

## Influencia del Gobierno Corporativo en las Empresas Familiares en su comportamiento contable - financiero, en crisis económicas y /o sanitarias: Ecuador, periodo 2020

**Ing. Shirley Peña, MSc.**

Docente del área de Contabilidad y Administración Tributaria del Instituto Superior Técnico MEDIFORM, Guayaquil, Ecuador.

**Autor para la correspondencia:** [shyrleipeña@itsm.edu.ec](mailto:shyrleipeña@itsm.edu.ec)

José Gonzalo Narváez Cumbicos

Docente del área de Contabilidad y Administración Tributaria del Instituto Superior Técnico MEDIFORM, Guayaquil, Ecuador

**Autor para la correspondencia** [gonzalo-narvaez@hotmail.com](mailto:gonzalo-narvaez@hotmail.com)

**Ing. Jorge Coca Benítez, MsC**

Rector del Instituto Superior Técnico MEDIFORM –ISTMF, Universidad de Guayaquil, Guayaquil, Ecuador

**Autor para la correspondencia:** [rectormf@itsmediform.edu.ec](mailto:rectormf@itsmediform.edu.ec).

Fecha de recepción: 14 de diciembre de 2019

Fecha de aceptación: 15 de enero de 2020

### Resumen

El estudio formó parte de los resultados de un proyecto de investigación *Influencia del Gobierno Corporativo en las Empresas Familiares en su comportamiento financiero-tributario, en crisis económicas y /o sanitarias: Ecuador, periodo 2020 – 2021* del Instituto Superior Técnico MEDIFORM, Se centró en identificar los factores que conforman la estructura de capital en las Empresas Familiares, para aquellas empresas que no cotizan en Bolsa de Valores, desde la generación inicial - socio fundador, pasando por las siguientes generaciones, donde las perspectivas no son las mismas. Cada generación tiene argumentos diferentes respecto de las políticas de financiamiento y pago de dividendos.

Se presentaron soluciones alternativas para temas financieros en las Empresas Familiares, su impacto, desempeño emprendedor y la creación de riqueza trans-generacional a través de las finanzas; se estudió la literatura respecto a estructura de capital y modelos que permita dar luces al Gobierno Corporativo en la toma de decisiones de inversión y financiamiento.

El estudio mostró las distintas particularidades de las Empresas Familiares, las mismas que demuestran las particularidades y preferencia por un tipo de estructura de capital en detrimento de otros.

Las empresas pequeñas y medianas que presentan un Gobierno Corporativo con sanas prácticas de control y ejecución, presentan cambios ágiles y duraderos, mejores procesos, estructura de gobernanza estable, los actores conocen sus roles y responsabilidades, persiguen un protocolo familiar y la disciplina familiar es predominante.

Si las Empresas familiares medianas y grandes con propietarios dentro de la Junta de accionistas, se presentan un

elemento perdido, el crecimiento se ha detenido, y es que aquí que el emprendedor o director gerencial puede dar un aporte significativo y provocar el crecimiento de la Empresa familiar.

Finalmente se identificaron los factores exógenos de riesgo que impactan su performance; y si estos factores afectan de forma diferente a la micro, pequeña y mediana empresa familiar según su actividad.

Palabras Clave: Empresa Familiar, Generacional, Estructura de Capital, Riesgos exógenos, Gobierno Corporativo.

### Abstract:

The study focuses on identifying the factors that make up the capital structure in Family Businesses, for those companies that are not listed on the Stock Market, from the initial generation - founding partner, to the following generations, where the perspectives are not the themselves. Each generation has different arguments regarding financing and dividend payment policies.

We present alternative solutions for financial issues in Family Businesses, their impact, entrepreneurial performance and the creation of trans-generational wealth through finance; The literature regarding capital structure and models that shed light on Corporate Governance in investment and financing decision-making is studied.

