. W.; Chan, K. C.; y Liano, K. (2010): "Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles", *Family Business Review*, 23 (I), pp. 9-26
14. COVIN, Jeffrey and Miles, G. (1999): "Corporate entrepreneurship and the pursuit of competitive advantage", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 23 Issue 3, p 46
15. Covin, J. G., & Slevin, D. P. (1989). *Strategic Management of Small Firms in Hostile and Benign Environments*. *Strategic Management Journal*, 10(1), 75-87
16. COVIN, J.G., and Slevin, D.P., (1991): "A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.16, p 7-25.
17. Cruz, B. y Fabre, J. (2006): "La institucionalización de la empresa: Casos de éxito de gobierno corporativo". Centro de excelencia en gobierno corporativo y Global

- Corporate Governance Forum.
18. Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2006). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545-565.
 19. Eser, G.; Demirbag, O.; Yozgat, U. (2012): "The effects of family-business related characteristics and strategic planning on corporate entrepreneurship", The 8th International Strategic Management Conference
 20. FAST, N. D. (1977): "The Rise and fall of Corporate New Venture Division", UMI-Research Press.
 21. Galve, C. y Salas, V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas* 17(2), pp. 207-238
 22. Galve, C. y Salas, V. (1994): "Propiedad y resultados de la empresa: Una revisión de la literatura teórica y empírica", *Economía Industrial* 300, pp. 171-198
 23. Galve, C. y Salas, V. (1996): "Ownership structure and firm performance: some empirical evidence from Spain", *Managerial and Decision Economics* 17(6), pp. 575-586
 24. González-González, Patricia (2002): "EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL BRASIL Y EL PAPEL SOCIAL DE LAS EMPRESAS", *Estudios Gerenciales*, ICESI, Colombia
 25. GUTH, W. D. & Ginsberg A. (1990): "Corporate entrepreneurship". *Strategic Management Journal*, (Special Issue 11): 5-15.
 26. Habbershon, T., Nordqvist, M., & Zellweger, T. M. (2010). Transgenerational Entrepreneurship. In M. Nordqvist & T. Zellweger (Eds.), *Transgenerational Entrepreneurship: Exploring Growth and Performance in Family Firms across Generations* (pp. 1-38). Cheltenham: Edward Elgar
 27. HORNSBY, J. S., Kuratko, D. F. & Zahra S.A. (2002): "Middle managers' perception of the internal environment of corporate entrepreneurship: assessing a measurement scale". *Journal of Business Venturing*, Vol.17 Iss.3, p 253-273.
 28. IFC (2009): "Corporate Governance Board Leadership Training Resource Kit (IFC)", Tomado de Centro de Excelencia de Gobierno Corporativo.
 29. Jensen, M. C. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economic*, 3 (2): 305-360.
 30. KANTER, R.M (1983): "The change masters: innovation and entrepreneurship in the American corporation", New York, Simon and Schuster
 31. KANTER, R. M. (1985): "Supporting innovation and venture development in established companies". *Journal of Business Venturing*, 1: 47-60.
 32. KURATKO, D. F. (1993): "Intrapreneurship: Developing innovation in the corporation". *Advances in Global High Technology Management. High Technology Venturing*, 3: 3-14.
 33. Lansberg, I. (2001): "The reflective practitioner: A tribute to Dick Beckhard". *Family Business Review*, 14, 3-10.
 34. Lumpkin GT and Dess GG. (1996): "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance". *Academy of Management Review*, vol. 21, p135-172.
 35. Martin, L., & Lumpkin, T. (2003). From EO to "Family Orientation": Generational Di-

- ferences in the Management of Family Businesses. Paper presented at the 22nd Babson College Entrepreneurship Research Conference, Babson College
36. MERRIFIELD, D. B. (1993): "Intrapreneurial corporate renewal". *Journal of Business Venturing*, 8: 383-389.
 37. Naldi, L.; Nordqvist, M.; Sjoberg, K.; Wiklund, J. (2007): "Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms", *Family Business Review*, Vol. XX, No. 1, March, pp. 33-47
 38. NAMAN, J. & Slevin, D. (1993): "Entrepreneurship and the concept of fit: A model and empirical tests". *Strategic Management Journal*, 14: 137-153.
 39. Nordqvist, M., Habbershon, T. G., & Melin, L. (2008). *Transgenerational Entrepreneurship: Exploring EO in Family Firms*. In H. Landström, H. Crijns & E. Laveren (Eds.), *Entrepreneurship, Sustainable Growth and Performance: Frontiers in European Entrepreneurship Research* (pp. 93-116). Cheltenham: Edward Elgar
 40. OCDE (2004): "Principios de derecho corporativo de la OCDE", Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
 41. Olson, M. (1965): "The logic of collective action"
 42. PINCHOT, G. (1985): "Intrapreneuring: Why you don't have to leave the company to become an entrepreneur", Harper & Row, New York.
 43. PINCHOT, G. & Pinchot, E. (1978): "Intra-corporate Entrepreneurship", (school paper), Pinchot & Company (on line document), (www.intrapreneur.com)
 44. Pollak, R. (1985): "A Transaction Cost Approach to Familiar and Households", *Journal of Economic Literature*, no. 13, pp. 501-608
 45. Rabadán-Pérez, F. (2013): "La organización de la empresa familiar", tomado de http://www.pacorabadan.com/?p=649#_ftnref1
 46. Schulze, William S., Michael H. Lubatkin, Richard N. Dino, Ann K. Buchholtz (2001): "Agency relationships in family firms: theory and evidence". *Organization Science*. Vol. 12 No 2, marzo-abril: 99-116
 47. Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003): "Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion among the Directors of Private Family Firm". *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
 48. Schumpeter, J. A. (1934): "The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle"
 49. SHARMA, P.; Chrisman, J. (1999): "Toward a reconciliation of the definitional issues in the field of corporate entrepreneurship", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23, Iss 3, p11-27.
 50. Shepherd, D., & Zahra, S. A. (2003). *From conservatism to entrepreneurialism: the case of Swedish family firms*. Unpublished Paper. . University of Colorado. Boulder, CO
 51. STEVENSON, H. H. & Jarillo, J. C. (1990): "A paradigm of entrepreneurship: entrepreneurial management". *Strategic Management Journal*, (Special Issue 11): 17-27.
 52. STOPFORD, J.M.; Baden-Fuller, C.W.F. (1994): "Creating corporate entrepreneurship", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, Iss. 7, p 521-536
 53. THORNBERRY, N. (2001): "Corporate Entrepreneurship: Antidote or Oxymoron". *European*
 54. VECIANA, J. (1996): "Generación y desarrollo de nuevos proyectos innovadores,

- venture management o corporate entrepreneurship”, *Economía Industrial*, No. 310.
55. VESPER, K.H. (1984): “Three faces of corporate entrepreneurship: A pilot study”, en Hornaday, J. A.; Tarpley, F.; Timmons, J. A.; Vesper, K.H. [eds.]: *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, Wellesley, MA, p 294-326.
 56. Ward, J. L. (1987): “Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership”. San Francisco: Jossey-Bass.
 57. Ward, J. L. (1991): “Creating Effective Boards for Private Enterprises”, Jossey-Bass Publishers.
 58. Wigodski S., T., Zúñiga G., F. (2003): “GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE DESPUÉS DE LA LEY DE OPAS”, Departamento de Ingeniería Industrial. Universidad de Chile. WP
 59. Zellweger, T. M.; Nason, R. S. & Nordqvist, M. (2011): “From longevity of firms to transgenerational entrepreneurship of families: introducing family entrepreneurial orientation”, *FBR*, 1-20
 60. Zellweger, T. (2007). Time Horizon, Costs of Equity Capital, and Generic Investment Strategies of Firms. *Family Business Review*, 20(1), 1-15.

Elección, sucesión y sesgos: explicación heurística de su paralelismo en la toma de decisión del sucesor o sucesora en la empresa familiar dominicana.

Claudia Brito, Ph.D

Investigadora Asociada del Instituto de Investigación en Gestión de Organizaciones de la Universidad de Bordeaux (IRGO)

Experta en Equidad de Género en las Empresas

Docente Invitado UTEG

cbritobruno@gmail.com

Introducción

Los modelos normativos no logran explicar las “irregularidades” o “sesgos” que encontramos en el estudio del comportamiento de los individuos tomadores de decisiones en las empresas. Esta posición se apoya en los hallazgos de Kahneman y Tversky (1979) al señalar que en el mundo real los sujetos toman decisiones sin recurrir a las leyes de las probabilidades en particular a la teoría de la utilidad esperada, sino que, por el contrario, utilizan razonamientos de descubrimiento sumarios (heurística selectiva) o reglas de sentido común.

En un estudio de casos pionero en la empresa familiar dominicana fueron descritos dos sesgos: el de percepción selectiva y el compromiso emocional. El primero definido como la incapacidad de los tomadores(as) de decisiones para analizar y aceptar información cognitiva y emocional que vaya en contra de las atribuciones personales en el proceso de elección del sucesor(a), como una especie de obnubilación óptica, y el segundo, plantea que las personas se sienten más o menos comprometidas con lo que pasa a su alrededor siempre que ellos hayan tomado decisiones o emitido juicios acerca de los hechos o decisiones. Se concluyó que estos sesgos aparecen en un plano inconsciente de percepción de la información cuando se ponen en marcha los modelos de decisión en el proceso de elección y pueden producir decisiones comprometedoras del futuro generacional de la empresa.

Palabras claves: empresa familiar, toma de decisión, heurísticas, sesgo, cognición, consciente, inconsciente.

Aproximación Teórica

La empresa familiar (EF) tiene un papel central en todo tipo de economías, tanto en las altamente desarrolladas como en Europa y EE.UU como en zonas en vías de desarrollo (IFERA 2003; Gallo 1993; (Cappuyns, Astrachan, & Klein, 2003) (Astrachan & Shanker, 2003).

En Latinoamérica han sido llevadas a cabo algunas investigaciones que identifican las empresas familiares dentro de su ámbito de estudio, aportando algunos datos que constatan su importante presencia y papel económico en algunos países (Khulman, 1996) (Kajihara, 1998) Poza (1995) (Davis J. A., 2006). Un reciente estudio señala que en Latinoamérica un 85% de las empresa son familiares, que son responsables del 60% del PIB y del 70% del mercado laboral.

Asimismo concluye que el 47% de dichas empresas están en su primera generación, un 29% en su segunda generación, un 14% está siendo manejada tanto por la primera como por la segunda generación y un 10% por la cuarta generación (Englisch, Hall, & Astrachan, 2015).

En República Dominicana desconocemos esta cifra debido a la poca investigación sobre las empresas familiar, sin embargo un estudio pionero sobre la empresa familiar dominicana señaló que ésta se encuentra básicamente en su primera y segunda generación, con algunos.

Casos específicamente en las grandes empresas en la tercera generación (Van der Linder & Bello (2001). Esta descripción de la EF dominicana, puso en evidencia la importancia del inminente cambio generacional en estas empresas, y la necesidad del establecimiento de procesos planificación de la sucesión, entendidos como una posible estrategia de la empresa (Longenecker & Schoen, 1978); (Churchill & Hatten, 1987); (Goldberg S. , 1996); (Lea, 1993), que podría ser una fuente importante de conflictos que atente contra la unidad de la empresa familiar (Cappuyns, K. 2005), con consecuencias tan drásticas como la propia desaparición de la empresa.

Respecto al potencial de conflicto que implica la sucesión algunas estadísticas indican que un 70% de los negocios familiares fallan al sobrevivir de la primera a la segunda generación y 90% de los negocios familiares lo hacen en la tercera (Kets de Vries, 1993).

Davis J. (2006) sostiene que la empresa familiar latinoamericana enfrenta problemas básicos y uno de ellos es el que se reconoce como común en las

empresas familiares en el mundo: la sucesión, explica que preparar e involucrar a la siguiente generación, y de evaluar sus competencias, valores y habilidades para tomar el control y hacerlo de una forma apropiada para el futuro es una de las debilidades más importantes de las empresas familiares.

Asimismo, en ese intento por caracterizar la empresa familiar Latinoamérica se afirma que ésta sigue el patrón de un modelo patriarcal de liderazgo, por lo que la tarea principal de estas empresas ha sido encontrar el nuevo líder simbólico y operacional que preserve lo mejor posible la estabilidad del sistema empresa y familia, y a su vez represente al líder simbólico y operacional (Lansberg y Gersick (2006).

En ese sentido, la gobernanza de la empresa plantea un doble rol: por una parte, los líderes deben construir una visión de la empresa que permita el desarrollo del aprendizaje en la organización, y por otra, deben detectar y aumentar las “oportunidades de crecimiento” de manera individual, lo cual es complejo.

En línea con lo anterior, Lambrecht (2005) señala que para las familias lograr un gobierno sano deben tener presente lo siguiente: primero, que los miembros individuales pertenecen a la familia y al negocio, y segundo, que lo más importa es el INDIVIDUO. Es por ello que nuestro interés se centra en el análisis de la elección del sucesor o sucesora de la empresa familiar desde la diversidad cognitiva Cohen (1984), y desde el rol que juega el liderazgo del predecesor en dicho proceso de elección.

En una empresa familiar los individuos desempeñan varios papeles (Davis & Tagiuri, 1996), los miembros de la familia toman las decisiones más importantes, y es la familia la que establece modalidades de gobernanza destinadas a salvaguardar a largo plazo los intereses de la misma familia. Esta modalidad de desarrollo de la toma de decisiones plantea el problema del solapamiento de las funciones de los individuos y con ellos el de la familia y la empresa.

Construcción de un modelo de representación

Si los modelos de toma de decisión en las empresas familiares inician desde su fundación, la literatura tiene razón en el papel que le ha reservado a la persona fundadora o al predecesor en la empresa familiar.

El fundador se ha constituido en la representación más clara y plausible de los elementos definitorios del líder en la empresa familiar y esos elementos están irreversiblemente relacionados con un contexto histórico y posiblemente mimético de la empresa familiar (Venter, Kruger, & Herbst, 2007); (Croutsche & Ganidis, 2008). Cuando el líder principal es además el fundador de la firma, este normalmente adquiere una estatura simbólica que se impregna en muchos

aspectos en la cultura empresarial (Davis & Habershon (1999); Davis (1968) Lansberg (2000).

En relación con las ideas anteriores, hay preguntas claves a responder: ¿es la persona predecesora un prototipo de modelo en la empresa familiar? y ¿cómo se traspasa ese “modelo” a las siguientes generaciones?

Matthews et al., (1999) integraron la teoría social del procesamiento de información al estudio del liderazgo del predecesor y de la persona posible sucesora de la EF. La premisa fundamental de su planteamiento es que los individuos perciben y procesan información ¹ en términos de categorías abstractas definidas en esquemas o prototipos² diferentes y a través de un proceso cognitivo conocido como categorización. Al categorizar los objetos, estamos en posición de hacer suposiciones acerca de cómo serán los estímulos, y claro, tales suposiciones sobre los objetos, las personas y los grupos son necesarias para tomar decisiones conductuales rápidas y eficaces (Workel, 2002). De la categorización de las personas por sexo, raza, edad, ocupación y muchas otras características nacen los estereotipos, los cuales tienen consecuencias cognoscitivas inmediatas e importantes (Hamilton, 2005).

El análisis del proceso de categorización es un medio para comprender y explicar las diferencias en el liderazgo entre hombres y mujeres en la empresa familiar, es así como Eagly & Johnson (1990) encontraron que los empleados consideran a hombres y mujeres igualmente eficaces en término de su capacidad de liderazgo, sin embargo, otras investigaciones sugieren que las mujeres líderes son más propensas a ser criticadas cuando su comportamiento no sigue los patrones de liderazgo estereotipados, en una clara diferenciación basada en el género de las personas.

Lo que es importante es hacer notar que la categorización independientemente de la forma en que se desarrolle a nivel cognitivo, ejerce una influencia en el proceso de construcción de modelos o prototipos en las personas o grupos (Cantor & Mischel (1977). Ahora bien, cuando el comportamiento que se percibe es comparado con los esquemas o prototipos categorizados, tanto la percepción como el recuerdo de la conducta del individuo pueden contener sesgos de categorización, basados en lo que conocemos como prejuicios.

Además del género, la primogenitura es otro ejemplo de ello. En un estudio

1 El trabajo de Miller (1956) sobre las limitaciones en la cantidad de información que es capaz de recibir, procesar y recordar la memoria inmediata, y su relación con la duración del juicio absoluto, determinaron el estudio por parte de los psicólogos de la capacidad cognitiva, y fue una piedra angular de lo que hoy conocemos como psicología cognitiva. El enfoque cognitivo en la empresa distingue dos tipos de conflictos potenciales en las organizaciones: los relativos a la forma en que las diferentes partes interesadas comparten la “rentabilidad de la organización”, y la existencia dentro de la organización de diferentes “esquemas cognitivos”, maneras de pensar, de preguntar y de resolver problemas, organizar la producción y comprender el juego de la competencia (Langlois & Robertson, 1999).

2 Estos esquemas o prototipos pueden basarse en fuentes formales o informales de información y permiten reducir la cantidad necesaria para ser procesada y almacenada y por tanto lograr “economía cognoscitiva”.

realizado por Sharma & Rao (2000) ambos autores afirman que la primogenitura sigue siendo un modo muy utilizado para el traspaso del poder en países como India, en donde en los casos donde existen hermanos más jóvenes y capaces, se les proporcionan zonas autónomas de operaciones, sin embargo, el hijo mayor normalmente se mantiene como el dirigente. Es una especie de ritual simbólico donde el joven rinde homenaje al dirigente (Dutta (1997), citado en Sharma & Rao (2000).

En occidente, aunque la tendencia es menor, existen datos que sugieren que los hijos son aun los preferidos con relación a las hijas como sucesoras de la empresa familiar (Rosenblatt et al., 1985); (Barnes, 1988); (Stravou, 1999); (Vera & Dean, 2005).

Tanto en el caso del género como en el ejemplo anterior sobre la primogenitura (Cabrera, 1998); (Cabrera & García, 2005), la información cultural produce un esquema³ de pensamiento y decisión grupal atribucional en donde el hijo primogénito es categorizado como el sucesor de la empresa solo por ser el mayor de la familia y además hombre.

Atributos del predecesor o fundador: cualidades de legitimización de la persona sucesora

La percepción ⁴ que tienen los sucesores y sucesoras es que la empresa fue una labor del predecesor Cadieux et al., (2002). Los predecesores o fundadores son considerados “héroes”, son vistos como conocedores de los secretos de la historia de la familia y su influencia está relacionada con los valores que transmiten (Dyer, 1986; Schein, 1983) (Kets de Vries & Miller, 1993) García & López (2001). Algunos autores han sugerido que cuanto más tiempo dure el líder, en este caso definido como un prototipo en la empresa familiar, mayor será la probabilidad del “sesgo de halo”, comparable con el “sesgo de la representatividad ⁵” descrito por Kahneman & Tversky (Mount & Thompson (1987).

Nuestra premisa es que el predecesor como líder de la empresa posee una serie de cualidades y formas de comportamiento que permiten categorizarlo como

3 *Un esquema es una estructura cognoscitiva que comprende nuestros conocimientos generales sobre cualquier persona, objeto o hecho (Fiske & Taylor). La palabra “esquema” proviene del término griego skhèma que significa “forma”, y se refiere a la forma o esbozo general de lo que sabemos sobre alguien o algo. Las personas guardamos muchos tipos de esquemas, entre ellos los sociales que contienen nuestros conocimientos acerca de individuos y ciertas clases de personas.*

4 La calidad de las relaciones viene dada por nuestras percepciones. Brockhaus (2004) definió como central la calidad de las relaciones entre el líder y el posible sucesor(a) desarrolladas a lo largo de la vida en familia. Así, por ejemplo, podemos hablar de los modelos de aprendizaje y su papel en la percepción del individuo sobre la empresa y sus miembros. Goldberg & Wooldrige (1993) concluyeron que el sucesor(a) eficaz tiene relaciones perceptiblemente mejores con sus padres (dirigentes-dueños) y de respeto mutuo, entendidas como confianza, ayuda, comunicación y aprendizaje colaborativo.