The study shows the different peculiarities of Family Businesses, which demonstrate the particularities and preference for one type of capital structure to the detriment of others.

Small and medium-sized companies that present a Corporate Governance with healthy control and execution practices, present agile and lasting changes, better processes, a stable governance structure, the actors know their roles and responsibilities, pursue a family protocol and family discipline is predominant.

If the medium and large family businesses with owners within the Board of shareholders, present a lost element, growth has stopped, and it is here that the entrepreneur or managing director can make a significant contribution and cause the growth of the Company family.

Finally, we have identified the exogenous risk factors that impact its performance; and if these factors affect the micro, small and medium family businesses differently according to their activity.

Key Words: Family Business, Generational, Capital Structure, Exogenous Risks, Corporate Governance.

### Introducción (PYMES FAMILIARES)

En América Latina y el Caribe, las Empresas familiares PYMES (pequeñas y medianas empresas) han declarado un suficiente crecimiento en la última década, y generan alrededor del 63% del empleo. De los 13 países del este de Europa, el 44% de sus empresas están controladas por familias. Las Empresas Familiares Pequeñas y medianas Empresas PYMES representan entre el 80% y 90% de las empresas y el 50% del PIB en América Latina y el Caribe (<http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>)

Básicamente las Empresas Familiares, presentan un enorme problema al momento de presentar o exponer planes de sucesión oportunos para la continuidad de la Unidad Familiar. El Gobierno Corporativo de dichas Unidades Familiares carece de información sobre indicadores de Gestión y Resultado que les permita tomar

decisiones oportunas y ágiles en áreas administrativas, contables, financieras y fiscales, a largo plazo, la conservación de la fortuna familiar es una cuestión de la conducta humana. (Severino, (2016), en las memorias del

Primer Workshop de la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil, manifiesta que *el capital financiero de una familia es la herramienta que apoya el crecimiento de ambos capitales: humano e intelectual.*

El objetivo general de esta investigación es dar a conocer la vital importancia que tienen las Empresas Familiares PYMES representadas por el Gobierno Corporativo en el comportamiento contable – financiero de las mismas, considerando que la administración financiera – contable es vital para el éxito de las empresas familiares, ya que hoy más que antes operan en un entorno de globalización competitivo y sus desafíos crecen exponencialmente.

La empresa familiar es una organización en la que la política y la gestión están sujetas a la influencia significativa de la participación de sus miembros. (Davis, 1983)

Desde la perspectiva de la estructura de financiera, las Empresas Familiares deben contemplar su estructura de capital más adecuada a su realidad, y es justamente uno de las temáticas que hemos abordado en este estudio, encontrar el equilibrio entre deuda y capital con sus ventajas tributarias. El riesgo que afrontan por los altos costos financieros de la Banca tradicional en la que el sector está expuesto, abre la posibilidad de incursionar con mayor fuerza en el mercado de valores. Por el lado del capital, la Familia o Gobierno Corporativo ha tomado acciones por ejemplo en aumentar su capital a través de la reinversión de utilidades, y es ahí donde cada vez más este hecho se ve mermado de generación en generación.

Es fundamental que las Empresas Familiares PM, encuentren la llamada estructura de capital “óptima” entre financiamiento propio y externo, es decir, evaluar las negociaciones que provoquen menor riesgo y mayor rentabilidad, hay que examinar la proporción entre estas fuentes y el autofinanciamiento. Sin embargo, en los distintos estudios sobre Empresas Familiares, se expresa más sobre temas respecto a la sucesión de los miembros y no ha propiamente sobre su estructura financiera.

De la misma manera las Empresas Familiares – PYMES, presentan cierta distorsión en estructura conceptual, entre varios entes de control que las clasifican de una determinada forma y otros entes de forma distinta, por ejemplo, las diferencias conceptuales entre el Código Orgánico de la Producción, Registro Especial Bursátil y de las NIIF para Pymes. Por ello se propone un nuevo concepto de PYMES.

### **Marco Teórico**

#### **Sustento Teórico:**

Los estudios realizados por (Gallo & Vilaseca, (1996)) y (Sonnenfed & Spence, (1989)) evidencian que las empresas familiares tienden a tener bajos índices de endeudamiento.

Se encuentra un número limitado de estudios respecto de cómo formar la mejor estructura de capital en las Empresas Familiares PYMES, esto básicamente producto de factores que influyen en las decisiones de financiación de los propietarios de empresas familiares. Y respecto a la participación de las Empresas Familiares PYMES, en el mercado de valores se detecta poca participación de las mismas, aunque en el Ecuador se presenta el Registro Especial Bursátil (2016), documento que emite las normas de participación de manera más flexible para este sector.

#### **Sustento Práctico:**

Las empresas familiares y las empresas públicas son comunes en todo el mundo (Shleifer & R. W., (1986)), para la revista Fortuna, de 500 empresas 149 tienen a sus familias en los consejos de administración (Gobierno Corporativo). (La Porta, Lopez-de-Salinas, & Shleifer, (1999), dicen que, de las 27 economías más ricas, el 30% son gestionadas por familias o particularmente. (Faccio & Lang, 2002)): De los 13 países del este de Europa, el 44% de sus empresas están controladas por familias. Las Empresas Familiares Pequeñas y medianas Empresas

PYMES representan entre el 80% y 90% de las empresas y el 50% del PIB en América Latina y el Caribe (<http://www.iadb.org/mif/subtopic.cfm>)

## Antecedentes del Problema (Las Empresas Familiares)

### Antecedentes del problema

La discusión sobre la existencia de una estructura óptima de capital tomó lugar desde la década de los 50 a partir del trabajo inicial de (Durand, 1952) denominado tesis tradicional o relevancia; esta tesis amparaba la idea de una combinación óptima entre capital propio-deuda permitiendo minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la empresa. Después apareció la tesis de irrelevancia sobre el valor de la firma propuesta por (Modigliani & Miller, 1958) en donde expresaron que en mercados perfectos las decisiones de estructura financiera no afectan el valor de la empresa.

Por otro lado, en el Reglamento para la aplicación de las NIIF para pymes y de la propia Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS, 2010) se considera a una PYMES aquella que alcance un monto de hasta \$5 millones de dólares en ventas brutas, activos que no superen los \$4 millones de dólares y que su nómina no supere los 200 colaboradores. Sin embargo, para el Registro Especial Bursátil REB (Bursátil, 2016), considera que una PYMES, debe registrar simplemente ventas anuales desde \$100,000.00 hasta \$1, 000,000.00. Este hecho, genera distorsión hacia los posibles emisores de títulos valores de renta fija amparados en el REB, ya que la posible participación pudiese pedir accedan a costos adicionales por ejemplo al presentarse una empresa Familiar con un número menor a 200 trabajadores, valores de activos por debajo de lo permitido (4 millones) pero con niveles de ventas mayores al IMM.

Es justamente esta distorsión la que ha sido abordada en la presente investigación, en la cual, se propone un concepto unificado de PYMES –Familiares, para que, de esta manera, se pueda segmentar su hegemonía en costos asociado a la emisión de títulos valores.

### Problemas y Objetivos de la Investigación

La primera parte de esta investigación tratará sobre las teorías de estructura de capital óptima, su financiación al interior de la empresa y la búsqueda de financiación externo, la política de dividendos y su comportamiento financiero en las Empresas Familiares PYMES; la segunda parte de la investigación, tratará sobre la influencia del Gobierno Corporativo en el comportamiento financiero de las Empresas Familiares –PM, sobre el rendimiento financiero mediante la teoría de agencia, sus indicadores de gestión y resultados.