5 Regla práctica común para juzgar si una persona forma parte de un grupo.

representativo ⁶ del legado de valores, habilidades y experiencia, percibidas como atributos personales indispensables para el mantenimiento de la empresa familiar, y que la vía de transmisión de ese modelo prototípico basado en atributos a la familia y la empresa, son los vínculos (Sorenson (2000) Bhappu A., (2000) (Bartlett & Ghoshal, 2002).

Este punto nos planteamos la siguiente pregunta de investigación:

¿Cuál es el mecanismo cognitivo mediante el cual las personas tomadoras de decisiones eligen a la persona sucesora en la empresa familiar?

Heurísticas en la empresa familiar: una alternativa viable

Teniendo como preceptos central la psicología cognitiva ⁷, sostenemos que el razonamiento en la elección del sucesor en la empresa familiar no se guía necesariamente por el cálculo matemático de probabilidades, (Hollander & Elman, 1988) y que más bien parece existir una exposición a un modelo de razonamiento más de tipo heurístico intuitivo (Gilbert, 1989), (Gilbert, 2002), (Wilson, 2002), (Epstein, 2003), que se podría relacionar con las prácticas cognitivas cotidianas en la empresa familiar, y que han sido construidas a partir de la formación de juicios y de procesos de categorización cognitiva.

Al respecto Basly S., (2005) realizó una comparación entre las empresas familiares y las no familiares proponiendo una lógica de toma de decisiones diferente en cada una y poniendo de relieve la dimensión dominante, el proceso, la velocidad y los supuestos en que se sustenta la decisión y señalando que la empresa familiar se rige por una dimensión afectiva (cuadro).

6 Una representación es un estado físico (como las marcas en una página, los campos magnéticos en un computador, o las conexiones neuronales en un cerebro) que representa un objeto, un suceso o un concepto (Kosslyn) pero lo más importante de ella es que pueden transmitir información de aquello que representa.

7 La diferencia entre intuición y razonamiento ha Según Kahneman el sistema perceptivo y las operaciones intuitivas del Sistema 1 generan impresiones de los atributos de los objetos de percepción y pensamiento. Estas impresiones no son voluntarias, y no se precisa que se expliciten verbalmente, sino que se convierten en juicios explícitos e intencionales independientemente de que se verbalicen o no. Por lo tanto podemos suponer que el Sistema 2 interviene en todos los juicios, independientemente de que su origen se base en impresiones de un razonamiento deliberado, por lo que la percepción de los objetos tiene una influencia directa sobre lo que creemos sobre ellos ha sido un tema de considerable interés para los psicólogos (Chaiken & Trope, 1999), (Gilbert, 2002), quienes han llegado a un acuerdo sustancial sobre las características que diferencian los dos tipos de procesos cognitivos, para lo cual se han propuesto los nombres de Sistema 1 y Sistema 2 (Kahneman, 2003a), (Stanovich & West, 2002).

Tabla 3. Características del proceso de toma de decisión dentro de la empresa

Empresa	No familiar	Familiar
Dimensión dominante	Dimensión racional	Dimensión afectiva
Proceso de decisión	Dimensión jerárquica	Centralizado por el fundador
Velocidad en la toma de decisiones	Lenta	Rápida
La decisión se basa en...	la argumentación racional, la justificación	la intuición íntima y la arbitrariedad del fundador

Fuente: (Basly S. , 2005)

La evidencia empírica señala que los resultados que derivan de un razonamiento de tipo heurístico y que difieren de las conclusiones a las que llegaríamos utilizando el cálculo de probabilidades son consideradas “defectos” o “sesgos”. Los sesgos son una fuente de error sistemática y predecible que provienen de la imposibilidad de tomar en cuenta las características relevantes o la tendencia a responder a características irrelevantes (Eraña, 2003). En general los sesgos se producen principalmente por el uso de heurísticas, las cuales son reglas generales o atajos mentales que pueden llevar a una solución, y que pueden aumentar las probabilidades⁸⁹ de éxito para una solución pero no garantizarlo (Gingerezed & Todd, 1999), (Bröder, 2000), (March, 2002).

Siguiendo a Kahneman & Tversky (1979) hay tres tipos de heurísticas que pueden ser encontrados en la toma de decisiones en un contexto de incertidumbre:

Heurística de representatividad: que permite determinar si un ejemplo determinado pertenece o no a una categoría específica evaluando en qué medida es tan característica de dicha categoría. Es una suposición del tipo: ¿Cuál es la probabilidad de que el objeto A pertenezca a la clase B? ¿Cuál es la probabilidad de que el hecho A tenga su origen en el proceso B? En este tipo de heurística las probabilidades se evalúan en función del grado de representatividad de (B) con respecto de (A).

Heurística de disponibilidad: supone que la gente evalúa la frecuencia de una clase o la probabilidad de un acontecimiento en función de la facilidad con la que

8 Los primeros modelos normativos que se elaboraron fueron el de la Utilidad esperada de Bernoulli (1954), el de la Utilidad de Neuman y Morgenster (1944), y el de la Utilidad subjetiva esperada de Savage (1954); todos son estadísticos, se derivan de la Teoría Clásica de la Probabilidad e incluyen el valor objetivo de cada alternativa.

9 Las críticas más importantes al Principio de Bernoulli se derivan de la psicología. Mediante una serie de experimentos sencillos Khaneman & Tversky (1979) demostraron que las suposiciones de Bernoulli correspondían a un análisis preceptivo, lo que es sensato o razonable hacer partiendo de una descripción de las elecciones de una persona razonable (Gigerenzer, et al., 1989). Otra de las críticas al modelo Bernoulliano es la preocupación exclusiva por el largo plazo, debido a que el largo plazo no es aquel en el que se vive la vida. Khaneman y Tversky llamaron “el error de Bernoulli” a esta falacia con relación al decisor.

le vienen a la mente casos o ejemplo de ese tipo de acontecimiento, o la facilidad de evocación en el proceso de recuperación de información en la memoria. Por ejemplo, si lo que nos interesa es estimar el volumen de una habitación, podemos hacerlo comparándola con el tamaño de una habitación de la que ya conocemos su medidas, y a partir de esa comparación hacer una estimación.

Heurística de Ajuste y Anclaje: en que se realizan estimaciones a partir de un valor inicial para producir la respuesta final (Carretero & Garcia-Madruga, 1984). El valor inicial, o punto de partida, puede venir sugerido por la formulación del problema o puede ser el resultado de un cálculo parcial, por lo que puntos de partida diferentes producen estimaciones diferentes o sesgadas hacia valores iniciales.

A partir de estos tres heurísticos vinculados al modelo evolutivo tridimensional de Gersick et al., (1997)¹⁰ propusimos el desarrollo de un modelo cognitivo de toma de decisión sobre el sucesor o sucesora en la empresa familiar.

Aproximación Metodológica

Los fundadores de las empresas familiares fueron el elemento clave de esta investigación por tres motivos: han promovido y desarrollado actividades empresariales exitosas, han configurado una organización y un modelo de decisión personal, y siguen siendo los tomadores de decisiones más importantes dentro de la empresa. Esta afirmación no significa que los posibles sucesores o directivos de la empresa no tengan relevancia; ellos se constituyeron en uno de los elementos de validación de la investigación.

Objetivos de la investigación

Nos centramos en el estudio del uso de heurísticas como una posible estrategia utilizada para la elección del sucesor o sucesora en empresas que han pasado por el relevo de una generación mínimas, y planteamos tres objetivos a saber:

Objetivo 1: Describir el proceso de categorización atributivo del predecesor en la empresa familiar.

Objetivo 2: Determinar el mecanismo cognitivo utilizado en la empresa familiar en la toma de decisión sobre la elección del sucesor o sucesora.

Objetivo 3: Explicar los cambios que se generan en el modelo heurístico de toma de decisión en las etapas de desarrollo del eje de la propiedad.

Para lograr nuestros objetivos fueron establecidas una serie de proposiciones teóricas o premisas de investigación:

¹⁰Para estos autores, la empresa familiar podría describirse a partir de su situación respecto a un eje tridimensional formado por la familia, la empresa y la propiedad.

74 Memorias primer workshop

P1a En la empresa familiar se produce un efecto de categorización y modelado del predecesor-fundador.

P1b El proceso de categorización es atributivo y se desarrolla a partir de los valores del predecesor-fundador.

P1c El efecto de la categorización en la empresa familiar es un “prototipo” o modelo de liderazgo.

P1d El prototipo se traspa a la empresa y familia a través de vínculos.

P2a El modelo cognitivo que opera en la elección del sucesor(a) en la empresa familiar es de tipo heurístico.

P2b En la toma de decisión de la etapa de predecesor-fundador a la sociedad de hermanos la sucesión se produce utilizando la heurística de representación.

P2c En la toma de decisión de la etapa de sociedad de hermanos a sociedad de primos la sucesión se produce utilizando la heurística de disponibilidad.

P2d En la toma de decisión de la etapa de sociedad de hermanos a dinastía la sucesión se produce utilizando la heurística de ajuste y anclaje.

Para fines de esta investigación una empresa familiar es aquella que presenta dos características puntuales a la hora de establecer la continuidad del negocio familiar: la primera es que el futuro deseado debe ser desarrollado por la familia (todos los miembros), y la segunda es que debe tener potencial para que ese futuro deseado sea perseguido a lo largo de las futuras generaciones (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999).

La empresa familiar dominicana ha sido poco estudiada y una de las limitaciones que confrontamos en este trabajo fue la falta de información tanto cuantitativa como cualitativa sobre ella, por lo que fue desarrollada una fase experimental sólida que básicamente permitió el diseño, prueba, revisión y validación de los modelos propuestos.

Por su naturaleza y objetivos, la investigación fue de tipo exploratoria-descriptiva, con una lógica abductiva (Charles Peirce, citado en (Bar, 2005); Rodríguez (2005), en donde el estudio de casos se presentó como la estrategia más adecuada para centrarnos en la comprensión de las dinámicas presentes y propuestas en nuestros objetivos de investigación (Hlady, 2002); Marshall & Rossman (1989) Yin (1994).

Selección de los Casos de Investigación

Uno de los aspectos sobre los que no hay acuerdos a la hora de realizar investigaciones de carácter cualitativo es el número de casos que son suficientes para la realización satisfactoria del estudio, sin embargo, la revisión bibliográfica de estudios realizados por un solo investigador con características similares a éste nos puso de manifiesto que el número de casos normalmente se sitúa entre seis y diez (Bulgerman, 1983). Por esta razón se realizó un estudio multi-casos -seis casos- con lo que nos acercamos a la representatividad teórica, la variedad, el equilibrio y el potencial de descubrimiento para beneficio de la investigación (Hlady, 2002).

Los seis caso son integrantes de las 90 principales grandes empresas dominicanas, con un promedio de fundación de 77.5 años, con mínimo 2 sucesiones en su historia, pertenecientes a cuatro sectores e industrias y con un total de 3,133 empleados directos en total.

Los casos fueron seleccionados basándonos en cinco criterios: la representatividad teórica, variedad, equilibrio, potencial de descubrimiento, y consideración de los objetivos de investigación (Hlady, 2002).

Los principales informantes de los estudios de casos fueron los predecesores, sucesores y sucesoras, familiares en la empresa, empleados e historiadores de los casos.

Para la obtención de datos empleamos las siguientes tres técnicas de investigación: la entrevista no-directiva y semi-directiva, la observación no-participa y el análisis de datos secundarios.

Debido al nivel de certeza y confiabilidad que debíamos procurar para llevar a cabo esta tarea, así como la cantidad de información que fuimos recopilando en el proceso decidimos usar el programa NVIVO en su versión 9, del fabricante de software QSR¹¹.

Este programa supone una separación entre la producción y el análisis del diccionario de datos y los temas, en una interpretación común a todos los documentos (Wacheux & Kosrenelly, 2007).

Para dar cuenta de la validez del estudio de casos fueron utilizados criterios como la multi-angulación teórica, la variedad en la selección de las personas entrevistados, el análisis y comparación de los datos inter e intra-casos, así como la validación por pares.

¹¹QSR NVivo9 es un programa altamente avanzado para el manejo de datos cualitativos en proyectos de investigación (Bazeley, 2007), con el cual los investigadores pueden gestionar tanto datos enriquecidos, como texto enriquecido (usando negrita, cursiva, colores u otros formatos), ampliar su habilidad para editar, visualizar códigos y vincular documentos, filtrarlos, manejarlos y registrarlos (Richards, 2002).

Discusión de Resultados

Descripción del proceso de categorización atributivo del predecesor en la empresa familiar.

Los resultados muestran una red de características inherentes a la elección del sucesor o sucesora en la empresa familiar, en especial el proceso de categorización relacionada con la información que se genera a partir del predecesor y el potencial sucesor en la empresa familiar. En esta red aparecen una serie de relaciones teóricas que muestran aspectos lineales de la toma de decisión del sucesor o sucesora dominicano.

Los resultados muestran una serie de características inherentes a la elección de la persona sucesora en la empresa familiar relacionadas estrechamente con el proceso de categorización de la información que se genera a partir del predecesor y los candidatos a sucesores.

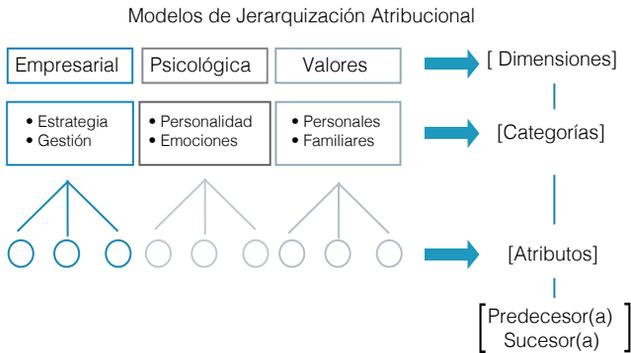
Para explicar todo ello, hemos movilizado teorías que no son mutuamente excluyentes sino que tienen una relación de complementariedad con los puntos de vista de los datos empíricos presentados (Arduino, 2000) (Nicolescu, 1994) (Pineau, 2007) (Alhadeff- Jones, 2008).

En todos los casos estudiados aparecen atributos relacionados con la gestión, la estrategia, la personalidad¹² y los valores de los predecesores y sucesores. Estos atributos son una fuente de información conductual importante de que disponen los individuos y que influyen en el imaginario del liderazgo de la empresa.

En cada dimensión encontramos categorías; por ejemplo, en la dimensión empresarial tenemos la estrategia y la gestión, en la dimensión psicológica encontramos constructos individuales como la personalidad, inteligencia y emociones, y finalmente en la tercera dimensión, la valorativa, se encuentran los valores personales, familiares y empresariales. Finalmente cada categoría encierra un número específico de atributos (indicadores) definidos para la empresa familiar (figura 6).

¹²En un estudio comparativo Sharma & Rao (2000) definieron los atributos de los sucesores(as) perceptiblemente mejor considerados por los predecesores en empresas familiares canadienses e indias. Identificaron 30 atributos que dividieron en seis categorías generales: relación del sucesor(a) con el predecesor; relaciones con los miembros de la familia, posición en la familia, competencia, rasgos de personalidad y su involucramiento en la empresa familiar.

Figura 6. Modelo dimensional atributivo

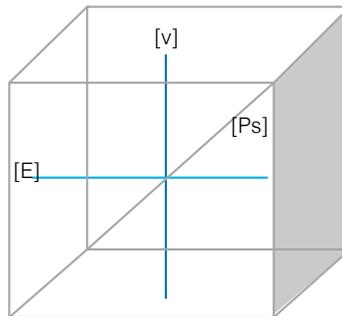


Fuente: elaboración propia

El análisis sobre el proceso de categorización, derivó en un modelo atributivo dimensional basado en la agrupación de varios atributos que fueron aislados a partir de los estudios de casos los individuos. (figura 7). Como se puede observar el modelo está basado en tres dimensiones básicas:

- 1) Empresarial (E)
- 2) Psicológica (Ps)
- 3) Valorativa (V)

Figura 7. Modelo atributivo dimensional en la toma de decisión para la elección del sucesor(a)



Fuente: elaboración propia.

Vínculos: un medio de transmisión de modelos o prototipos atribucionales en la empresa familiar

Los líderes de las empresas familiares dominicana reconocen en los vínculos políticos e informacionales su materia prima para el establecimiento de relaciones permanentes y el desarrollo de su liderazgo al exterior e interior a la empresa. Estas relaciones son llamadas “vínculos” por Hirigoyen (2002), y no son más que una “unión” que “determina la estructura y el comportamiento organizacional de la empresa familiar”. El gobierno está influenciado en estas empresas por esta “red de personas que crean vínculos” (Schein, 1983) (Venter, Boshoff, & Mass, 2005).

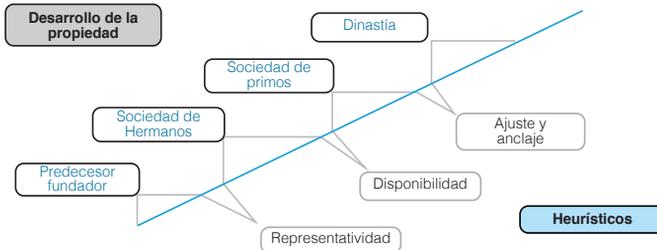
Uno de los supuestos de este trabajo es que el papel de los vínculos en la sucesión de la empresa familiar es constituirse en una forma de legitimización del sucesor o sucesora en la empresa familiar.

La propiedad como indicador del uso de una determinada forma heurística

Originalmente nuestras premisas de investigación suponían que las heurísticas estaban definidas por las etapas del desarrollo de la propiedad, y que en las empresas que estuvieran en la etapa de sociedad de hermanos tomarían la decisión de su sucesor o sucesora utilizando la heurística de representatividad, y que las que eran un consorcio de primos lo harían a través de la disponibilidad y finalmente las dinastías, se realizarían por ajuste y anclaje (figura 8).

Sin embargo los resultados de la investigación plantean que tanto en la sociedad de hermano como el consorcio de primos la heurística que presenta evidencia de aparición es la de representatividad.

Figura 8. Modelo heurístico de elección del sucesor(a) en la empresa familiar dominicana



Fuente: elaboración propia

Sesgos en el proceso de selección del sucesor o sucesora en la empresa familiar

Como explicamos antes, el uso de heurísticas podría derivar en la producción de sesgos que influyen en la toma de decisión del sucesor o sucesora en la empresa familiar dominicana.

En el desarrollo del proceso de elección del sucesor o sucesora aparecen varios sesgos como son el de “percepción selectiva” y el “compromiso emocional”. El sesgo de percepción selectiva surge a partir del proceso atributivo del sucesor llevado a cabo por el predecesor en donde éste, a partir de categorizarlo, lo compara consigo mismo y en un “efecto espejo” lo convierte en su objeto de identificación en la empresa. Con ello el predecesor se perpetúa a través del sucesor o sucesora en la empresa familiar y es por ello que durante el proceso de toma de decisión de elección, el predecesor es la persona que elige, promueve y de cierta forma impone al sucesor. Este sesgo se visualiza en las empresas latinoamericanas a través del concepto de orgullo, en donde una vez que un individuo define públicamente una posición sobre algo, es muy difícil que reconsidere su posición sin sentir vergüenza. Admitir un error en el propio argumento o cambiar de punto de vista, incluso como resultado de nueva información, puede ser visto como humillante por los líderes de la empresa familiar latinoamericana (Lansberg & Gersick, 2006).

De su parte, el sucesor se relaciona con el “síndrome del patito feo” tomado del famoso cuento infantil de Hans Christian Andersen¹³, en donde al momento de identificarse con sus iguales, el patito (sucesor o sucesora), es percibido como “perfecto” por la camada de cisnes (predecesores), puesto que está o debería estar hecho a la imagen y semejanza del resto de la camada.

En el proceso de elección, el sucesor juega un papel pasivo y más bien se convierte en una especie de objeto de compensación del predecesor.

El segundo sesgo es el de compromiso emocional, su definición sugiere que las personas se sienten más o menos comprometidas con lo que pasa a su alrededor siempre que ellos hayan tomado decisiones o emitido juicio acerca de los hechos, acontecimientos, decisiones, etc. Este tipo de sesgo se asocia con los predecesores al momento de presentar sus “elegidos” en la empresa o en la familia. Es una especie de enamoramiento con sus ideas (Martín & Álvarez, 2000).