### Teorías de estructura de capital “mercados perfectos”

Los primeros estudios que se realizaron sobre la estructura de capital posaron sus supuestos en ambientes que se aproximan a mercados perfectos, dentro del grupo de los mercados perfectos se pueden citar dos teorías: la tesis tradicional y la tesis de *Modigliani y Miller de 1958*, estas dos teorías muestran actitudes inversas respecto al impacto del endeudamiento sobre el costo de capital y el valor de la empresa.

La tesis tradicional manifestaba la presencia de una estructura de capital óptima a partir del uso moderado del apalancamiento financiero, se decía que si la deuda era una forma más barata de financiación el costo promedio de capital reduciría y el valor de la empresa aumentaría. El trabajo pionero denominado “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement” promovido por (Durand, 1952) describe:

El uso moderado de la deuda aumenta el valor de la firma y disminuye el costo de capital.  
Aumentar la deuda incrementaba el riesgo de insolvencia y tanto acreedores como accionistas

exigirían mayores rendimientos haciendo que se aumentara el costo de capital y se disminuyera el valor de la firma. (Durand, 1952)

De acuerdo a lo expuesto, existía una estructura de capital óptima que los directivos financieros debían encontrar de acuerdo con una combinación entre deuda y capital de los socios. En el artículo antes citado el autor estudió algunos aspectos entre la maximización de la deuda versus la maximización del valor de la firma; mostró que al extender las entradas de dinero no siempre se lograría obtener el máximo valor de la empresa y que el hombre de negocios siempre trata de maximizar la diferencia de las posibles alternativas para sus futuros ingresos; posteriormente estudió el retorno de la inversión y los requerimientos que exigirían los accionistas.

La tesis tradicional no desarrolla una teoría específica, más bien toma una posición intermedia entre dos enfoques básicos: la utilidad operacional UAII y la utilidad neta UN. Mediante la UAII afirmó que la empresa no logrará obtener una estructura de capital óptima ya que su valor y el costo promedio ponderado de capital son constantes, haciendo de esta manera que cualquier esfuerzo de la empresa por combinar los recursos de financiación de manera óptima sea indistinto.

Por otro lado, con el enfoque de la UN se cree que tanto el rendimiento de la deuda como el exigido por los accionistas son constantes, pero siendo el primero inferior al segundo, sería preferible sustituir el capital de los socios por deuda y la mejor estructura de capital sería aquella en donde se maximizara el uso de la deuda contratada.

### Tesis de Modigliani y Miller (1958)

En el artículo titulado “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” los autores (Modigliani & Miller, 1958) manifestaron que en mercados perfectos de capitales es decir mercados sin impuestos, costos de transacción y otras imperfecciones del mercado, las decisiones de estructura financiera o de capital son irrelevantes; por tal motivo, esta teoría apoya la corriente que sostenía que el valor de la empresa dependía de los resultados operativos de la misma.

La teoría de (Modigliani & Miller, 1958) persigue los siguientes supuestos:

1. **Mercado de Capitales Perfectos:** No existen costos de transacción al emitir los títulos valores, no hay costos de quiebra ni costos de agencia. Un mundo sin impuestos.
2. **Igual Acceso al mercado de capitales:** Inversionistas individuales o institucionales pueden emitir títulos valores.
3. **Expectativas homogéneas o Total conformidad:** La información es disponible y gratuita para todos los agentes del mercado.
4. **Sólo la riqueza cuenta:** Las decisiones de financiación de las empresas están en función a los beneficios de los accionistas.
5. **Estrategias de Inversión dadas:** Las reglas en las decisiones de inversiones actuales y futuras están dadas, independientemente de cómo estas sean financiadas.

Hay varias inquietudes que deben responderse, por ejemplo, que parámetros consideran las Empresas Familiares PM al momento de endeudarse o capitalizarse, o elegir sobre la combinación de ambas, partiendo del hecho de contar con políticas claras, el Gobierno Corporativo juega un papel fundamental y si no gozan de experiencia técnica en el área, está en juego la continuidad de la misma. Qué plan de acción sigue este tipo de empresas a la hora de tomar decisiones financieras, en muchos casos, la parte financiera es gestionada por un miembro familiar sin la correcta experiencia en el campo de las finanzas.

Los estudios realizados en diferentes países del mundo plantean la necesidad de apoyo de un marco referencial para observar las correlaciones que todavía permanecen sin resolver (Rajan & 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 disponible. (Shyan-Saunders & Myers, (1999), sostiene que la respuesta a esta pregunta puede salir de un estudio minucioso de pronóstico asociado con cada teoría, algo así como colocar simultáneamente todas las teorías junta. Esto hace que se deba elegir del equilibrio (*trade-off*) y la teoría de la jerarquía.

Los procesos de endeudamiento están definidos claramente en la administración financiera corporativa, a pesar que existen estudios desde los años cincuenta, hasta la fecha existen dos teorías principales: la estructura óptima financiera o la teoría del equilibrio (*trade-off*), y la teoría de la jerarquía financiera, que son antagónicas, aunque ya varios investigadores piensan en una integración con el fin de explicar el endeudamiento empresarial.

No es extraño para las empresas familiares, que su supervivencia financiera, decisiones de financiamiento, inversión, distribución de dividendos y crecimiento del negocio depende en muchos casos, en la sucesión y sus órganos de Gobierno Corporativo, de los intereses de los propietarios en mantener el control del negocio y la aversión al riesgo que concentra la riqueza de la familia.

### Revisión de Literatura

La mayoría de las empresas del mundo son de carácter familiar y el principal motor de la economía de cualquier país, sea que la midamos por el número de empresas, la creación de riqueza, producción de empleo o su competitividad (Centeno-Caffarena, (2015).

En la actualidad las Empresas Familiares es un fenómeno muy investigado a nivel internacional, estos estudios indican que este tipo de negocios es frágil y de una alta mortalidad, pues pocas de ellas sobreviven a la segunda generación (30%), aún menos a la tercera (15%) y solo un 4 o 5% logra ser manejada por los bisnietos (Ward, 1987).

*Figura 1. Diagrama causa-efecto Empresa Familiar***Falta de prácticas de GC****Estilo de gestión familiar**

*Fuente: (Centeno-caffarena, 2015)*

El Gobierno Corporativo ha tomado fuerza en los últimos 15 años debido a (Becht, Bolton, & Roell, 2005), a) la frecuencia de privatización generada, b) el crecimiento de los ahorros privados y reformas en la seguridad social, c) la ola de adquisiciones de empresas de los años ochenta, d) integración de mercado de capitales y sus reformas, e) crisis del este de Asia de 1998, y f) escándalos recientes y fracasos corporativos.