Hemos visto como los predecesores son considerados como legados, modelos o maestros en la empresa familiar dominicana; esto encierra varios peligros. El primero de ellos fue descrito por Lansberg (1988) y es la trampa en la que el narcisismo puede obligar a las familias a idealizar a los fundadores hasta el punto

¹³Cuento original en (Andersen, 2003).

de minar su sentido de identidad, autoestima e incluso la competencia de los miembros de la familia, especialmente entre los potenciales sucesores.

Uno de los aspectos más importantes que encontramos en este trabajo fue la tendencia de los sucesores a definirse no sobre su idea de sí mismos sino en términos de su relación con la figura central: el predecesor, o a verse como su sombra o su extensión en la empresa. El principal peligro que conlleva este tipo de situaciones es que pueden producirse sesgos grupales que se introducen a partir de sesgos.

Conclusión

Puede resultar contradictorio hasta cierto punto llegar a conclusiones explícitas sobre los hallazgos en una investigación de tipo exploratoria, debido a que ésta no es su función primaria. Sin embargo, queremos hacer referencia a dos aspectos que se evidenciaron en la investigación: primero, el carácter consciente e inconsciente del uso de heurísticas en el proceso de decisión, y segundo, la aparición de sesgos relacionada con la categorización, uso, recuerdo y traspaso de la información acerca de los decidores en la elección del sucesor o sucesora en la empresa familiar. El problema que se intuye en el proceso de sucesión y la utilización de heurísticas para tomar decisiones estratégicas en la empresa, es la estrecha e inexplorada posible vinculación entre lo consciente y lo inconsciente, y las consecuencias que ello conlleva como por ejemplo la aparición de sesgos.

Con respecto a la gestión de la empresa familiar es claro que existe un umbral alto de necesidad de mayor investigación sobre el tema, específicamente vinculado con la toma de decisiones descriptiva más que prescriptiva, y es asimismo crucial que tanto consultores como altos mandos de la empresa, y la propia familia, se enfoquen en desentrañar modelos de elección repetitivos cargados de sesgos que atentan contra la continuidad de la empresa familiar y sus procesos de profesionalización.

Bibliografía

- Alhadeff- Jones, M. (2008). Trois Générations de Théories de la Complexité: Nuances et Ambigüités. *Revue Educational Philosophy and Theory*, 40, 66-82.
- Aliseda, A. (1998). La abucción como cambio epistémico: C. S. Peirce y las teorías epistémicas en inteligencia artificial. *Revista Analogía*, 12, 125-144.
- Alix-Desfautaux. (1998). "Triangulation: vers un dépassement de l'opposition qualitatif-qualitative". *Economie et Sociétés, Science de Gestion*, 2, 209-223.
- Allouche, J., & Amann, B. (2000). L'entreprise familiale: un état de l'art. *Revue finance, controle, strategic*, 3(1), 33-79.
- Andersen, H. C. (2003). *El patito feo*. Madrid: Ediciones SM.
- Ardoino, J. (2000). *Les Avatars de l'éducation: problématique et notions en devenir (NON- Unesco book ed.)*. (P. 2. Paris, Ed.) France: Unesco Library .
- Argyris, C. (1976). *Increasing leadership effectiveness*. New York: Wiley: Intercience.
- Argyris, C. (1982). *Reasoning, learning, and action: Individual and organizational*. San Francisco : Jossey-Bass.
- Argyris, C. (1993). *Knowledge por action. A guide to overcoming barriers to organizational change*. San Franscisco : Jossey- Bass.
- Argyris, C. (1999). *Conocimiento para la acción*. Barcelona: Granica S.A.
- Argyris, C., & Schön, D. (1999). *Organizational learning II: Theory, method and practice*. Boston: Reading Mass: Adisson Wesley.
- Aronoff, C. E., & Ward, J. L. (1995). Family-owned businesses: A thing of the past or model for the future. *Family Business Review*, 8(2), 121-130.
- Aronoff, C., & Baskin, M. (1998). Preparing your children to drive the business. *Nation's Business*, 1, 60.
- Astrachan, J., & Shanker, M. (2003). Family Businesses Contribution to the U.S. Economy: A closer look. *Family Business Review*, 8, 211-219.
- Bar, A. (Septiembre de 2005). Elementos para la discusión sobre una clasificación de la abducción. (U. d. Chile, Ed.) Cinta de Moebio(<http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=10102303>. ISSN), 1-8.
- Barach, & Gantsky. (1995). Successful succession in family business. *Family Business Review*(8), 131.
- Barbeito, S., Guillén, E., Martínez, M., & Domínguez, G. (Octubre de 2004). Visión europea del proceso de sucesión en la empresa familiar. *BOLETÍN ECONÓMICO DE ICE*, 27-37.
- Barbeitos, R., Guillén, S., Martínez, M., & Domínguez, G. (2006). El criterio de elección del sucesor en las empresas familiares gallegas. *Revista Gallega de Economía*, 15, 1-16.
- Barnes, L. (1988). Incongruent hierarchies: Daughters and younger sons as company CEOs. *Family Business Review*, 1, 9-21.
- Barredy, C. (2005). LE CHOIX DE LA SOCIETE ANONYME A DIRECTOIRE ET

CONSEIL DESURVEILLANCE DANS LA SOCIETE FAMILIALE COTEE COMME MODE DE GOUVERNANCE. DROIT, SCIENCES SOCIALES ET POLITIQUES, SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION. Bordeaux: Université Montesquieu Bordeaux IV.

Bartlett, C., & Ghoshal, S. (2002). *Managing across borders*. Massachusetts: Harvard Business School Press.

Basco, R. J. (2006). La investigación en la empresa familiar : “un debate sobre la existencia de un campo independiente”. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 12(1135-2523), 33-54.

Basly, S. (Diciembre de 2005). *L'internationalisation de la PME familiale une analyse fondee sur l'apprentissage organisationnel et le developpemente de la conssaissance*. Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion. Bourdeaux, France.

Basly, S. (29 de November de 2007). *Organizational Learning and Knowledge Development: Peculiarities in Small and Medium Family Enterprises*. Paris, France: Autor Manuscript in “EURAM (European Academy of Management). Recuperado el 27 de Agosto de 2011, de <http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/19/28/09/PDF/11574.pdf>

Bazeley, P. (2007). *Qualitative Data Analysis with NVIVO*. London : Sage.

Bernoulli, D. (Enero de 1954). Exposition of a New Theory on the Masurement of Risk. *Econometrica*, 22(1), 23-36.

Bhappu, A. (2000). The japanese family: An institutional logic for japanese corporate networks and japanese management. *Academy of Management Review*, 25(2), 409-415.

Birley, S. (2002). Attitudes of Owner-Manager's Children towards Family and Business Issues. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 3, 5-19.

Bonatti, P. (2007). www.econ.uba.ar. Recuperado el 5 de Octubre de 2011, de Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Buenos Aires: www.uba.ar

Bornheim, S. (2000). *The Organizational Form of Family Business*. Massachusetts: Kluwer Academic Publisher.

Brockhaus, R. (2004). Family business sucesion:suggestions for future research. *Family Business Review*, 17(2), 67-87.

Bröder, A. (2000). Assesing the empirical validity of “Take the Best” heuristics as a model of human probabilistics inference. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 26, 1332-1346.

Bulgeman, R. (1983). A proccess Model of Internal Corporate Venturing in a Major Diversified Firm. *Administrative Science Quaterly*, 223-244.

Cabrera, K. (1998). Factores determinantes del éxito y fracaso del proceso de sucesión en la empresa familiar. Universidad de la Las Palmas de Gran Canaria, Biblioteca Universitaria. Las Palmas de Gran Canaria: Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

Cabrera, K., & García, F. (2005). Planteamiento multinivel para el estudio del proceso de sucesión en la empresa familiar. *The leadeship quaterly*(l), 71-96.

- Cabrera, K., & García, J. (1999). La empresa familiar: Dimensiones conceptuales y Perspectiva Teórica. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8, 7-29.
- Cadieux, L., Lorrain, L., & Hugron, R. (2002). Succession in women-owned family businesses: A case study. *Family Business Review*, 15, 17-30.
- Cantor, N., & Mischel, W. (1977). Traits as prototypes: Effects on recognition memory. *Journal of Personality and Social Psychology*, 38-48.
- Cappuyns, K. (2002). Family business: know-how. *Families in Business*, 1(6), 65.
- Cappuyns, K. (Abril de 2005). ¿Cómo se puede perpetuar la unidad en torno a la empresa familiar? (IESE, Ed.) *Revista de Ex Alumnos*, 36-40.
- Cappuyns, K., Astrachan, J., & Klein, S. (2003). Family Businesses Dominate. *Family Business Review*, 16, 235-239.
- Carella, M., Gurrieri, A. R., & Lorzio, M. (2008). Système de parétele et transmission intergénérationnelle des compétences dans les petites entreprise du sur de L'Italie. Recuperado el 12 de Febrero de 2010, de www.lairn.info/revue-d-economie-industrielle-2008-2-page27-html: <http://rei.revues.org/>
- Carlock, R., & Ward, J. (2003). La Planificación Estratégica de la Familia Empresaria. (E. Deusto, Ed.) Bilbao.
- Carretero, M., & Garcia-Madruga, J. (1984). *Lecturas de Psicología del Pensamiento*. Madrid: Alianza .
- Casado, F. (1997). La empresa familiar en España. *Economistas*, 82-84.
- Chrisman, J., Chua, J., & Sharma, P. (Junio de 2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily. *Family Business Review*, 16(2), 89-107.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (1999). Defining the family firm by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-30.
- Churchill, N., & Hatten, K. (1987). Non-market-based transfer of wealth and power: A research framework for family business. *American Journal of Small Business*, 12(2), 53-67.
- Cohen. (1984).
- Croutsche, J., & Ganidis, B. (2008). Diversité des entreprises familiales. *La Revue des Sciences de Gestion: Direction et Gestion*, 2, 93-98.
- Curchod, C. (Juin de 2003). centre de recherche en gestion de l'Ecole Polytechnique, et la composante gestion de l'UMR PREG du CNRS. Recuperado el 30 de Agosto de 2011, de www.crg.polytechnique.fr/
- Daily et al. (2003). Governance through ownership, centuries of practice, decades of research. *Academy of Management Journal*, 46(2), 151-8.
- David, A. (2000). *Les nouvelles fondations des Sciences de Gestion*. Paris: Vuibert FNEGE.
- Davis, J. A. (2006). Dentro del ADN de empresa familiar. *Harvard Business Review*, 84, 36-40.

Davis, J., & Tagiuri, R. (1996). Bivalent Attributes of the Family Firm (Vol. 9). Family Business Review.

De Geus, A. (1997). The living company: Habits for survival in a turbulent business environment. (H. B. School, Ed.) Boston, Massachusetts, Estados Unidos de América: McGraw-Hill.

Diener, E., & Larsen, R. J. (1984). Temporal stability and cross-situational consistency of affective behavioral and cognitive responses. Journal of Personality and Social Psychology, 47, 871-883.

Dumas, C., Dupuis, J. P., Richer, F., & St-Cyr, L. (Junio de 1995). Factors that influence the next generation's decision to take over the family farm. Family Business Review, 8(2), 99-120.

Dyer Jr., W. G., & Sánchez, M. (1998). Current state of family business theory and practice as reflected in Family Business Review 1988-1997. Family Business Review, 11, 287-295.

Dyer, W. (1986). Cultural Change in Family Firms. Anticipating and Managing Business and Family Transition. San Francisco: Jossey-Bass.

Dyer, W. (Junio de 1994). Potential contributions of organization behavior to the study of family-owned businesses. Family Business Review, 7(2), 109-131.

Eagly, A. H., & Johnson, B. T. (1990). Gender and leadership style: A meta-analysis. Psychological Bulletin, 233-256.

Englisch, P., Hall, C., & Astrachan, J. (2015). Obtenido de EY - Global: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success/\\$FILE/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success/$FILE/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success.pdf)

Epstein, S. (2003). Cognitive-Experiential Self Theory of Personality. En T. Millon, & M. Lerner, Comprehensive handbook of psychology: Personality and social psychology (págs. 159-184). Wiley y Son, Hoboken.

Eraña, A. L. (2003). Normatividad epistémica y estructura heurística del razonamiento. Revista Hispanoamericana de Filosofía, 35, 69-108.

Evrard, Y., Pras, B., & Roux, E. (2000). Market: études et recherches en marketing (Vol. 2ème). Paris, France: Dunod.

Feltham, G., Feltham, T., & Barnett, J. (2005). The dependence of family businesses on a single decision-maker. Journal of Small Business Management, 1-15.

Galdos, G. (Mayo de 2010). Sesgos presentes en la toma de decisión de los gerentes y equipos gerenciales en Lima, Perú. Tesis Doctoral. Lima, Perú: Universidad de Catalunya. Recuperado el 18 de Octubre de 2010, de Tesis en Red : www.tesisenred.net

Gallo, M. Á. (Junio de 2002). Unidad y Confianza en la Empresa Familiar. (I. B. School, Ed.) Revista de Antiguos Alumnos del IESE, 28-35.

García- Álvarez, E., & López- Sintas, J. (2001). Una taxonomía del fundador basada en los valores: la raíz de la heterogeneidad en la empresa familiar. Family Business Review.

- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Empresas Familiares* (Primera ed.). México: Mc Graw Hill Interamericana.
- Gersick, K., Desjardins, M., Dunn, B., & Lansberg, I. (1999). Stages and transitions: Managing change in the family business. (J. Astrachan, Ed.) *Family Business Review*, 12(4), 287-297.
- Gigerenzer, G., Swijtink, Z., Porter, T., Daston, L., Beatty, J., & Kruger, L. (1989). *The empire of chance: How probability changed science and everyday life*. Massachusetts, United States: Cambridge University Press.
- Gilbert, D. (1989). Thinking Lightly About Others: Automatic Componentes of the Social Inference Process. En J. Uleman, J. Bargh, & E. Cliffs (Ed.), *Unintended though* (págs. 189-211). Prentice Hall.
- Gilbert, D. (2002). Inferential Correction. En T. Gilovich, D. Griffin, & D. Kahneman, *Heuristics and biases: The psychology of intuitive thought* (págs. 167-184). New York: Cambridge University Press.
- Gimeno, A. (2009). *Modelos de empresa familiar: Soluciones Prácticas para la Familia Empresaria*. Madrid: Deusto S.A. Ediciones .
- Gimeno, A., & Perez, S. (2008). Atributos ambivalentes en la empresa familiar. En F. N. FBR, *Familia empresaria: Desarrollo de la continuidad* (págs. 11-16). Family Firm Institute.
- Gingerezed, G., & Todd, P. (1999). *Simple heuristics that make us smart*. Oxford: Oxford University Press.
- Glasser, B., & Strauss, A. (1967). *The discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. London: Wiendenfeld and Nicholson.
- Goldberg, S. (1996). Research note effective successor in family owned business: Significant elements. *Family Business Review*(9), 185-197.
- Goldberg, S. D. (1996). Effective Successors in Family Owned Business. *Family Business Review*, 9, 185-197.
- Goldberg, S., & Wooldridge, B. (1993). Self-confidence and managerial autonomy: Successor characteristics critical to succession in family firms. *Family Business Review*(6), 55-73.
- Habbershon, & William, M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 125.
- Haberman, H., & Danes, S. (2007). Father- Daughter and Father- Son Family Business Management Transfer Comparison: Family FIRO Model Application. *Family Business Review*, 163-184.
- Hackman, J. R. (1989). Becoming: A powerful theory. *Academy Management Review*, 289-292.
- Haig, B. D. (2005). An abductive theory of scientific method. *Psychological Methods*, 10, 371-388.
- Hamilton, D. L. (2005). *Social Cognition* . New York: Psychology Press.
- Handler, W. (June de 1994). Succession in Family Bussiness: A review of the Research. 7(2), 133-157.

Handler, W. C. (1989a). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2, 257-276.

Handler, W. C. (1992). The succession experience of the next generation. *Family Business Review*, 5(3), 283-307.

Harris, D., Martínez, J., & Ward, J. (1994). Is strategy different for the family-owned business? *Family Business Review*, 7, 150-174.

Hirigoyen, G. (2002). *La gestion des entreprises familiales* (Primera ed.). Paris, Francia: Ed. ECONOMICA.

Hirigoyen, G. (2010). Governance of Family Businesses. En *Handbook of Top Management Teams* (págs. 618-625). Palgrave Mc Millan.

Hlady, M. R. (2002). *La méthode des cas*. Belgique: De Boeck y Larcier s.a.

Hoffmann, M. (1998). Hay una lógica "abducción"? (G. d. Piercianos, Ed.) Recuperado el 20 de Octubre de 2010, de www.unav.es: www.unav.es/gep/AN/Hoffmann.html

Hofstede, G. (January de 1998). Identifying Organizational Subculture: An empirical approach. *Journal of Management*, 35(1), 1-12.

Hollander, B., & Elman, S. (1988). Family-owned businesses: an emerging field of inquiry. *Family Business Review*(1), 145-164.

Hubler, T. (Junio de 1999). Ten most prevalent obstacles to family-business succession planning. *Family Business Review*, 12(2).

Hugron, P., & Boiteux, S. (1998). LA PME FAMILIALE MONDIALE : CONSEQUENCES SUR LA RELÈVE. LA PME FAMILIALE MONDIALE : CONSEQUENCES SUR LA RELÈVE (págs. 1-8). Nancy: Association Internationale de Recherche en Entrepreneuriat et PME.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-92.

Kajihara, K. (1998). *La realidad empresarial mexicana*. Mexico, D. F.: Tesina.

Kazdin, A. E. (2001). *Cómo identificar, definir y evaluar el comportamiento? Modificación de la conducta, ajustes y aplicaciones*. Belmont, CA: Wordworth Thompson Learning Inc.

Kazdin, A. E. (2008). *Behavior modification in applied setting* (Sixth ed.). Illinois: Waveland Press.

Kepner, E. (1983). The family and the firm: A co-evolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57-70.

Kernberg, P. (1993). Developmental pathogenesis and treatment of borderliner and narcissistic personalities. *American Journal of Psychiatry*, 150, 1121-1122.

Kets de Vries, M. F., & Miller, D. (1993). The dynamics of family-controlled firms. *Organizational Dynamics*, 21, 59-71.

Khaneman, D., & Taversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk. *Econometrica*, 2(47), 263-291.

Khulman, B. (1996). Hidden Champions: Lesson from the best 500 companies. *Family Business Review*, 9, 343-449.

- Lamarque, E. (2003). L' étude de cas en finance. *Revue Sciences de Gestion*, 69-86.
- Lambrecht, J. (Diciembre de 2005). Multigenerational transition in family businesses: A new explanatory model. *Family Business Review*, 18(4), 267-282.
- Langlois, R., & Robertson, P. (1999). Empresas, mercado y cambio económico: Una teoría dinámica de las instituciones empresariales. Barcelona: Ediciones Proyecto A.
- Lansberg, I. (1988). La conspiración de la sucesión. *Family Business Review*, 1(2), 1-20.
- Lansberg, I. (2000). Los sucesores en la empresa familiar: Cómo planificar para la continuidad (Primera ed.). Barcelona, España: Ediciones Granica.
- Lansberg, I., & Gersick, K. (2006). Sello de familia: cultura y gobierno corporativo en la empresa familiar latinoamericana. *Harvard Business Review versión para Latinoamérica*, 84, 25-34.
- Le Moigne, J. L. (1990b). Conception de la complexité et complexité de la conception. *Revue Internationale de Systémique*, 4, 295-318.
- Lea, J. (1993). La sucesión del management en la empresa familiar. Madrid: Granica Ediciones.
- Litz, R. (1995). The Family Business: Toward Definitional Clarity. *Family Business Review*(8), 71-81.
- Litz, R. (1997). The family firm's exclusion from business school research: Explaining the Void, Addressing the Opportunity. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21, 55-70.
- Longenecker, J., & Schoen, J. (1978). Management succession in the family business. *Journal of Small Business Management*, 16(3), 1-6.
- Lowen, A. (2000). El narcisismo: la enfermedad de nuestros tiempos. Barcelona: Paidós Ibérica, S.A.
- Lyman, A. (1991). Customer service: Does family ownership make a difference? *Family Business Review*, 4(3), 303-324.
- Macrae, C. N., Stangor, C., & Milne, A. B. (1994). Activating social stereotypes: functional analysis. *Journal of Experimental Social Psychology. Journal of Experimental Social Psychology*, 370-389.
- March, B. (2002). Heuristics as social tools. *News Ideas in Psychology*(20), 49-57.
- Marshall, G., & Rossman, G. (1989). *Designing qualitative research*. CA: Sage.
- Martín, A. L., & Álvarez, A. (Enero- Junio de 2000). Sesgos cognoscitivos del gerente: su influencia en la toma de decisiones. (S. C. Salud, Ed.) *Revista Cubana de Salud Publica*, 26, 5-11.
- Martínez, J. E. (2006). *Dirección de Empresas Familiares: Reto al Destino*. Santiago de Chile: Editorial Emprenden.
- Martínez, S. F. (2005). La geografía de la razón científica. En S. F. Martínez, & G. Godfrey, *Historia, filosofía y enseñanza de la ciencia* (pág. 480). México: Universidad Autónoma de México.
- Matthews, C. H., Moore, T. W., & Fialko, A. S. (1999). Succession in the family firm: A

cognitive categorization perspective. *Family Business Review*, 159-169.

Miller, D. S.; Lloyd, M. Le Breton. (July de 2003). Lost in time: Intergeneration succession, change, and failure en family business. *Journal of Business Venturing*, 18, 513-531.

Miller, G. A. (1956). The magical number seven, plus or minus two: Some limits on our capacity for processing information. *Psychological Review*, 63, 81-97.

Millon, T. (1981). *Disorders of Personality DSM-III*. USA: John Wiley & Sons, Inc.

Morris, M. (1966). *La ciencia de la dirección de empresas en acción*. México: Herrero Hermanos.

Mount, M., & Thompson, D. (1987). Cognitive categorization and quality of performance ratings. *Journal of Applied Psychology*, 240-246.

Muchielli, A. (2004). *Dictionaire des methods qualitative en sciences humaines (2e ed ed.)*. Armand Collin.

Neubeauer, F., & Lank, A. (1999). *La empresa familiar. Como dirigirla para que perdure*. España: Ediciones Deusto.

Nicolescu, B. (1994). Transdisciplinarité: effect de mode ou tournat de la pensée. *Transversales*, 25.

Pineau, G. (Noviembre- Diciembre de 2006). Las reflexiones sobre las prácticas. El corazón de vuelta reflexiva. *Visión Docente Con-ciencia*, 5-20.

Pineau, G. (Enero- Febrero de 2007). Edgar Morin: Itinerario y obras de un investigador multidisciplinario. *Visión Docente Conciencia*, Unidad de Evaluación Docente de la Universidad de Costa Rica, 5-14.

Poza, E. (1995). Global Competition and the Family- Owned Business in Latin America. *Family Business Review*, 4, 301-311.

Reeve, J. (1994). *Motivación y Emoción*. Madrid: McGraw Hill.

Reuelta, F., & Sánchez, M. (Noviembre de 2011). Programa de análisis cualitativo para la investigación en espacios virtuales de formación. (E. d. Salamanca, Ed.) Salamanca, España.

Richards, L. (2002). *Introducing NVIVO 6: Handbook*. London: Sage .

Riordan, D. A., & Riordan, M. P. (2001). Field theory: An alternative to systems theories in understanding the small family business. *Journal of Small Business Management*, 31(2), 66-78.

Rodriguez, J. (Mayo- Diciembre de 2005). Abducción en el contexto de Idescubrimiento científico. *Revista de Filosofia de la Universidad de Costa Rica*, XLIII, 87-97.

Rodríguez, J. J., & Rodríguez, M. (2006). *El liderazgo en la empresa familiar (Primera ed.)*. (C. P. Familiar, Ed.) Cordoba, España: Ediciones Gráficas Vistalegre.

Rosenblatt et al. (1985). *The Family in Business: Understanding and Dealing with the Challenges Entrepreneurial Families Face*. San Francisco, California, Estados Unidos de América: Joseey-Bass Publisher.

Rotter, J. (1954). *Social learning and clinical psychology (Primera ed.)*. New York: Prentice-Hall.

- Russ, E., Sheldler, J., Bradley, R., & Westen, D. (November de 2008). Refining the construct of narcissistic personality disorder: Diagnostic criteria and subtypes. *American Journal of Psychiatry*, 165, 1473-1478.
- Ruvolo, A., & Markus, H. (1992). Possible selves and performance: The power of self-relevant imagery. *Social Cognition*(9), 95-124.
- Savage, L. J. (1954). *The foundations of Statistics*. New York: Dover Press.
- Schein, E. (1983). The role of founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics*, 12(1), 13-28.
- Sharma, P., & Rao, A. S. (2000). Atributos del sucesor en empresas familiares de la India y Canada: Un estudio comparativo. *Family Business Review*, 313-322.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (Marzo de 1997). Strategic Management of the Family Business: Past research and future challenge. *Family Business Review*, 10(1), 1-35.
- Shefrin. (2001).
- Sirmon, D., & Hitt, M. (Junio de 2003). Managing Resources: Linking unique resources management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practices*, 27(4), 339-358.
- Sonnenfeld, J. (1988). *The hero's farewell: What happens when CEO's retire*. New York: Oxford Press.
- Sorenson, R. L. (2000). The contribution of leadership style and practices to family and business success. *Family Business Review*, 183-200.
- Stravou, E. (1999). Succession in family business: Exploring the effects of demographic factors on offsprings intentions to join and take over the business. *Journal of Small Business Management*, 37, 43-61.
- van der Linder, G., & Bello, A. (2001). *Diagnóstico de Empresas Comerciales Familiares*. Pontificia Universidad Católica de Santo Domingo, Escuela de Administración. Santo Domingo: Grant Thornton Co.
- Venter, E., Boshoff, C., & Mass, G. (2005). The influence of successor-related factors on the succession process in small and medium-sized family businesses. (J. H. Astrachan, Ed.) *Family Business Review*, 18(4), 283-302.
- Venter, W., Kruger, S., & Herbst, F. (2007). A proposed conceptual familyness transmission of capital model. *South African Journal of Business Management*, 3, 1-14.
- Vera, C. F., & Dean, M. A. (2005). An examination of the challenges daughters face in family business succession. *Family Business Review*, 321-349.
- von Newmann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. New Jersey: Princeton University Press.
- Vroom, V. (1974). Decision making and the leadership process. *Journal of contemporary business*, 3(4), 47-64.
- Wacheux, F. (1996). *Methodes qualitative et investigacion en gestion*. Paris: Economica.

Wacheux, F., & Kosrenelly, M. A. (2007). Facteurs influençant la collaboration interprofessionnelle: cas d' un hopital universitaire. Conference International en Management. 1, págs. 1-19. Beyrouth: Manuscrito.

Ward, J. (1988). The special role of strategic of planing for family business. *Family Business Review*, 1(2), 105-117.

Weiner, R., Bernard, H., & Goldstein, M. (1976). Social learning (locus of control) versus attributional (causal stability) interpretations of expectancy of success. *Journal of Personality*, 44(1), 52-68.

Weiner, R., Bernard, H., Heinz, M., & Wulf, U. (Febrary de 1972). Causal ascription and archiviement behavior: A analysis of effort and reanalysis of locus of control. *Journal of Personality in Social Psychology*, 21(2), 239-248.

Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family Firms Research: The need of a methodological rethink. *Enterpreunehship Theory and Practice*, 23, 31-56.

Whiteside, M., & Brown, F. (1991). Drawbacks of dual systems approach to family firms: Can we expand our thinking. *Family Business Review*, 4(4), 383-395.

Wilson, T. D. (2002). *Strangers to ourselves: Discovering the adaptive unconscious* . Massachussets: Harvard University Presss.

Winter, M.; Fitzgerald, M.; Heck, R.; Haynes, G.; Danes, S. (1998). Revisiting the Study of Family Businesses: Methodological Challenges, Dilemmas, and Alternative Approaches. *Family Business Review*, 11, 239-251.

Workel, S. (2002). *Psicología Social*. México: Thomson.

Yin, R. (1994). *Case Study Research Design and Methods (Second ed.)*. London: Sage Publications.

Factores de Riesgo Exógeno de las Empresas Dominicanas y Rentabilidad Sectorial Ajustada al Riesgo: un Estudio de Datos de Panel

Ph.D Sterling Jiménez.
Experto en Riesgos Financieros de las Empresas Familiares
Université de Bordeaux - UTEG Guayaquil
Docente Titular UTEG
sjimenez@sjrfinanciam.com
Ph.D Pedro Arbulú
Université de Bordeaux
Docente Invitado UTEG

Resumen

La mayoría de estudios de gestión financiera sobre el performance de la empresa se enfocan en explicar la relación existente entre los factores o características intrínsecas de la empresa (nivel de endeudamiento, diversificación de productos, estrategia competitiva, etc.) y el performance de la misma. Esta investigación se enfoca en los factores exógenos a la empresa y busca determinar ¿Cuál es el riesgo que tiene cada uno de los sub-sectores y actividades económicas?

¿Cuáles son los factores exógenos de riesgo que impactan el performance de las empresas? y si estos factores afectan de forma diferente a la micro, pequeña y mediana empresa según su actividad empresarial. Encontramos que en consistencia con la teoría, en promedio, las empresas grandes tienen menos riesgos que las medianas, pequeñas y micro sin importar al sub-sector o actividad económica a la que pertenezcan. También, que los factores de riesgo exógenos estadísticamente más significativos son el consumo de los hogares, la tasa de interés de los bancos comerciales, la inversión total, la tasa de cambio de DOP a USD y el déficit en la balanza comercial. La importancia y composición de los factores varía significativamente según el tamaño de la empresa y el sub-sector al que pertenece.

Palabras Claves: Mipymes, Riesgo, Factores de Riesgo Exógenos, Riesgos Sectoriales, Riesgos Industriales, Riesgos Económicos, Teoría financiera, Performance, Modelos de Performance, República Dominicana, Países en Desarrollo, Caribe, Betas sectoriales, Modelos multifactoriales de riesgo, Modelo de Datos de panel de efecto fijo.

Introducción

Uno de los temas más relevantes en la administración financiera es el del riesgo al cual se expone un individuo, empresa o intermediario financiero. Junto a la creación de valor y estructura de capital constituyen los tres pilares fundamentales de la gestión financiera.

Desde el punto de vista de la investigación científica en el área de riesgo, podemos destacar varias corrientes que dan forma al conocimiento en el área. Por un lado, se encuentran los estudios en relación al riesgo específico que toman las empresas o individuos en las decisiones de inversión, negocios u operativas. Pero, por otro lado, se encuentran también los estudios referentes al análisis de los riesgos que por su naturaleza intrínseca están expuestas las empresas debido a su pertenencia a un sector empresarial específico. Es en el marco de esta segunda corriente que enfocaremos esta investigación.

Según Pascal Nguyen la investigación en los factores de riesgo sectoriales ha atraído mucho menos interés de la comunidad científica que el análisis de riesgo a nivel de la empresa (Nguyen, 2007).

Dentro de la corriente de análisis de “riesgo a nivel sectorial” han existido al menos tres líneas o metodologías de investigación marcadas por las características de la forma en la cual se define el concepto de riesgo a nivel sectorial.

Por un lado, tenemos estudios que derivan el citado riesgo al tomar el riesgo promedio de las empresas dentro de una industria, por ejemplo: los estudios de Packer (Packer, 1999) sobre el riesgo de crédito en Japón y el mercado de bonos corporativos. Por otro lado, tenemos los estudios que estiman el riesgo sectorial al calcular la sensibilidad de portafolios representativos de la industria a factores de riesgos económicos exógenos. Un tercer método de análisis utilizado es el de asociar el riesgo de una industria a la distribución de flujos de todas las empresas de esta industria (Nguyen, 2007).

Los flujos de todas las empresas en la industria son utilizados para estimar la distribución de flujos de la empresa representativa. Una metodología similar es implementada por los sistemas de análisis de crédito al estimar el riesgo de una empresa privada, utilizando la volatilidad de los precios de las acciones de empresas públicas comparables.

En este estudio, trataremos de utilizar una combinación entre la metodología de sensibilidad de la industria a los factores de riesgo exógeno y aquella basada en la distribución de flujos o variables representativas de estos flujos.

También, existen estudios en la literatura científica que analizan el comportamiento de los factores de riesgo internos y externos sobre la pequeña y mediana empresa (Everett & Watson, 1998; Schütz, Wiedemann, Hennings, Mertens, & Clauberg, 2006; Simon & Houghton, 2003), pero la gran mayoría de éstos se enfocan en tratar de definir o investigar el fracaso de las pequeñas y medianas empresas (PYMES).

Nuestra investigación tratará de analizar comparativamente cómo los factores de riesgo exógenos influyen exclusivamente sobre las pymes, diferenciándolas del comportamiento de las grandes empresas.

En el caso específico de la República Dominicana, las investigaciones realizadas se han enfocado, principalmente, en hacer análisis descriptivos de las pymes y/o análisis mediante encuestas del impacto de las micros, pequeñas y medianas empresas (mipymes) sobre diferentes aspectos de la economía como el ahorro, fuerza laboral, etc. (Ortiz, 1997, 1998; Ortiz & Pollos, 1999; Ortiz, 2001; Ortiz & Davalos, 2009; Pons & Ortiz, 1994, 1995; Aristy Escuder, 1995).

En este paper abarcaremos mucho más allá que los estudios descriptivos citados más arriba, uniendo a un análisis cuantitativo econométrico el análisis cualitativo de las variables de riesgo que influyen sobre el desempeño de las mi pymes en la República Dominicana.

Revisión de la literatura

El Performance Financiero

La ciencia de la gestión se ha preocupado desde sus inicios en la medición de conceptos que pueden ser y son fácilmente confundidos por los administradores y gerentes de las empresas. En un artículo publicado en la revista *Esic Market*, Isabel De Val Pardo y Salomé Legaz Goñi (Legaz & De Val Pardo, 2002), presentan de forma diferenciada los términos eficiencia, eficacia y performance.

Aunque parecieran sinónimos existe una enorme diferencia en la ciencia de la gestión sobre lo que significan cada uno de estos términos. Para ellas, eficiencia no es más que el cumplimiento de objetivos con el menor consumo posible de recursos y máxima calidad percibida; entonces eficiencia sería el antónimo de despilfarro. En resumen, una empresa sería eficiente cuando utilizando la menor cantidad de recursos (activos, capitales propios, capital de trabajo, deuda, etc.) obtiene los más altos resultados posibles (EVA, EBIT, EBITDA, Free Cash

Flow, etc.). Inclusive, la gran mayoría de las variables utilizadas en los estudios financieros de riesgo, podríamos catalogarlas como razones de eficiencia.

Ejemplo: ROE, ROA y Porcentaje de Margen Bruto.

El EBITDA, o Utilidad antes de intereses e impuestos, son considerados una mejor medida de la fortaleza financiera que la utilidad neta pero no es tan importante como el flujo de efectivo libre o Free Cash Flow.

El ROE, llamado también razón de índice de rentabilidad. Se calcula como: según la teoría contable, nos dice el porcentaje de utilidad que la empresa produce con el capital de los socios.

$$Roe = \left(\frac{UtilidadNeta}{CapitalContable} \right)$$

El índice de rentabilidad sobre los activos, es conocido como ROA; también en el idioma inglés se utiliza comúnmente el término “Return on Assets” para definir la relación, y muchos gerentes confunden el Net Income (beneficio neto) con el net revenue (los ingresos netos) debido muchas veces a traducciones incorrectas. De todas formas el roa es una razón de eficiencia del uso de los activos en el proceso de negocio de la empresa.

$$Roa = \left(\frac{UtilidadNeta}{ActivosTotales} \right)$$

Uno de los términos más utilizados dentro de la investigación financiera o de gestión moderna es el de “performance”. En tal sentido, las definiciones de performance y la forma en que este concepto un poco etéreo es medido difieren muchas veces de autor en autor. A la hora de hablar del performance financiero, nos referimos precisamente al concepto de “creación” debido a que el performance financiero trata necesariamente de crear valor, ya sea para el accionista (stockholder) o para las partes interesadas (stakeholder). De las medidas de creación de valor financiero Flujo de Efectivo Libre (Free Cash Flow – FCF), o la cantidad de fondos disponibles para ser distribuidos entre los tenedores de títulos de la empresa, es la considerada como la más idónea para medir la creación de valor.

Según los autores es la cantidad de efectivo que queda luego de que la compañía realiza las inversiones necesarias en activos para mantener sus operaciones (Brigham, Ehrhardt, & Gapenski, 1999).

El flujo de efectivo libre puede ser dividido en dos tipos: (1) flujo de efectivo libre para la firma (FCFF), es el excedente de dinero generado por operar la empresa y que está disponible para ser pagado en el cumplimiento de los compromisos de deuda, o para el retorno de dividendos o recompra de acciones. Es definido por Damodaran (Damodaran, 2010), como el ingreso operativo después de impuestos al que se le restan las inversiones de capital y las necesidades de capital de trabajo de la empresa; y (2) flujo de efectivo libre para el accionista (FCFE), es el efectivo creado por operar el negocio luego de que han sido cumplidos los compromisos de deuda. Damodaran también lo define como, el ingreso neto menos las inversiones de capital, el cambio en el capital de trabajo, más la adición del cambio neto en la posición de deuda a largo plazo.

Está claramente establecido que existe una diferencia entre la utilidad contable y la utilidad financiera. Esta diferencia viene dada principalmente por el hecho de la diferencia de la naturaleza principalmente devengada de la contabilidad y el hecho de que las finanzas son esencialmente percibidas. Existe una gran diferencia entre Flujo de Efectivo Libre y Utilidad Neta. Principalmente (i) el tratamiento y consideración de las partidas no monetarias (depreciación, acumulaciones y amortizaciones) en la contabilidad (Dechow, 1994), versus la utilización de los flujos de inversión en las finanzas; además de (ii) la consideración de la variación de capital de trabajo, activos y pasivos de tesorería como un flujo que influye sobre la creación de valor (Damodaran, 2004).

A la hora de medir el performance financiero, el autor, se ve tentado a utilizar índices muy sencillos de calcular (como el ROE o el ROA) para definir el performance financiero de la empresa, ya que éstos, son ampliamente utilizados por otros investigadores cuando buscan una variable dependiente que represente dicho concepto (Molyneux, 2011; Nguyen, 2007; Paladino, 2010; Hansen & Wernerfelt, 1989). Pero como la base de ambos índices es la utilidad contable y habiendo determinado claramente que la utilidad contable no necesariamente se traduce en creación de valor para la empresa, somos partidarios de la utilización de índices que representen la realidad económica y financiera de la empresa como el índice de creación de flujo de los activos.

Debido a las distorsiones contables introducidas en la variable Utilidad Neta, en adición a su falta de neutralidad (Amblard, 2008) y el hecho de que la Utilidad Contable, Creación de Valor (Ehrhardt & Brigham, 2011), para los fines de este estudio realizaremos modificaciones a las formulas básicas de ROA y ROE. Sustituiremos la Utilidad Neta por el EBITDA, ya que aunque esta última variable continúa siendo devengada al menos no toma en cuenta las partidas no monetarias. El hecho de no tomar en cuenta las partidas no monetarias convierte al EBITDA en una mejor representación del concepto creación de valor que persigue el performance.

$$Roe^* = \left(\frac{EBITDA}{Capital\ Contable} \right)$$

$$Roa^* = \left(\frac{EBITDA}{Activos\ Totales} \right)$$

En adición hemos modificado la fórmula del ROA, sustituyendo la Utilidad Neta por Flujo de Efectivo libre para la Firma (FCFF). A esta relación llamaremos Índice de Creación de Flujo de los Activos (Cfa). El Cfa trata de medir la eficiencia en el uso de los activos de la empresa para la generación de valor. En tal sentido proponemos:

El Riesgo Exógeno

Para explicar más claramente la relación y tipologías de los diferentes riesgos, Everett & Watson (Everett & Watson, 1998) desarrollaron el siguiente esquema:

Firm	Industry	Economy
Unsystematic		Systematic
Endogenous	Exogenous	

Tipologías de Riesgo (Everett & Watson, 1998).

Hagigi & Sivakumar (Hagigi & Sivakumar, 2009) desarrollaron un estudio sobre las percepciones y actitudes hacia riesgo de los gerentes alrededor de organizaciones y países diferentes. En dicho estudios, los autores clasifican los diferentes elementos de riesgos como endógenos y exógenos a la firma. Los factores de riesgo exógenos son todos aquellos que producen volatilidad en el performance de las empresas, pero que no se encuentran bajo el control directo de los gerentes. Estos incluyen, los riesgos económicos y los inherentes a la actividad empresarial a la cual se dedica la empresa. Los riesgos endógenos son aquellos que se deben a las características intrínsecas únicas de la empresa y que generan volatilidad en el performance de las mismas. Surgen de características que no son poseídas por otras empresas de la misma actividad empresarial.

Para poner en contexto el cuadro antes presentado, podríamos utilizar un sencillo ejemplo: supongamos que gerenciamos una empresa que se dedica a la producción y exportación de bananos en la República Dominicana. Nuestra empresa se vería entonces afectada por factores endógenos únicos, tales como: motivación de sus empleados, capacidad de la gerencia, grado de tecnificación, nivel de endeudamiento, etc. Es a estos factores que los autores llaman “firm risk factors” o factores de riesgo específicos de la empresa.

También, esta misma empresa se ve afectada, debido a su característica de agroindustria, por riesgos inherentes a su actividad empresarial que los autores llaman “industry risk factors”. Estos riesgos incluirían factores como, clima (lluvia, sequía, tornados, huracanes), plagas, cambio en las preferencias de los consumidores, aparición de productos o servicios sustitutos, etc. Como vemos, esta parte del riesgo, es compartida por todas las empresas de la misma actividad empresarial, y son factores diferentes a los presentados en el párrafo anterior.

Por último, nuestra hipotética empresa de bananos también se ve afectada por factores de riesgo llamados económicos o “economic risk factors”, o sea, generados fuera de ésta por el comportamiento de los agentes económicos locales o internacionales, y/o de los ciclos de la economía en general. Entre esos riesgos tenemos, variación del producto interno bruto, variación de la propensión al consumo por parte de las personas, variación en las tasas de cambio, interés y retornos esperados, etc. El aporte que realizan Everett & Watson viene del hecho de identificar clara y gráficamente la relación entre estos tres factores de riesgo y las clasificaciones (sistemática/no sistemático, endógeno/exógeno) que hemos visto anteriormente. Para ello todos los factores de riesgo de la empresa y del sector empresarial al que esta pertenece son los que componen el riesgo no sistemático o diversificable explicado en el modelo de mercado unifactorial por el término. Mientras que, los factores económicos o inherentes a la economía constituyen el riesgo sistemático o no diversificable representado en el modelo de mercado unifactorial por el término.

Los únicos factores de riesgos endógenos, son los considerados como inherentes a la empresa (firm risk factors); los factores de riesgo sectorial y económico (industry risk factors y economic risk factors) son los considerados como exógenos. Los riesgos exógenos incluyen el riesgo sistemático en general y la parte del riesgo no sistemático que corresponde a los factores de riesgo sectoriales. Es así que en el transcurso de esta investigación se dejará de lado la parte del riesgo no sistemático que es generado por las características individuales de la empresa.

En la comunidad científica no existe consenso sobre el grado de importancia de los factores exógenos para explicar el éxito o fracaso de las empresas. Por un lado, tenemos un vasto cuerpo de investigadores cuyos resultados obtenidos apuntan al hecho de que los factores endógenos tenían el mayor efecto significativo en la explicación del fracaso de las empresas (Brush, Bromiley, & Hendrickx, 1999; Rumelt, 1991; Schmalensee, 1985); mientras que, los factores exógenos explicaban muy poco el fracaso de las mismas empresas.

En cuanto a las investigaciones que tienen que ver con el impacto de los factores exógenos, para Everett & Watson (Everett & Watson, 1998) los factores de riesgo económico explican del 30-50% del fracaso de los pequeños negocios, dicho

porcentaje al parecer varía según la definición de fracaso utilizada. Alessandri & Khan (Alessandri & Khan, 2006) sugieren que el riesgo del sector de actividad empresarial impacta el performance de mercado de la empresa. La idea detrás de este racional viene del hecho de que las firmas enfrentan fuertes presiones de los factores ambientales externos que demandan acciones concretas por parte de las empresas de ese sector.

Según la teoría, los inversionistas se crean expectativas del riesgo de la empresa basadas en el riesgo que perciben a nivel del sector empresarial al que esta pertenece. Cuando el inversionista percibe que la empresa se encuentra en un sector con altos riesgos, penalizará el valor de las acciones de la empresa. Chen et al (Chen, Roll, & Ross, 1986) encontraron que la inflación, las tasas de interés, la producción industrial y el retorno promedio de los bonos afectan sistemáticamente el retorno de las compañías.

Estos autores también encontraron que el riesgo del precio del petróleo no tenía una influencia explicativa adicional sobre los retornos del mercado. En este mismo estudio se determinó que el retorno individual de las acciones está expuesto sistemáticamente a las noticias económicas y estos retornos son valorados de acuerdo con su exposición hacia dichas noticias. Este descubrimiento reafirma el efecto de la teoría de la eficiencia de los mercados de Fama (Fama, 1990, 1991; Fama & French, 1992; Fama, 1998).

Fama también intentó la medición de la variación que podría ser explicada en los flujos de efectivo por los shocks externos de las empresas. El resultado relevante para nosotros es el descubrimiento de que existe una relación positiva significativa entre el retorno de las acciones y el cambio previsto en la producción del sector (Fama, 1990).

En palabras de Fama: "Parece que una sola variable macro, la producción, captura todas las variaciones en retornos que se basan en información sobre flujos futuros". Bodurtha et al. (Bodurtha Jr., Cho, & Senbet, 1989), encontraron evidencia de que el retorno de las acciones internacionales, la producción internacional del sector, los retornos de los bonos internacionales, la inflación internacional no anticipada y el precio internacional del petróleo eran factores significativos que explicaban el promedio de los retornos de las acciones de su estudio. Ellos ponderaron que esto se podría deber a los intentos de inversionistas y empresas de diversificar su portafolio internacionalmente.

Más recientemente se han realizado investigaciones sobre el efecto de las variables macroeconómicas, la tasa de cambio y la rentabilidad de los bonos. Estos estudios han permitido entender cómo los shocks de factores de riesgo exógeno afectan las tasas de cambio y las curvas de rendimiento de los diferentes países. Estudios como el de Pericoli & Taboga (Pericoli & Taboga, 2012) encontraron que la causalidad era inversa y que la variación en la prima de

riesgo de los bonos representaba una porción significativa de la volatilidad de la tasa de cambio, ya que al parecer, una moneda tiende a apreciarse a medida que los inversionistas esperan altas ganancias de capital sobre los bonos emitidos en dicha moneda.

Lucarelli en su libro, “La Economía de la Turbulencia Financiera”, describe lo que él llama el “nexo finanza-inversión de Kalecki”. Para él, la teoría de inversiones da un enfoque más coherente al entrelazar las decisiones de inversión a la acumulación pasada de ingreso y a la esperanza de futuros ingresos. La cadena de causalidad, según él, va desde la inversión hacia la rentabilidad, quiere decir que el hecho de que se realice mayor inversión en la economía causa un efecto directo sobre la rentabilidad de los diferentes sectores (Lucarelli, 2011).

El nombre del “nexo finanza-inversión de Kalecki” se deriva de que Kalecki argumentaba que la formación de expectativas acerca de los ingresos de las ganancias futuras determinaba la cantidad de fondos a ser invertidos; por lo que, al parecer “el perro se muerde su propia cola”, ya que altos niveles tienen una relación directa con la creación de futuros ingresos desata la inversión actual.

Lo que sí queda claro, es que sería importante determinar, en el caso de las economías emergentes como la de República Dominicana, cuál es el impacto de los factores de riesgo exógenos, tanto la parte sistemática (riesgos económicos), como la parte sincrática (factores de riesgo sectorial) que las afecta. Esto porque como nos indican Tomas Lenartowicz & Sridhar Balasubramanian (Lenartowicz & Balasubramanian, 2009), los mercados en economías emergentes generalmente deben su complejidad a la falta de teoría para su análisis.

El Riesgo de la Industria

En cuanto a variables exógenas de riesgo sectorial, el consenso en las investigaciones anteriores es el de la utilización de una variable única descrita como el recíproco del coeficiente de variación de los retornos del sector empresarial (Minton & Schrand, 1999; Nguyen, 2007). Esta variable, a la que llamaremos Riesgo Sector (Riskind) será utilizada por nosotros con el mismo enfoque utilizado por Nguyen (Nguyen, 2007) en su estudio sobre medición de los riesgos sectoriales en el Japón. La variable será calculada dividiendo el retorno promedio calculado como los flujos del sector empresarial entre la desviación estándar de los flujos del mismo sector.

Debido a las limitaciones descritas por Nguyen, utilizaremos como base su definición y de fórmula de riesgo del sector empresarial que considera que “los flujos promedio son calculados como el coeficiente de los flujos de efectivo agregados del sector empresarial entre el total de activos agregados de todas las empresas del sector empresarial; la volatilidad de los flujos como la desviación estándar de la razón de flujo de efectivo a activo total de cada una de

las empresas del sector empresarial”.

Nguyen reflexiona lo siguiente en cuanto al “índice de riesgo sectorial”: “A pesar de su conveniencia, el coeficiente de variación sufre de dos limitantes: (i) los flujos promedio pueden ser negativos, generando una discontinuidad en la escala de riesgo; y (ii) la medida de riesgo expuesta es altamente sensitiva a las variaciones en los flujos de efectivo, creando picos cuando los flujos de efectivo promedio se acercan a cero”. (Nguyen, 2007).

Para Nguyen, (Riskind) como el índice de riesgo sectorial para un sector empresarial determinado; $FCFF_{Agregados_{ind}}$ como la sumatoria de todos los flujos de efectivo de los sujetos en la muestra; $Activos_{Agregados_{ind}}$ como la sumatoria del valor de los activos totales de los sujetos en la muestra; $FCFF_s$ como el flujo de efectivo del sujeto número S; $Activos_s$ como los activos totales del sujeto número S. Entonces:

$$Risk_{ind} = \frac{FCFF_{Agregados_{ind}}/Activos_{Agregados_{ind}}}{\delta(FCFF_s/Activos_s)}$$

Existen dos factores no considerados por Nguyen (2007) para la operacionalización del riesgo industrial: (i) la posibilidad que en etapas de inversión de un sub-sector empresarial los flujos de efectivo pudiesen ser negativos, por lo que, al dividir el Cfa agregado negativo del sector entre la desviación estándar su índice (Riskind) crearía entonces la paradoja de un índice de “Riesgo Negativo”, causando lo que se conoce como un error de “Validez de Traducción” (Translation Validity); y (ii) se entendería que un (Riskind) mayor implicaría un riesgo más alto para el sub-sector empresarial, pero no es así, ya que divide retorno entre riesgo y lo que nos dice es cuánto retorno recibe el sector por cada unidad de riesgo.

En el caso de la República Dominicana, es probable que para los años a ser analizados estos flujos agregados sean negativos en algunos sub-sectores; debido a las fuertes inversiones que han tenido que ser realizadas para ajustarse a las necesidades de competencia de los tratados de libre comercio, y al efecto de la posible disminución de la rentabilidad como consecuencia de la crisis del 2008. Para arribar a una mejor validez de traducción proponemos la creación de un “Score de Riesgo Sectorial” (Score Risk Sector) medido de la siguiente forma:

$$Score_{Risk\ Sector} = \frac{EBITDA_{Agregados_{sector}}/Activos_{Agregados_{sector}}}{\delta(EBITDA_{sujeto}/Activos_s)}$$

$$Score_{Risk\ Sector} = \frac{Roa^*_{sector}}{\delta(Roa^*_{sujeto})}$$

Sustituimos FCFF por EBITDA, ya que este último se ve menos afectado por el nivel de inversiones que realiza el sub- sector o menos propenso a ser negativo en periodos de cambios tecnológicos y para evitar el error de colinealidad en el modelo final. Se renombró como “Score de Riesgo” pues mejor score implica mejor combinación riesgo retorno.

El Riesgo Económico

Las variables exógenas de riesgo económico son aquellas que teóricamente producirían variación en el performance de la empresa, y que son inducidas por movimientos de la economía. En este apartado hemos seleccionado de entre todas las variables encontradas en investigaciones anteriores nueve que a nuestro entender podrían o no tener algún grado de explicación en la volatilidad del performance de la empresa, a saber:

Gasto del gobierno (GGX_NGDP). Expresado como razón de los gastos totales del gobierno en moneda local entre el GDP en moneda local. El gasto del gobierno consiste en las erogaciones y la adquisición neta de activos no financieros por parte de los gobiernos nacionales. Se encuentra registrado por lo devengado y toma en cuenta las disposiciones de activos no financieros. En los países emergentes, como la República Dominicana, inferimos que el gasto del gobierno debería tener un impacto significativo sobre las pequeñas y medianas empresas debido al hecho de que la gran mayoría de bienes y servicios que el estado adquiere deberían provenir de dichas empresas locales, aunque sabemos que un porción considerable del gasto se realiza en grandes obras de infraestructura que son contratadas con grandes consorcios internacionales.

Debiéramos encontrar entonces que a mayor proporción de gasto del gobierno como porcentaje del producto interno bruto, mayor debería ser el performance en las empresas. Esta relación habría sido ya inferida por Holland et al. (Holland, Barrell, Fic, & Hurst, 2009) al presentar que existe una asociación positiva entre el tamaño del gasto del gobierno y los cambios en la producción de la economía.

$$+\Delta HHCE_NGDP \Rightarrow +\Delta Performance$$

Gasto de consumo de los hogares (HHCE_NGDP). Gasto en consumo final de los hogares como porcentaje del GDP en moneda local. Ingreso de los hogares que es utilizado para la compra de bienes y servicios. Incluye los desembolsos para la compra de productos durables, servicios, educación y los bienes vendidos a precio no económicamente significativos; aunque no incluye los egresos como consecuencia de compra de casas nuevas. Lo propuesto por la teoría es que a mayor consumo de los hogares deberíamos encontrar un

mejor performance de las empresas (Cressy, 1996; Everett & Watson, 1998). Al mismo tiempo, un mayor consumo de los hogares en el pasado implica un mejor desempeño en el presente.

$$+\Delta HHCE_NGDP \Rightarrow -\Delta Performance$$

Tasa de desempleo (LUR). El total de personas desempleadas en relación a la fuerza laboral. Los desempleados son todas aquellas personas mayores de una edad específica, quienes durante el período de referencia estuvieron “sin trabajo”, “disponibles para trabajar” y “en busca de trabajo”. Es de esperarse que un incremento en la tasa de desempleo tendría como consecuencia una reducción en el performance de las empresas, debido al hecho de que un alto nivel de desempleo indicaría serios problemas en la economía (Everett & Watson, 1998) y una disminución en la capacidad de compra y gasto de los hogares (Suárez, 2011). En consecuencia: A mayor tasa de desempleo, menor debería ser el performance en las empresas.

Ahorro nacional bruto (NGSD_NGDP). Expresado como la razón del ahorro nacional bruto en moneda local y el GDP en moneda local. El ahorro nacional bruto es el ingreso bruto disponible menos el consumo final de los hogares luego de tomar en cuenta un ajuste debido a los fondos de pensiones. En el marco de esta investigación diríamos, que a medida que incrementa la tasa de ahorro por parte de los hogares deberíamos encontrar entonces una disminución en el performance de las empresas (Suárez, 2011). En teoría, a mayor proporción de ahorro en relación con el producto interno bruto por parte de los hogares, deberíamos encontrar un menor performance en las empresas.

$$+\Delta HHCE_NGDP \Rightarrow -\Delta Performance$$

Inversión total (NID_NGDP). Expresado como la razón del total de inversión en moneda local entre el GDP en moneda local. El total de inversión es el valor de la formación de bienes de capital, cambio en los inventarios y adquisiciones, menos la venta de activos de importancia. Estudios anteriores han encontrado en diferentes circunstancias que a mayor inversión del gobierno, las empresas y los hogares deberíamos encontrar un mejor performance en las empresas (Wernerfelt & Montgomery, 1988; McGahan & Porter, 1997; Ahiakpor, 2003; Ljungqvist & Sargent, 2004; Miles & Scott, 2005; Litan, Baumol, & Schramm, 2008), por lo que:

$$+\Delta NID_NGDP \Rightarrow +\Delta Performance$$

Inflación (PCPIPCH). Porcentajes anuales del cambio de año a año en los precios promedio del consumidor. Una de las variables utilizada por el IMF para representar la inflación; definida como la variación porcentual del índice de precio al consumidor. Millington (Millington, 1994) reportó que a un incremento en la inflación se encontraba mayor número de empresas fracasadas. Esto generalmente se asocia a que existe una relación directa entre el incremento promedio del gasto de sueldos y salarios en la empresa a los incrementos en el índice de precio al consumidor (Everett & Watson, 1998). A un cambio en la tasa de inflación, deberíamos encontrar un cambio en el performance de las empresas.

$$+\Delta HCE_NGDP \Rightarrow +\Delta Performance$$

Tasa de interés (TASA_INT). Tasa de interés real promedio cobrada por los bancos múltiples a los préstamos de los clientes. La tasa de interés real es aquella que tiene las correcciones pertinentes debido a los procesos inflacionarios. En la empresa clásica la gran mayoría de su crecimiento es financiado no por la retención de dividendos sino más bien por el incremento en las deudas o la negociación de acuerdo de deuda con los bancos (Hall, 1992; Everett & Watson, 1998). En consecuencia, el alto apalancamiento financiero hace a todas las empresas, y en especial a la pequeña y mediana empresa, susceptibles a cambios en las tasas de interés. Por tales razones, la teoría propone lo siguiente: A mayor tasa de interés, deberíamos encontrar una disminución en el performance en las empresas.

$$+\Delta TASA_INT \Rightarrow -\Delta Performance$$

Variación Tasa de cambio (TASAUS_VAR). Variación porcentual promedio anualizada reportada por el Banco Central de la República Dominicana de la tasa de cambio del dólar americano (USD\$) en relación con el peso (DOP\$) en la República Dominicana.

“Para las economías particularmente para aquellas en países en desarrollo, los precios de las mercancías tienen una importancia considerable. La relación entre tasa de cambio, precio de las mercancías y el comercio extranjero se le da el nombre de, términos de negocio” (Temple, 2003).

Ya que es desconocida la elasticidad precio de los bienes que comercializa la economía, entendemos que a una variación en la tasa de cambio de la principal moneda (USD\$) con la que comercializa la República Dominicana, deberíamos encontrar un cambio en el performance de las empresas.

$$\Delta TASAUS_VAR \Rightarrow \Delta Performance$$

Balanza Comercial/Exportaciones netas (BCA_NGDP). Es el monto de la balanza comercial de un país como porcentaje del producto interno bruto en la moneda local de un país. Las balanza comercial es el valor de las exportaciones de bienes tangibles menos el valor de las importaciones de estos mismos bienes. Utilizamos la balanza comercial como representante de las exportaciones netas. Así la balanza comercial (como proxy de las exportaciones netas) deberíamos encontrar una relación positiva con el performance de la empresa (Harberger, 2004):

$$+\Delta HHCE_NGDP \Rightarrow +\Delta Performance$$

Las Mipymes y su Performance Relativo

Según Dean, Brown, & Bamford (Dean, Brown, & Bamford, 1998) una creencia generalizada en los primeros años de investigación sobre las mipymes, era que una gran empresa o compañía que tuviese una alta participación de mercado sostenía numerosas ventajas en comparación con las empresas más pequeñas. Esta visión se vio altamente soportada por investigaciones de diversos autores durante los años setenta.

Aunque Woo & Cooper (Woo & Cooper, 1981) concluyeron que la capitalización de mercado no siempre estaba asociada a un menor desempeño. Se entendía que una empresa con baja participación de mercado y buen performance se debía a la utilización de una estrategia de nicho (Porter, 1985, 1998).

Dean encontró resultados que sugieren diferencias notables en la formación de empresas grandes y pequeñas como respuesta a variables ambientales de su sector empresarial. Carter nos indica (Carter, 1990) que los modelos que han sido creados para explicar los fenómenos de las empresas grandes no necesariamente son representativos o utilizables en las empresas pequeñas. La hipótesis general es que las empresas pequeñas poseen recursos y capacidades que difieren de las empresas grandes y que esas diferencias hacen que las organizaciones pequeñas estén bien adaptadas a ciertas características sectoriales pero no a otras (Dean et al. 1998).

De acuerdo a esta visión, las investigaciones de finales de los años noventa encontraron que las empresas grandes tienen ventajas en relación con las pequeñas en sectores empresariales que tienen altos niveles de rentabilidad y de desarrollo tecnológico, ya que poseen grandes recursos financieros y humanos. Por otro lado, las empresas pequeñas parecen verse menos afectadas en los sectores empresariales alta- mente concentrados o con integración vertical, pues se de- terminó que este tipo de sectores inducen a la formación de pequeñas

empresas. Sectores empresariales en los cuales los costos hundidos son una barrera considerable son aprovechados mejor por las grandes empresas, pues éstas tienen reservas financieras o capacidad de financiamiento que les permiten sobreponer dichas barreras.

Los descubrimientos de Dean et al. (Dean et al., 1998) también arrojan luz sobre el impacto negativo de los sectores empresariales altamente concentrados sobre las empresas grandes, puesto que la formación de este tipo de empresas se ve muy afectada debido a la amenaza de los competidores existentes.

Asimismo, tenemos un cuerpo de literatura no muy vasto que se dedica a analizar los factores de riesgo que afectan a las pequeñas empresas. Mediante el estudio de la quiebra de las empresas pequeñas realizado por Everett y Watson; éstos determinaron que al utilizar la quiebra como definición de fracaso la única variable sistemática relevante fue la tasa de interés predominante en el mercado (Everett & Watson, 1998). Otro factor interesante que se deriva del estudio de Everett y Watson, es el hecho de que la tasa de empleo afecta positivamente la salida de empresas por medio de la venta o transferencia de las mismas; o sea, que la probabilidad de fracaso definida por el cese de operaciones o la transferencia de la propiedad aumenta significativamente a medida que aumenta la tasa de empleo.

En un estudio realizado durante el año 2005 en 260 pequeñas empresas Pakistaníes (Coy, Shipley, Omer, & Khan, 2007), se determinó que los dueños de esas pequeñas empresas entienden, en su gran mayoría, que los factores externos, tales como: programas del gobierno, situación de los bancos y otros factores macroeconómicos, tienen menos importancia para el éxito de la compañía que los factores internos como: las destrezas analíticas de los gerentes, las destrezas en la toma de decisiones, la educación superior, las destrezas comunicativas y la atención a los clientes.

También, los estudios e investigaciones preliminares han indicado que el sector empresarial en el que participa la pequeña y mediana empresa puede jugar un rol importante en la explicación de su performance (Bradburd & Ross, 1989).

Las Mipymes Dominicanas. El cuerpo más amplio de investigación sobre las pymes en República Dominicana es el que corresponde a los más de 15 títulos de la serie "Microempresas y pequeñas empresas en la República Dominicana" que han sido publicados con el auspicio y financiamiento del US-AID, Michigan State University y del Fondo para el Financiamiento de la Microempresa Incorporada (FondoMicro). Es prudente comenzar destacando que en los estudios de Cabal (Cabal, 1992, 1993, 1994), la definición de pequeña empresa es aquella de carácter no agrícola con menos de 50 trabajadores permanentes; y en el caso de las microempresas se considera como tal cuando tiene 10 trabajadores o

menos.

Tipología de las Micro Pequeña y Mediana Empresas. Esta tipología solo toma en cuenta el número de trabajadores y nunca el nivel de ingresos, el monto de los activos, y/o el hecho de si ha sido constituida y opera legalmente como empresa. Para los fines de nuestro estudio consideramos esta definición incompleta por los aspectos antes mencionados, además de que en la misma estarían incluidos los profesionales liberales que no necesariamente desde nuestro punto de vista son “empresas”.

Esta tipología solo toma en cuenta el número de trabajadores y nunca el nivel de ingresos, el monto de los activos, y/o el hecho de si ha sido constituida y opera legalmente como empresa. Para los fines de nuestro estudio consideramos esta definición incompleta por los aspectos antes mencionados, además de que en la misma estarían incluidos los profesionales liberales que no necesariamente desde nuestro punto de vista son “empresas”.

Dada la experiencia de más de 20 años en la realización de estudios descriptivos de empresas en República Dominicana, la tipología y clasificación del tamaño de las empresas que es aceptada es la propuesta por FondoMicro. Para Marina Ortiz (2001), la clasificación ajustada a las características económicas de la República Dominicana de las empresas de la época se presenta en el siguiente cuadro:

Tabla 4. Clasificación de las Empresas Según el Número de Trabajadores, Total de Activos y Ventas.

Tipo	Número de Trabajadores	Activos		Ventas Anuales	
		DOP:	USD \$	DOP :	USD \$
Micro	1 - 10	<500.000	< 30.000	<1 millón	<60.000
Pequeña	11 - 50	De 600.000	De 30.000 a	De 1 a 20	De 60.000 a 1.2
Mediana	61- 180	De 5 millones a 20millones	De 301.000 a 1.2 millones	De 20 a 80 millones	De 12 a 5 millones
Grande	>150	Más de 20 millones	Más de 1,2 millones	Más de 80 millones	Más de 5 millones

Fuente: FondoMicro (Ortiz, 2001).

Aunque reconocemos que tanto la OECD como la Unión Europea (2005; 2003) tienen clasificaciones totalmente diferentes a las propuestas por FondoMicro, utilizaremos la tipología de esta última debido a que si intentásemos clasificar las empresas por la clasificación internacional de la Unión Europea y de la OECD, las llamadas empresas grandes en República Dominicana estarían clasificadas como pequeñas.

Aplicación a la República Dominicana

Métodos y Muestra

Se seleccionaron las 6 principales industrias del nivel II de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme, según los ingresos reportados por la Dirección General de Impuestos Internos para el año 2010 según la siguiente Tabla:

Tabla 5. Ingresos Totales de Empresas por Actividad Empresarial 2010.

Sector Empresarial		Ingresos Totales DOP\$	% del Total
Agropecuaria		46,2936,755,107	
	Ganadería, silvicultura y Pesca	23,793,505,317	1.4%
	Cultivos tradicionales	9,562,687,462	0,6%
	Cultivo de cereales	9,153,100,668	0.5%
	Servicios Agropecuarios	3,787,461,660	0.2%
Industrias		545,018,154,077	
	Manufactura	460,576,024,340	26.6%
	Construcción	77,892,557,952	4.5%
	Explotación de minas y canteras	6,549,571,784	0.4%
Servicios		1,139,807,522,880	
	Comercio	597,178,570,028	34,5%
	Electricidad, gas y agua	126,248,163,439	7.3%
	Otros servicios	104,865,872,089	6.1%
	Comunicaciones	94,019,736,661	5.4%
	Hoteles, bares y restaurantes	64,279,664,212	3.7%
	Transporte y almacenamiento	55,806,600,498	3.2%
	Alquiler de viviendas	45,231,428,461	2.6%
	Administración pública	23,546,350,927	1.4%
	Servicios de salud	18,474,416,196	1.1%
	Servicios de enseñanza	10,156,718,368	0.6%
	Total de ingresos	1,731,122,432,064	100.0%
Sectoriales seleccionados para el estudio (84.4% del total de los ingresos)			

Fuente: Dirección General de Impuestos (2011)

Determinó la población total basada en las empresas formales totales de la economía dominicana según lo presentado en la siguiente tabla:

Tabla 6. Total Comparativo de Empresas Formales 2006-2010.

Año	Total Empresas	%Variación
2006	37,316	20.8%
2007	34,824	-6.7%
2008	39,715	14.0%
2009	35,310	-11.1%
2010	34,123	-3.4%
Promedio	35,363	14.5%

Fuente: Dirección General de Impuestos (2011)

De las posibles 37,316 empresas activas del año 2006, solo 23,642 pertenecían a los seis sectores seleccionados CIU .

Utilizando los estados financieros formales de toda la población desde el año 2005 hasta el año 2010 que fueron provistos de forma anónima y con consentimiento informado por la DGII, se procedió a depurar la información y sacar de la muestra las empresas que presentaban inconsistencias en las sumatorias y cuadros de sus estados financieros o que no presentaban transacciones en uno o varios de los años seleccionados. También se filtraron los valores extremos; para la variable dependiente Cfa (índice de creación de flujo de los activos) se tomaron solo los registros en los que $-5 > Cfa <$

$+5$ y Cfa no tomase el valor nulo; para la variables dependiente Roa* se tomaron solo los registros en los que $-4 > Roa^*$

$< +4$ y Roa* no tomase el valor nulo y; para la variables dependiente Roe* se tomaron solo los registros en los que -6

$> Roe^* < +6$ y Roe* no tomase el valor nulo.

Al utilizar todas las empresas que eliminan la atrición y que contienen valor para las variables arribamos a una población muestral de 8,650 empresas, lo que para un nivel de confianza del 95%, un intervalo de confianza de ± 4 , representa el 36% de la población total y el 1,477.6% de la muestra probabilística requerida de 585 sujetos.

Tabla 7. Representatividad de la Muestra.

Sector Nivel I	Actividad Nivel II	Población		Muestra				
		2006	Distr. %	Sujetos muestra	% de Población	% del sector	Sujetos Req.	% sobre Req
Industria	Construcción	3,134	13,30%	902	28.80%	10,40%	78	1156%
	Electricidad, gas y agua	220	0,90%	94	42.70%	1.10%	5	1880%
	Manufactura	2,862	12.10%	1,109	38.70%	12.80%	71	1562%
Servicios	Comercio	10,979	46.40%	4,378	39.90%	50.60%	272	1610%
	Comunicaciones	731	3.10%	241	33.00%	2.80%	18	1339%
	Otros Servicios	5,716	24.20%	1,926	33.70%	22.30%	142	1658%
Totales		23,642	100.00%	8,650	36.60%	100.00%	585	1478%

En cuanto a las Fuentes de datos pertinente a los sujetos y los sectores empresariales utilizando principalmente tres fuentes de información datos primaria: (i) la base de estados financieros oficiales y anónimos de las empresas que ha sido proporcionada por la Dirección General de Impuestos Internos; (ii) la base de datos de clasificación de empresas por actividad y sector empresarial preparada por el Banco Central de la República Dominicana en conjunto con el departamento de Estudios Económicos y Tributarios de la DGII; y (iii) la clasificación del tamaño de las empresas del FondoMicro (Ortiz, 2001).

Las fuentes de datos de factores económicos utilizadas para esta investigación son principalmente las siguientes: (i) la información histórica de tasa de interés y tasa de cambio de DOP\$ a USD\$ provista por el departamento de Estadísticas Económicas del Banco Central de la República Dominicana; y (ii) la base de datos World Economic Outlook (WEO) de indicadores económicos del FMI para la República Dominicana, Estados Unidos, Haití, Francia, España.

Un diseño de Análisis Basado en Modelos de Datos de Panel.

En los análisis longitudinales de datos de panel, se observan muchos sujetos (múltiples n's), por pocos periodos de tiempo (pocas t's). Entre las bondades o ventajas que Edward Frees (Frees, 2004) enumeró para el análisis de datos de panel o análisis longitudinales, se encuentran: (1) la posibilidad de manejo de la

heterogeneidad de la muestra o población, (2) da una mejor panorámica de las características y dinámica de las observaciones. Los modelos de data de panel permiten controlar por variables que no se pueden observar o medir, o variables que cambian en el tiempo pero no entre los sujetos, o sea la heterogeneidad individual (Torres-Reyna, 2011).

Debido a las características de las variables independientes con las que contamos que varían en todos los periodos de observación; en adición al hecho que la variación entre los clúster de la muestra es considerable, utilizaremos entonces modelos de datos de panel de efectos fijos de la forma general, realizando las pruebas y comprobaciones correspondientes para verificar la consistencia de los estimadores y la correcta utilización del modelo. Los modelos de efectos fijos se utilizan únicamente cuando se está interesado en analizar el impacto de variables que cambian de valor en el tiempo. Se asume que algún factor en el individuo impacta o sesga el predictor o variable a explicar y existe la necesidad de controlar debido a esto. Se da por sentado que existe una correlación entre el término de error del sujeto y la variable a explicar. A saber el modelo sería el siguiente:

$$y_{it} = \beta_1 x_{it} + \alpha_i + \epsilon_{it}$$

De todas formas, para tener pruebas de la consistencia del modelo estaremos siguiendo una secuencia de regresiones y pruebas que está comprobada como eficiente para la determinación de modelos de efectos fijos sin la presencia de atrición y asumiendo la corrección de la heteroscedasticidad (Cameron, 2007; Frees, 2004; Stata Corporation, 2011; Torres-Reyna, 2011, 2009; Wooldridge, 2010). Dicho procedimiento está compuesto por los siguientes pasos: i) generación de dispersión para comprobar la heterogeneidad entre individuos; ii) reducción del número de variables utilizando regresiones bietápicas; 3) una prueba de Durbin-Wu-Hausman donde la variable “Prob>chi2” debe ser menor al 5% para poder confirmar la hipótesis nula de que el error único y los regresores no están correlacionados.

Modelación Econométrica de los Factores de Riesgo Exógenos

Medición del riesgo sectorial general, y por tamaño de empresas

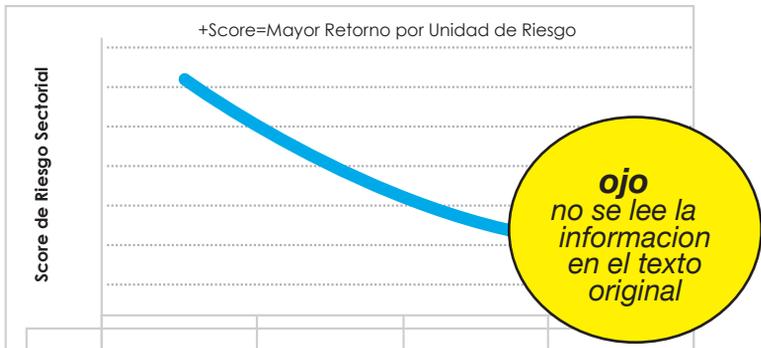
De forma general, la razón EBITDA consolidada entre Activos Consolidados del sub-sector (Roa*) ronda entre el 5% y el 28% entre los diferentes sub-sectores.

Consistentemente el índice de creación de valor más bajo lo tiene el sub-sector construcción con un promedio de 6.18% durante los cuatro años del periodo analizado. El sub-sector con el mayor índice de creación de valor promedio (Roa*) es comunicaciones con una razón promedio de 24%, lo que significa que, en general, producen ₡24 de EBITDA al año por cada DOP\$ que poseen en activo (aunque obtuvo un gran decrecimiento para el año 2008 y 2009).

Las desviaciones estándar consolidadas de la razón por individuo Roa* tienen un rango entre los diferentes sub-sectores que varía entre un 25.8% y un 53.2%. Sistemáticamente es el sub-sector electricidad, gas y agua el que presenta la menor desviación estándar con un promedio de 28.57%. La mayor desviación estándar promedio la presenta el sub-sector otros servicios con un promedio de 49.18%.

En promedio, a partir del año 2007 las empresas de la República Dominicana han incrementado en una gran proporción su riesgo industrial. Como se puede ver en la Figura siguiente, el score de riesgo consolidado para todas las empresas decrece al pasar de un 42% de retorno por cada unidad de desviación estándar adicional en el año 2007 hasta llegar al 34% en el 2010.

Figura 9. Evolución del Score de Riesgo Todas las Empresas del País



En cuanto al detalle por sub-sector, sistemáticamente los que poseen menor score de riesgo sectorial son, en el mismo orden, construcción y otros servicios. En el caso específico de construcción su score se mantuvo estable en aproximadamente un 16% durante los tres primeros años del estudio, pero en el 2010 cae a un 12% por motivo de la caída de su magro índice de rentabilidad. Como el Roa* consolidado del sub-sector construcción es solo de un 5%, la caída hasta un 4% representa 25% menos creación de valor que el año anterior.

Los sub-sectores que se comportan con un score de riesgo promedio de entre el 35% y el 45% son precisamente los dos sub-sectores más grandes y

representativos: (1) comercio y (2) manufactura. Se puede notar claramente la caída en el score durante el año 2009 del sub-sector manufactura debido a la disminución de su rentabilidad consolidada y al incremento de un 10% en su desviación estándar individual de los sujetos (3%). Este score vuelve a mejorar, aunque no a los niveles originales, durante el año 2010 debido al incremento en su índice de creación de valor Roa*.

El sub-sector comercio luego de un incremento en su score durante el año 2008 cae 1,400 puntos porcentuales básicos en su score (del 46% al 34%) entre los años 2008 y 2010. Lo anterior se explica en una leve disminución en su índice de rentabilidad consolidado y un gran incremento en la desviación estándar de la rentabilidad individual de las empresas; aun así, comercio sigue siendo “el sector de score promedio” entre los sub-sectores nivel II de la República Dominicana.

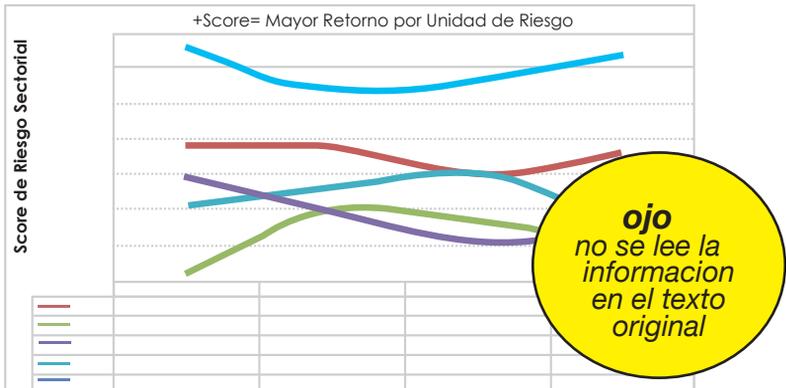
Consistente con lo descrito por la teoría tanto en el sector comercio como manufactura, las empresas grandes tienen en promedio mayor score de riesgo sectorial que los demás tipos de empresas. Esto, según la teoría, se debe a la capacidad que poseen las empresas grandes de diversificarse debido a su gran cantidad de recursos.

En el caso del sector comercio las empresas grandes no solamente tienen menos de la mitad (22.45%) de la desviación estándar de los retornos individuales de las micro-empresas del sub-sector, sino que también poseen 400 puntos porcentuales básicos de retorno adicional (13.3%) que las micro-empresas.

También las empresas medianas aunque no tienen el mismo score de riesgo que las empresas grandes sí poseen una clara diferenciación en su score con relación a las pequeñas y micro-empresas. La respuesta a este hecho viene de retornos ligeramente más altos (10.15%) que las empresas pequeñas, pero desviación estándar de solo 300 puntos porcentuales básicos más altos (27.96%) que las empresas grandes. Este resultado sigue siendo consistente con la teoría ya que las empresas medianas tienen un comportamiento ligeramente parecido a las empresas pequeñas y micro-empresas, pero debido a sus mayores recursos poseen una mayor capacidad de diversificación.

Las micro y pequeñas empresas como consecuencia de su baja rentabilidad relativa y su alta desviación estándar individual de los sujetos, tienen el score de riesgo más bajo; también por las mismas características de recursos antes expuestas, las empresas pequeñas tienen en promedio mejor score de riesgo que las micro-empresas.

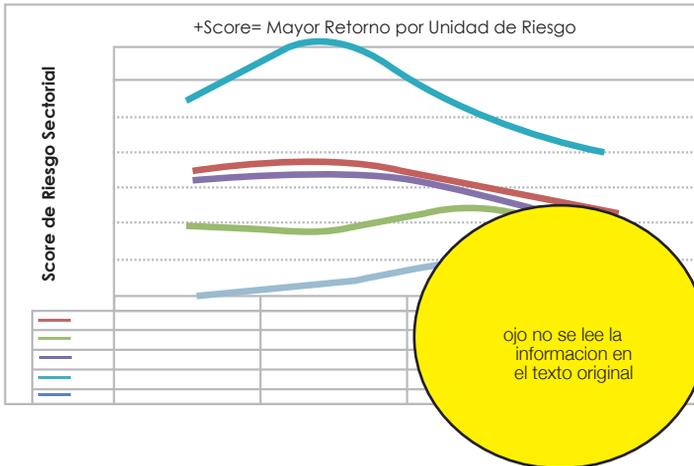
Figura 10. Evolución del Score de Riesgo Sectorial por Tamaño Sub-sector Manufactura



Las tendencias por tamaño de empresa del score de riesgo para el sub-sector manufactura son idénticas a las del sub-sector comercio; en el sentido de que las empresas grandes tienen un score de riesgo promedio más de tres veces mayor al de las micro-empresas en el periodo 2007-2010. Ahora, las razones de estas diferencias no son las mismas que en el sub-sector comercio, ya que la rentabilidad medida por el índice promedio Roa* de las empresas pequeñas (10%) y las empresas grandes (13%) son similares, pero la desviación estándar de la razón Roa* de los sujetos de empresas pequeñas (61%) es casi tres veces más alta que las de las empresas grandes (21%). El score de riesgo sectorial promedio de los cuatro años estudiados de las grandes empresas es más estable que el de las micro-empresas.

En el caso de las empresas del sub-sector manufactura la evolución del score de riesgo sectorial segmentado por los tamaños no se comporta de la misma forma que el sub-sector comercio; esto nos hace suponer que las diferencias o características intrínsecas del sub-sector manufactura hacen que las variaciones en el score de riesgo sectorial difieran como consecuencia de las presiones ejercidas por los factores de riesgo económico exógenos. En el caso de las grandes empresas de manufactura vemos el efecto contrario al de las empresas del mismo tamaño en el sub-sector comercio; una disminución en su score de riesgo sectorial para el año 2008 y un re-establecimiento creciente para los años 2009 y 2010.

Figura 11. Evolución Score de Riesgo Sectorial por Tamaño Sub-sector Comercio



La Influencia de los Factores de Riesgo Económicos Sobre el Performance de las Empresas

Posible solapamiento del riesgo Sectorial y Económico. Aunque Everett y Watson (Everett & Watson, 1998), realizaban una separación teórica entre el riesgo sectorial y el riesgo económico como componentes de una tipología de riesgo mayor llamados exógenos; en la práctica, los resultados nos indican que podría existir un solapamiento de ambos componentes del riesgo exógeno.

Sí, es cierto que las características intrínsecas de un sector empresarial (tales como: la dinámica competitiva, los requerimientos de capital, las disponibilidad de factores, entre otros) ejercen una influencia sobre el performance de las empresas que lo componen, pero no es menos cierto que esas características en sí mismas se ven también afectadas por los factores económicos de riesgo. Por lo que, si tratásemos de realizar un modelo único de riesgo exógeno nos encontraríamos ante un problema de posible endogeneidad.

Es por esto que hemos decidido tratar de forma separada los factores de riesgo exógenos, al medir el riesgo sectorial mediante el uso del score de riesgo sectorial propuesto por nosotros; y en subsiguientemente la modelación econométrica de la influencia de los factores de riesgo económico.

Sobre los mismos sujetos segmentados por sub-sector empresarial, tamaño y por ambos factores al mismo tiempo.

Por otro lado, en la siguiente tabla se presentan las matrices de correlación

de las diferentes variables de riesgo económico para el caso de la República Dominicana:

Tabla 7. Cancelación variables de riesgo económico locales

Gasto del Gobierno								
Gasto de consumo de los hogares								
Tasa de desempleo								
Ahorro nacional bruto								
Inversión total								
Inflación								
Tasa de cambio								
Balanza comercial								

ojo
no se lee la
información
en el texto
original

¿Diferentes medidas de performance, diferentes factores? Los primeros modelos que trabajamos fueron aquellos que explicaban la influencia de los factores de riesgo económico exógenos sobre el performance de todas las empresas sin ningún tipo de segmentación; o sea, que expliquen las diferentes medidas de performance que habían sido envisionsadas por nosotros como representativas de la creación de valor en las empresas.

La primera observación es que los factores que resultan estadísticamente relevantes para la explicación de los tres índices de performance seleccionados, difieren en el caso de todas las empresas sin ningún tipo de segmentación.

Variable	Estadísticas	Todas	Comercio	Comunicaciones	Construcción	Electricidad	Manufactura	Otros servicios
Gasto del gobierno (ggx_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error							
	P>t							
Consumo de los hogares (hhce_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error	0.0103182 (0.0013322)	0.0303484 (0.0016245)		0.0125761 (0.0051259)			
	P>t	0.000	0.000		0.014			
Tasa de desempleo (lur_dom)	Coef. Robust Std. Error							
	P>t							
Ahorro Nacional Bruto (ngsd_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error							
	P>t							

Inversión total (nid_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error						
	P>t						
Inflación (pcpipch_ dom)	Coef. Robust Std. Error						
	P>t						
Tasa de interés (tasa_inbrd_dom)	Coef. Robust Std. Error	0.0031458 (0.0007432)	0.00025954 (0.0008502)				
	P>t	0.000	0.005				
Tasa de cambio (tassaus_dom)	Coef. Robust Std. Error			-0.0174206 (0.0064146)			
	P>t			0.039			
Balanza comercial (bta_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error						
	P>t						
R>			0.2107000	0.2064000	0.2072000	0.0000000	0.2064000
rho			0.1655204	0.1606984	0.1629321	-	0.1628666
Número de grupos			8,650	241	902	94	1,109
Número de observaciones			34,600	964	6,603	376	4,436

En consistencia con la teoría, cuando se define el performance de la empresa como el índice Cfa (FCFF/ACTIVOS), una de las variables relevantes y con un coeficiente moderado con signo positivo, es el consumo de los hogares (hnce_ngdp_dom). Lo que quiere decir que, a medida que incrementa el consumo de los hogares, incrementa también el performance de la empresa.

Tabla 8. Resultados comparativos Modelo Cfa, Roa*, Roe* Para todas las empresas

Variable	Estadísticas	Cfa	Roa*	Roe*
Gasto del gobierno (ggx_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error			
	P>t			
Consumo de los hogares (hnce_ ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error	0.0103182 (0.0013322)		
	P>t	0.000		
Tasa de desempleo (lur_dom)	Coef. Robust Std. Error			
	P>t			
Ahorro Nacional Bruto (ngsd_ngdp_ dom)	Coef. Robust Std. Error			
	P>t			

Inversión total (nid_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error			0.0535289 (0.0032648)
	P>t			0.000
Inflación (pcpipch_dom)	Coef. Robust Std. Error			
	P>t			
Tasa de interés (tasa_inbrd_dom)	Coef. Robust Std. Error	0.0031438 (0.0007432)		0.0111414 (0.0012762)
	P>t	0.000		0.000
Tasa de cambio (tassaus_dom)	Coef. Robust Std. Error		-0.0188142 (0.0016390)	
	P>t		0.000	
Balanza comercial (bta_ngdp_dom)	Coef. Robust Std. Error			
	P>t			
R>		0.2107000	0.3897000	0.3486000
rho		0.1655204	0.3216180	0.2816903
Número de grupos		8,650	8,606	7,944
Número de observaciones		34,600	34,424	31,776

Igualmente consistente con la teoría cuando se define performance por la variable Roa* (EBITDA/ACTIVOS), la tasa de cambio del dólar (tassaus_dom) es el único factor estadísticamente significativo en la explicación de las variaciones en el performance. La sorpresa es que, a nivel general agregado, el efecto de la tasa de cambio es negativo; quiere decir, que a un incremento en la tasa de cambio tendríamos una disminución en el performance de las compañías.

Variable	Estadísticas	Todas comercio	Mlcro empresas	Empresas pequeñas	Empresas medianas	Empresas grandes
Gasto del gobierno (ggx_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
Consumo de los hogares (hhce_ ngdp_dom)	Coef.	0.0103484 (0.0016246)	0.0313752 (0.0053708)		0.0072013 (0.0025882)	0.0067383 (0.0027537)
	P>t	0.000	0.000		0.005	0.015
Tasa de desempleo (lur_dom)	Coef.					
	P>t					
Ahorro Nacional Bruto (ngsd_ngdp_ dom)	Coef.					
	P>t					

118 Memorias primer workshop

Inversión total (nid_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
Inflación (pcpipch_ dom)	Coef.					
	P>t					
Tasa de interés (tasa_inbrd_dom)	Coef.	0.0023954 (0.0008602)				0.003331 (0.0013733)
	P>t	0.005				0.015
Tasa de cambio (tassaus_dom)	Coef.			0.0108263 (0.0047984)		
	P>t			0.024		
Balanza comercial (bta_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
R>		0.2095000	0.1865000	0.1926000	0.2314000	0.2397000
rho		0.1641761	0.1379600	0.1512845	0.1833028	0.1896774
Número de grupos		4,378	523	1,523	1,284	1,048
Número de observaciones		17,512	2,092	6,092	5,136	4,192

Cuando se define performance por la razón Roe* (EBITDA/CAPITAL) consistente con la teoría resulta como factor estadísticamente significativo la inversión total (nid_ngdp_dom) con un coeficiente de signo positivo. Nuestro hallazgo está en la misma línea de los resultados de Ahikpor (2003) y Sloman (2006), ya que al parecer la inversión creada por las expectativas futuras de beneficio se traduce en mayores negocios y en mejor performance para las empresas.

El modelo Cfa por Tamaño muestra que las variables son totalmente diferentes y con impactos diferenciados para las empresas de los 6 sectores consolidados de diferentes tamaños. Esto sin segmentar por el sector industrial al que pertenecen.

Variable	Estadísticas	Todas comercio	Micro empresas	Empresas pequeñas	Empresas medianas	Empresas grandes
Gasto del gobierno (ggx_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
Consumo de los hogares (hhce_ ngdp_dom)	Coef.	0.0103182 (0.0013322)				0.0062248 (0.0022730)
	P>t	0.000				0.006
Tasa de desempleo (lur_dom)	Coef.					
	P>t					

Ahorro Nacional Bruto (ngsd_ngdp_dom)	Coef.		-0.0249789 (0.00384465)			
	P>t		0.000			
Inversión total (nid_ngdp_dom)	Coef.			-0.0118552 (0.0030238)	-0.010778 (0.0030783)	
	P>t			0.000	0.000	
Inflación (pcpipch_dom)	Coef.					-0.0027613 (0.0013391)
	P>t					0.039
Tasa de interés (tasa_inbrd_dom)	Coef.	0.0031438 (0.007432)	0.0063716 (0.0026601)			
	P>t	0.000	0.017			
Tasa de cambio (tassaus_dom)	Coef.					
	P>t					
Balanza comercial (bta_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
R>		0.2107000	0.2161000	0.1903000	0.2216000	0.2169000
rho		0.1655204	0.1665578	0.1490138	0.1750947	0.1708181
Número de grupos		9,650	1,226	2,838	2,329	2,257
Número de observaciones		34,600	4,904	11,352	9,316	9,028

Al segmentar las empresas por su tamaño para el sector comercio, vemos que los factores de riesgo económico que las afectan, son relativamente iguales, pero el impacto es diferente según el tamaño. Podemos ver que consistentemente el consumo de los hogares (hhce_ngdp_dom) es el factor estadísticamente significativo en el caso del modelo del índice Cfa (FCFF/ACTIVOS) del sector Comercio.

Un hallazgo interesante aquí, es que las empresas pequeñas tienen un comportamiento diferente a los demás tamaños ya que la única variable que explica la variación en sus flujos es la tasa de cambio del dólar americano (tassaus_dom). En la siguiente tabla se presentan resultados similares para el sector manufactura.

120 Memorias primer workshop

Variable	Estadísticas	Todas comercio	Micro empresas	Empresas pequeñas	Empresas medianas	Empresas grandes
Gasto del gobierno (ggx_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
Consumo de los hogares (hhoce_ ngdp_dom)	Coef.	0.0094482 (0.0032079)				0.0140903 (0.0042201)
	P>t	0.003				0.001
Tasa de desempleo (lur_dom)	Coef.					
	P>t					
Ahorro Nacional Bruto (ngsd_ngdp_ dom)	Coef.					
	P>t					
Inversión total (nid_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
Inflación (pcpipch_ dom)	Coef.					
	P>t					
Tasa de interés (tasa_inbrd_dom)	Coef.	0.0048693 (0.0020394)	0.0299373 (0.0117686)		0.0069452 (0.0030417)	
	P>t	0.017	0.012		0.023	
Tasa de cambio (tassaus_dom)	Coef.					
	P>t					
Balanza comercial (bta_ngdp_dom)	Coef.					
	P>t					
R>		0.2084000	0.2367000	0.000000	0.2350000	0.2037000
rho		0.1628666	0.1672615	-	0.1855604	0.1571159
Número de grupos		1,109	104	251	264	490
Número de observaciones		4,436	416	1,004	1,056	1,960

Discusión

La caída en la rentabilidad ajustada al riesgo en el sub-sector comercio a partir del año 2008 podría probablemente ser como consecuencia de la crisis. En el caso de las diferencias marcadas en los score de riesgo sectorial para las empresas grandes, medianas y pequeñas presentan una caída (en mayor proporción en las empresas grandes y medianas), mientras que las micro-empresas incrementan su score de riesgo; La respuesta es una sola: la intervención del gobierno. En el año 2006 se instituye la figura de “comprobantes fiscales” como forma de eliminar o al menos reducir la evasión que principalmente se daba en las micro-empresas.

El incremento del score de riesgo luego de la crisis de los años 2009 y 2010 de las empresas grandes del sector manufactura, al mismo tiempo que se registra el efecto inverso en el sector comercio podría ser en indicativo de que la proporción de consumidores finales disminuyera grandemente en el sub-sector comercio y se volcase a las compras al sub-sector manufactura. Esto haría sentido en situaciones en las cuales hubiese un des-incentivo (tasa de cambio o precio de los productos importados) al consumo de productos importados que, en su gran mayoría, son tranzados por el sub-sector comercio.

El efecto “comprobantes fiscales” puede también ser visto en las micro-empresas del sub-sector manufactura, en el cual durante el año 2008 su score de riesgo sectorial aumentó de poco más de un 7% a casi el 25%. Este efecto se da un periodo antes que en las micro-empresas del sub-sector comercio, debido a que la proporción de las ventas de los consumidores finales del sub-sector manufactura son casi la mitad que las del sub-sector comercio. El sub-sector manufactura tiene como clientes principales no a los consumidores finales, quienes no tienen la obligación del sustento de sus gastos con comprobantes, si no a empresas formales de su mismo sub-sector, del sub-sector comercio y de los demás sub-sectores del sector servicio como: hoteles, bares y restaurantes.

Esto solo puede explicarse debido a dos factores: (i) al incrementar la tasa de cambio se incrementa el costo de los bienes y servicios importados que representan una gran proporción de los ingresos del sub-sector comercio y como este incremento no necesariamente es transferido a los clientes, disminuye el performance de la empresa; y (ii) el incremento en la tasa de cambio crea indirectamente un proceso de disminución del poder adquisitivo de los hogares, por lo que disminuye el consumo y con él, el performance de la empresa.

Conclusiones

Creemos que la mejor forma de enfocar las conclusiones e implicaciones de los resultados de este trabajo, es tomando como guía las preguntas de investigación propuestas y las hipótesis que hemos venido trabajando desde el inicio.

Para responder a la primera pregunta: (i) ¿cuáles son los factores de riesgo exógeno que afectan el performance de todas las empresas de la República Dominicana? Las hipótesis que planteamos a partir de la revisión de la literatura han sido las siguientes:

H1: A mayor consumo de los hogares deberíamos encontrar un mayor performance de las empresas. Debido a que según la teoría un mayor consumo de los hogares en el pasado implica un mejor desempeño en el presente. Nuestra investigación pudo comprobar que en consistencia con la teoría y las

investigaciones anteriores (Cressy, 1996; Everett & Watson, 1998), el consumo de los hogares es un factor positivo estadísticamente significativo para todas las empresas cuando se define el performance representado por el índice Cfa.

H2: A mayor inversión de las empresas, los hogares y el gobierno; deberíamos encontrar un mejor performance en las empresas. Nuevamente, nuestra investigación comprueba que en línea con lo descubierto por Ahiakpor (2003); Litan et al. (2008); Ljungqvist and Sargent (2004); Mankiw (2008); McGahan and Porter (1997); Miles and Scott (2005); Rumelt (1991); Schmalensee (1985); Sloman (2006); Wernerfelt and Hansen (1989), al definir performance por el índice Roe* la inversión es un factor positivo estadísticamente significativo para el consolidado de las empresas de la República Dominicana.

H3: A mayor proporción de ahorro en relación con el producto interno bruto por parte de los hogares, deberíamos encontrar un menor performance en las empresas, pero este factor no sería estadísticamente significativo por su representación en el consumo de los hogares. Las investigaciones recientes (Boersch-Supan & Winter, 2001; Mankiw, 2010, 2011; Suárez, 2011) nos dicen que el ahorro (ngsd_ngdp_dom) debe de tener una influencia negativa sobre el performance de las empresas. Pero en línea con la hipótesis anterior, en ninguno de los modelos (Cfa, Roa*, Roe*) de todas las empresas agregadas consolidadas, entendemos que por la alta correlación negativa que la variable posee con el ahorro de los hogares, -0.88221 (tabla de correlaciones), no es estadísticamente significativa. Solo en el segmento de las micro-empresas, en el modelo Cfa segmentado por tamaño, encontramos un resultado estadísticamente significativo con coeficiente negativo según lo descrito por la teoría.

H4: A mayor proporción de gasto del gobierno como porcentaje del producto interno bruto, mayor debería ser el performance en las empresas. El constructo teórico era que debido al alto componente social del gasto del gobierno en los países en desarrollo y el hecho de que gran proporción de los presupuestos de los gobiernos de países en desarrollo es gasto corriente (Wickens, 2012), el incremento en el gasto del gobierno debiera de producir un incremento en el performance de las empresas. Nuestra investigación no pudo determinar en ninguno de los 33 modelos creados la significatividad estadística de la variable gastos del gobierno (ggx_ngdp_dom). Por consiguiente, se rechaza la hipótesis de que en el caso de la República Dominicana para la población muestral compuesta por los 6 sub-sectores de mayor importancia, el gasto del gobierno tiene influencia sobre el performance representado por los índices Cfa, Roa* y Roe*.

H5: A mayor tasa de desempleo, menor debería ser el performance en las empresas, pero LUR no debería ser estadísticamente significativo ya que debería estar representado por el consumo de los hogares. En concordancia con lo

expuesto en la hipótesis anterior, nuestra investigación no pudo determinar en ninguno de los 33 modelos creados la significatividad estadística de la variable tasa de desempleo (lur_dom). Por lo que, debido a la alta correlación negativa, -0.7687 , de la variable desempleo con el gasto de los hogares ($hhce_ngdp_dom$) se rechaza la hipótesis de que en el caso de la República Dominicana para la población muestral compuesta por los 6 sub-sectores de mayor importancia, el desempleo tenga influencia sobre el performance representado por los índices Cfa , RoA^* y RoE^* . Esto no necesariamente rechaza que lo expuesto por Suárez (2011); Everett and Watson (1998); Millington (1994), ya que algunos de los anteriores no incluyeron la variable consumo de los hogares dentro de su análisis; además de que la correlación entre consumo de los hogares y desempleo es tan alta que simplemente nuestro resultado lo que demuestra es que, probablemente la variable consumo de los hogares sea una mejor representación del efecto sobre el performance, que el desempleo en el caso de la República Dominicana.

H6: A mayor tasa de interés, deberíamos encontrar un aumento en el performance de las empresas. En contrario a lo descrito por Brigham and Ehrhardt (2011); Everett and Watson (1998); Hall (1992) las tasas de interés de los bancos múltiples tienen muy bajo coeficiente positivo cuando se define el performance como el índice Cfa y RoE^* . Esto debido a la no existencia de un mercado de capitales competitivo y justo; las personas, familias y empresas tienen sus ahorros en la banca comercial, por lo que, paradójicamente un incremento en las tasas de interés de la banca se traduce en más ingresos para las personas y empresas. También, la gran mayoría de las empresas dominicanas son empresas familiares y según los estudios la proporción de las que se financian con deuda es muy baja.

H7: A un cambio en la tasa de inflación, deberíamos encontrar un cambio en el performance de las empresas. Dicho cambio puede ser en diferente magnitud para las empresas grandes y medianas que para las empresas pequeñas y micro. Solo para las empresas grandes, en el Modelo de Performance representado por el índice Cfa y segmentado por tamaño, resultó estadísticamente significativa la inflación con un bajo coeficiente negativo (-0.0027613). Este resultado coincide con lo antes descrito por Everett and Watson (1998).

H8: A una variación en la tasa de cambio de la principal moneda (USD\$) con la que comercializa la República Dominicana, deberíamos encontrar un cambio en el performance de las empresas. Dicho cambio puede ser en diferente magnitud según el sector y el tamaño de la empresa. A nivel agregado (todas las empresas) solo cuando se define el performance por el índice RoA^* , la variación en la tasa de cambio del DOP\$ con el USD\$ ($tasaus_dom$) se considera estadísticamente relevante con un coeficiente negativo de -0.0188142 . Segmentado el modelo de RoA^* a nivel de sub-sectores, la variable tasa de cambio mantiene consistentemente un coeficiente negativo para los sub-sectores comunicaciones

(-0.0366824) y otros servicios (-0.064209); en los demás sub-sectores la variable no es estadísticamente significativa. Al mismo tiempo al segmentar el modelo Roe* a nivel de sub-sectores, la variable tasa de cambio mantiene un coeficiente negativo para el sub-sector comercio (-1.944027). Pero, en el caso del performance medido por el índice Cfa, las empresas pequeñas del sub-sector comercio presentan la variable tasa de cambio como estadísticamente significativa con un coeficiente positivo de 0.0108263. Estos resultados comprueban nuestra hipótesis de que el efecto de la variable tasa de cambio (tasaus_dom) puede ser diferente en impacto según el tamaño y el sector de la empresa.

H9: Los cambios que se dan en el performance de las empresas como consecuencia de los cambios en la balanza comercial deben ser negativos, ya que en el caso de la República Dominicana la balanza comercial es deficitaria, por lo que, un incremento del déficit debe provocar menor performance de las empresas. Contrario a lo que dice la teoría, que los efectos en la balanza comercial - exportaciones netas (bca_ngdp_dom) debieran verse representados en las variables tasa de interés, tasa de cambio y diferencial de la inflación (Harberger, 2004; Olney, 2010); en el caso de la República Dominicana, por sí sola tiene un impacto estadísticamente significativo negativo cuando se define performance por el índice Cfa, para el caso específico del sub-sector comunicaciones con un coeficiente de -0.0174206. Mientras que para los modelos de performance representado por el índice Roa*, en las empresas de los sub-sectores comercio (0.0053344) y otros servicios (-0.0233878) se mantiene el déficit en la balanza comercial como una variable estadísticamente significativa.

Para la respuesta a la pregunta: (ii) ¿afectan esos factores de riesgo exógeno de forma diferente al performance de las empresas según su tamaño? Nuestro estudio demuestra que sí. El modelo Cfa por Tamaño muestra que las variables son totalmente diferentes y con impactos diferenciados para las empresas de los 6 sectores consolidados de diferentes tamaños. Aunque es bueno resaltar que cuando fueron segmentados los sub-sectores comercio y manufactura, las variables estadísticamente significativas para todos los tamaños eran casi las mismas con los mismos signos en los coeficientes.

En cuanto a: (iii) ¿cuál ha sido el índice de riesgo de los diferentes sectores empresariales medido para cada uno de los años de la muestra?, fuimos más allá en el estudio y creamos un score de riesgo sectorial que entendemos representa el cambio en los niveles de riesgo por sub- sector empresarial y por tamaño. El resultado concreto de este score nos dice que, en promedio, todos los sub- sectores del país han incrementado su nivel de riesgo al bajar su score de 42.21% en el 2007 a 33.81% en el 2010. Los sub-sectores más riesgosos son consistentemente construcción (14.96% de score) y otros servicios (14.96% de score); mientras que los sub-sectores menos riesgosos son comunicaciones

(54.63% de score) y electricidad gas y agua (62.71% de score).

El resultado del score creado por nosotros confirma la teoría que las empresas grandes son menos riesgosas que las empresas medianas, pequeñas y micro de un mismo sub- sector, debido a su capacidad de diversificación y sus recursos. En el caso del sub-sector comercio las empresas segmentadas por su tamaño obtuvieron los siguientes scores de riesgo sectorial promedio durante el periodo 2007-2010: (1) grandes 59.23%, (2) medianas 36.32%, (3) pequeñas 26.70% y micro 15.60%. Entendemos que con todos estos análisis y modelos hemos cumplido con los objetivos planteados.

Bibliografía

Ahiakpor, J. C. W. (2003). *Classical Macroeconomics: Some Modern Variations and Distortions*. Routledge.

Alessandri, T. M., & Khan, R. H. (2006, October). Market performance and deviance from industry norms: (Mis) alignment of organizational risk and industry risk. *Journal of Business Research*, 59(10-11), 1105–1115.

Aristy Escuder, J. (1995). *Ahorro y Producción de las Microempresas en la República Dominicana - Un Análisis Económico* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Bodurtha Jr., J., Cho, D., & Senbet, L. (1989). Economic forces and the stock market: An international perspective.

Bradburd, R. M., & Ross, D. R. (1989, May). Can Small Firms Find and Defend Strategic Niches? A Test of the Porter Hypothesis. *The Review of Economics and Statistics*, 71(2), 258–262.

Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C., & Gapenski, L. C. (1999). *Financial Management: Theory and Practice* (9th Edition) (9th ed.). Harcourt College Pub.

Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (1999, June). The Relative Influence of Industry and Corporation on Business Segment Performance: An Alternative Estimate. *Strategic Management Journal*, 20(6), 519–547.

Cabal, M. (1992). *Microempresas y Pequeñas empresas en la República Dominicana: Resultados de una encuesta nacional*. (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Cabal, M. (1993). *Evolución de las Microempresas y Pequeñas y Medianas Empresas en la República Dominicana 1992-1993* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Cabal, M. (1994). *Demanda de Crédito y niveles de Desarrollo de las Microempresas y Pequeñas y Medianas Empresas en la República Dominicana* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Cameron, A. C. (2007). Panel data methods for micro econometrics using Stata. West Coast Stata Users' Group Meetings.

Carter, N. M. (1990). Small firm adaptation: Responses of physicians & organizations to regulatory and competitive uncertainty. *Academy of Management Journal*, 307–333.

Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of business*, 383–403.

COMMUNITIES, THE COMMISSION OF THE EUROPEAN. (2003, May). Concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises. *Official Journal of the European Union*, 1–6.

Coy, S. P., Shipley, M. F., Omer, K., & Khan, R. N. A. (2007). Factors contributory to success: A study of Pakistan & s small business owners. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 12 (2), 181.

- Cressy, R. C. (1996). Small business failure: failure to fund or failure to learn by doing. Conference on Entrepreneurship.
- Damodaran, A. (2004, September). Financial Analysis – Applied Corporate Finance A User's Manual (Tech. Rep.). Damodaran, A. (2010). Applied Corporate Finance (3rd edition ed.; Wiley, Ed.). Wiley & Sons.
- Dean, T., Brown, R., & Bamford, C. (1998). Differences in large and small firm responses to environmental context: Strategic implications from a comparative analysis of business formations. *Strategic Management Journal*, 19(8), 709–728.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. *Journal of Accounting and Economics* (18), 3–42.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). Corporate finance: a focus approach. Mason, OH: South-Western Cengage Learning.
- Everett, J., & Watson, J. (1998, November). Small Business Failure and External Risk Factors. *Small Business Economics*, 1998 (11), 371–390.
- Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns and real activity. *Journal of finance*.
- Fama, E. F. (1991, December). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283–306.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992, June). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Frees, E. W. (2004). Longitudinal and Panel Data: Analysis and Applications in the Social Sciences. Cambridge University Press.
- Hagigi, M., & Sivakumar, K. (2009, September). Managing diverse risks: An integrative framework. *Journal of International Management*, 15(3), 286–295.
- Hall, G. (1992, September). Reasons for insolvency amongst small firms? A review and fresh evidence. *Small Business Economics*, 4(3), 237–250.
- Hansen, G. S., & Wernerfelt, B. (1989, September). Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors. *Strategic Management Journal*, 10(5), 399–411.
- Harberger, A. C. (2004). The real exchange rate: issues of concept and measurement. In a conference in honour of Michael Mussa, international monetary fund.
- Holland, D., Barrell, R., Fic, T., & Hurst, I. (2009). THE WORLD ECONOMY: Prospects for fiscal consolidation in Europe. National Institute.
- Legaz, S. G., & De Val Pardo, I. (2002, December). Performance y Teoría de la Organización. *Esic Market* (113), 207–226.
- Lenartowicz, T., & Balasubramanian, S. (2009). Practices and performance of small retail stores in developing economies. *Journal of International Marketing*, 17(1), 58–90.
- Litan, R., Baumol, W., & Schramm, C. J. (2008). Good Capitalism, Bad Capitalism, and the Economics of Growth and Prosperity. New Haven. Yale University Press.
- Ljungqvist, L., & Sargent, T. J. (2004). Recursive macroeconomic theory (2nd edition ed.). Cambridge, Mass: MIT Press.

Lucarelli, B. (2011). *The Economics of Financial Turbulence: Alternative Theories of Money and Finance* (New Directions in Modern Economics Series). Edward Elgar Pub.

McGahan, A., & Porter, M. (1997). How much does industry matter, really?

Miles, D., & Scott, A. (2005). *Macroeconomics: understanding the wealth of nations*. Jhon Wiley & Sons.

Millington, K. J. (1994). The impact of selected economic variables on new business formation and business failures. *The Journal of Small Business Finance*, 3(2), 177.

Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of financial economics*, 54(3), 423–460.

Molyneux, P. (2011). *Bank Performance, Risk and Firm Financing* (Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions) (1st ed.; P. Molyneux, Ed.). Palgrave Macmillan.

Nguyen, P. (2007, March). Macroeconomic factors and Japan's industry risk. *Journal of Multinational Financial Management*, 173–185.

Ortiz, M. (1997). *Microempresas, Migración y Remesas en la República Dominicana 1996-1997* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Ortiz, M. (1998). *Microempresas y Fuerza Laboral en la República Dominicana 1997-1998* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Ortiz, M. (2001). *Pequeñas y Medianas Empresas en la República Dominicana* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Ortiz, M., & Davalos, M. (2009). *Sondeo sobre las microfinanzas* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Ortiz, M., & Pollos, J. (1999). *Microempresas, Globalización y Servicios Financieros en la República Dominicana* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO.

Packer, F. (1999). Credit Risk in Japan's Corporate Bond Market. *Current Issues in Economics and Finance*, 5(15), 1–6.

Paladino, B. (2010). *Innovative corporate performance management: five key principles to accelerate results*. Wiley.

Pericoli, M., & Taboga, M. (2012, April). Bond risk premia, macroeconomic fundamentals and the exchange rate. *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 42–65.

Pons, F. M., & Ortiz, M. (1994). *Microempresas y Microempresarios en la República Dominicana 1993-1994* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO. Pons, F. M., & Ortiz, M. (1995). *Indicadores de las Microempresas en la República Dominicana 1994-1995* (F. p. e. F. de la Microempresa, Ed.). Santo Domingo, R.D.: FONDOMICRO. Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New York.

Porter, M. (1998). *Competitive Advantage of Nations*. Free Press. Rumelt, R. P. (1991, March). How Much Does Industry Matter? *Strategic Management Journal*, 12(3), 167–185.

- Schmalensee, R. (1985). Do markets differ much? *The American Economic Review*, 75(3), 341–351.
- Schütz, H., Wiedemann, P., Hennings, W., Mertens, J., & Clauberg, M. (2006). *Comparative Risk Assessment* (Vol. 13; W. - V. V. G. & C. KGaA, Ed.). Wiley Online Library.
- Simon, M., & Houghton, S. (2003). Out of the frying pan...? Why small business managers introduce high-risk products. *Journal of Business Venturing*.
- Stata Corporation. (2011, June). *Getting Started with Stata for Macintosh-Release 12*.
- Suárez, J. (2011). The Spanish crisis: background and policy challenges. *Moneda y Crédito: Revista de Economía*.
- Temple, P. (2003). *First Steps In Economic Indicators*. Pearson Education Limited.
- Torres-Reyna, O. (2009, November). *Regression*. , 1–46.
- Torres-Reyna, O. (2011, April). *Panel Data Analysis Fixed & Random Effects*. Pages 1 40.
- Wernerfelt, B., & Montgomery, C. A. (1988, March). Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. *The American Economic Review*, 78(1), 246–250.
- Woo, C., & Cooper, A. (1981). Strategies of effective low share businesses. *Strategic Management Journal*, 2(3), 301–318.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (second edition ed.). The MIT Press.

A

Anexos

Anexo 1

Agenda del WorkShop

La Universidad Tecnológica y Empresarial de Guayaquil (UTEG), les da la más cordial bienvenida al Workshop “Retos y Desafíos de las Empresas Familiares”

INFORMACIÓN IMPORTANTE

1. Universidad Tecnológica y Empresarial de Guayaquil (UTEG)

Urdesa Central, Guayacanes 399 y calle 5ta

Teléfono: 0059342388348

Celulares: Sandra García 0995177122

Yamel Azar 0999298442 <http://www.uteg.edu.ec/>

2. Comidas

Almuerzo y Coffee Break, de acuerdo al cronograma de la Agenda de Eventos.

3. Vestimenta

Traje cóctel, martes 5 de julio a las 19 horas para el Cóctel de Bienvenida.

Traje formal para la cena de gala del 6 de julio a las 20 horas en el Parque Histórico de Guayaquil.

Traje casual para las demás sesiones.

4. AGENDA DE EVENTOS

DÍA 1: martes 5 de julio

Localidad: Hotel Wyndham

Hora	Descripción
18:00 a 19:00	Inicio de registro e inscripción
19:00 a 21:00	Cóctel de Bienvenida

DÍA 2: miércoles 6 de julio.

Localidad: Hotel Wyndham

Hora	Descripción
8:00 a 9:00	Registro e Inscripción
9:00 a 9:20	Palabras de inauguración a cargo del Rector de la UTEG, Galo Cabanilla M.Sc.
9:20 a 10:00	Intervención del experto internacional en Empresas Familiares, Sanjay Goel, Ph.D. (Presidente de Ifera). “Liderazgo en los Negocios Familiares. Re-conceptualización y directrices para inversiones futuras”

10:00 a 10:45	"Valor y evaluación de las Empresas Familiares: Valor financiero versus valor emocional", Gérard Hirigoyen, Ph.D.
10:45 a 11:00	Coffee Break
11:00 a 11:45	"Factores que influyen la decisión de financiamiento con deuda en las Empresas Familiares del Caribe: Un Estudio en República Dominicana", Sterling Jiménez, Ph.D.
11:45 a 12:30	"Incidencia del Gobierno Corporativo en la gestión de las Empresas Familiares", Iluminada Severino, Ph.D.
12:30 a 13:15	"Elección, sucesión y sesgos: Explicación heurística de su paralelismo en la toma de decisión del sucesor o sucesora en la Empresa Familiar dominicana", Claudia Brito, Ph.D.
13:15 a 14:30	Almuerzo
14:30 a 15:15	Presentación de casos sobre Empresas Familiares Moderador: Olmedo Farfán M.Sc.

20: 00 Cena de Gala

Localidad: Parque Histórico de Guayaquil, estación fluvial.

La UTEG facilitará transporte para los participantes al Parque Histórico. Punto de encuentro: Parquero Hotel Wyndham. Salidas a las 19:00, 20:00 y 21:00

DÍA 3: jueves 7 de julio 2016

AGENDA PANELISTAS MESA REDONDA

Workshop "Retos y Desafíos de las Empresas Familiares".

Hotel Wyndham Guayaquil

HORA	DESCRIPCIÓN
9:00 a 9:15	Introducción a la Mesa Redonda y Bienvenida a las y los participantes
9:15 a 9:40	Intervención de la Sra. Adriana Hoyos, Diseñadora, Empresaria ecuatoriana. "Experiencia de la mujer en el manejo de la empresa familiar" <ul style="list-style-type: none"> • Visión de la empresa familiar desde la óptica de la mujer • La mujer como empresaria dentro de una empresa familiar • Obstáculos que haya encontrado
9:40 a 10:10	Intervención de Mgs. Cristina Reyes, Asambleísta Nacional de la Provincia del Guayas. "La Incidencia de la Política en el Desarrollo de Empresas Familiares" <ul style="list-style-type: none"> • Visión de la empresa familiar desde la política • Situaciones que enfrenta el sector público en cuanto al apoyo a las empresas familiares: legislación empresas familiares. • Perspectiva política para las empresas familiares
10:30 a 10:45	Coffee Break

132 Memorias primer workshop

10:45 a 11:10	<p>Intervención de la Sra. Cristina Carvajal, Directora Ejecutiva Family Business Network Ecuador.</p> <p>“Buenas prácticas en las empresas familiares”</p> <ul style="list-style-type: none">• Visión de Las empresas familiares desde la FBN.• Oportunidades de creación, inversiones y mantenimiento de nuevos negocios en las empresas familiares.• Perspectivas de FBN.
11:10 a 11:35	<p>Intervención de Mónica Villagómez de Anderson, Ph.D. Vicepresidenta del Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa.</p> <p>“Gobierno Corporativo en empresas familiares y su adopción como mecanismo para acceder al Mercado de Valores”</p> <ul style="list-style-type: none">• Visión de la empresa familiar desde la bolsa de valores• Oportunidades en el mercado de valores• Perspectiva en mercado de valores para la empresa familiar
11:35 a 12:00	<p>Participación representante de la Banca</p> <ul style="list-style-type: none">• Visión de la empresa familiar desde la banca• Situaciones que enfrentan los bancos en torno a otorgar créditos a empresas familiares: fortalezas y debilidades.• Perspectiva de la banca para las empresas familiares
12:00 a 12:20	<p>Espacio para reflexiones finales sobre los temas presentados, intervienen</p>
12:20 a 12:40	<p>Clausura del evento a cargo del M.Sc Galo Cabanilla, Rector de la UTEG</p>
13:00	<p>Almuerzo</p>

Anexo 2

Evaluación del Workshop

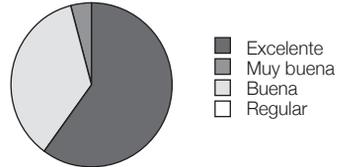
Total de encuestas **50**

Encuesta sobre su experiencia en el primer workshop, retos y desafíos de las empresas familiares

1) La intervención de los expositores fue

Excelente	30	60%
Muy buena	18	36%
Buena	2	4%
Regular	0	0
Total	50	

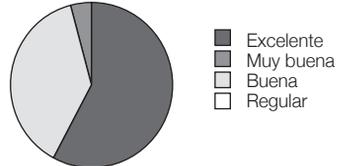
CALIDAD INTERVENCIONES



1) La calidad del material expuesto fu

Excelente	29	58%
Muy buena	19	38%
Buena	2	4%
Regular	0	0
Total	50	

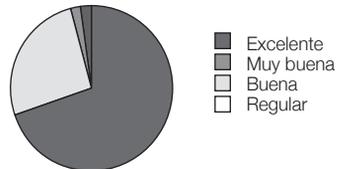
CALIDAD MATERIAL



1) La organización del evento fue

Excelente	35	70%
Muy buena	13	26%
Buena	1	2%
Regular	1	2%
Total	50	

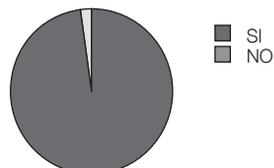
CALIDAD ORGANIZACIÓN



1) Le gustaría asistir a nuevos eventos organizados por la UTEG

SI	49	98%
NO	1	2%
Total	50	

DISPONIBILIDAD DE ASISTENCIA



134 Memorias primer workshop

5) Indique cuales otros temas le gustaría que traten en el futuro

- 2 turismo local y desarrollo de empresa turística
- 5 Financiación del emprendimiento
- 2 Gerencia administrativa y optimización de la administración
- 2 Cómo introducir nuevos productos al mercado
- 6 Emprendimiento juvenil
- 2 Emprendimiento en redes sociales
- 2 Cómo empezar un emprendimiento familiar
- 3 Como promover la expansión de empresas familiares
- 5 Orientación sobre el emprendimiento
- 3 Mercado de valores
- 4 Finanzas corporativas
- 1 Auditoría forense
- 2 Desarrollo del liderazgo
- 3 Recursos humanos / logística
- 5 Diversificación de negocios en tiempo de crisis

Total **50**

Anexo 3

Fotos del evento