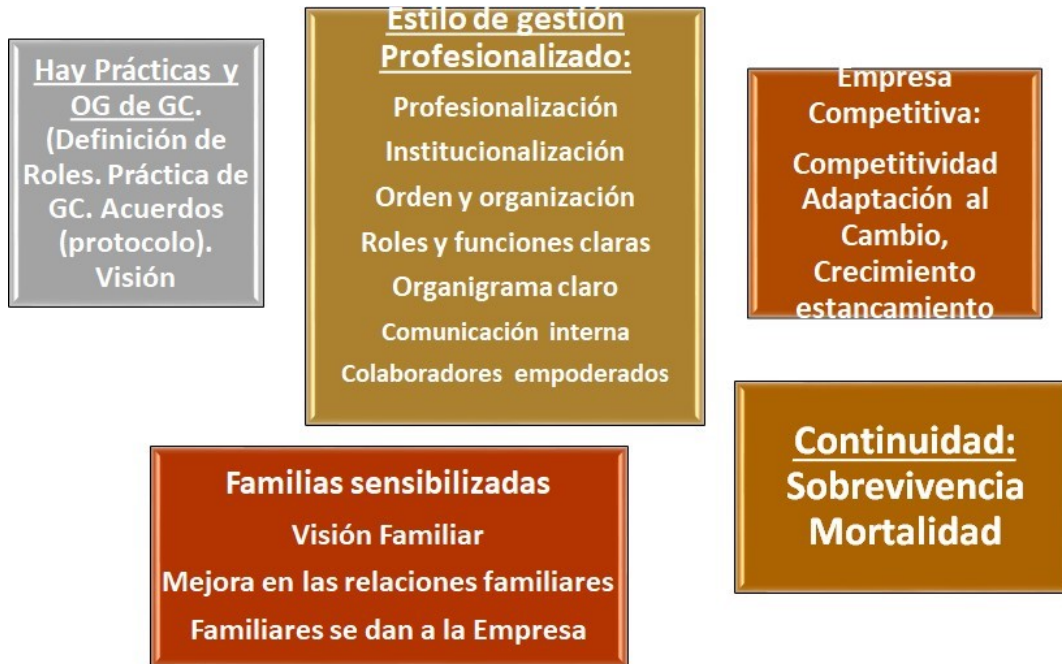
Se puede definir al gobierno corporativo (GC), como aquel sistema que combina prácticas, procesos y estructuras que establece la Junta Directiva en una Institución u organización con el objeto de autogobernarse al informar, planificar, dirigir, administrar y controlar las actividades (Cruz, 2006) y asegurando en todo momento que haya rendición de cuentas, equidad, transparencia y responsabilidad social corporativa (IFC, 2009).

**El gobierno corporativo aplicado a la empresa familiar.**

Cuando una empresa familiar decid institucionalizar un Gobierno Corporativo (GC), enfrentan distintos retos significativos, con sus ventajas y desventajas (Chrisman, Kellermanns, Chan, & Liano, 2010), sin embargo, no contar con una adecuada estructura de GC o políticas definidas puede ser el crecimiento o deterioro de la organización. Entre las limitaciones o desventajas se puede mencionar dos: 1) Trasladar los conflictos familiares a la empresa familiar; 2) la falta de crecimiento debido a tres razones: a) equiparar el crecimiento de la empresa familiar con el de la familia, b) contar solo con el talento humano y de habilidades de la familia, c) el altruismo que evita aplicar sanciones a miembros familiares (Rabadán-Pérez, 2013).

Un estudio indica que las familias propietarias normalmente mantienen el control corporativo mediante la estructura piramidal de propiedad y por involucrarse en la AG (Chrisman, Kellermanns, Chan, & Liano, 2010).



**Figura 2 Diagrama causa-efecto de la EF****Hay prácticas y OG de GC****Estilo de gestión profesionalizado***Fuente: (Centeno-caffarena, 2015)***Reinventando la Empresa Familiar:**

*Cuando se trata de reinventar la empresa, la idea es transformarla en algo significativamente distinto a lo que era antes (Guth, 1990). Esto supone:*

1. Compromiso real de la familia propietaria para hacer los cambios necesarios que le permitan a la empresa pasar al siguiente nivel.
2. Involucramiento intergeneracional y de nuevos directores externos.
3. Fortalecimiento de la JD.
4. REDEFINIR Misión/Visión y su razón de ser.
5. Establecer un nuevo modelo de negocios, de acuerdo a su mercado, necesidades a satisfacer y tecnología
6. Reformular las bases de la estrategia competitiva.
7. Reasignar recursos a nuevas áreas de negocios y a buscar nuevas e innovadoras combinaciones.
8. Adquirir o crear nuevas competencias que requiere el esquema del nuevo modelo de negocios.
9. Reorganización (ajustes al organigrama y al manual de funciones)

10. Institucionalizar el modelo.

### Performance Financiero:

Un artículo publicado por la revista Esic Market, (Legaz, S.Goñi.& De Val Pardo, I., 2002), presentan de forma diferenciada los términos eficiencia, eficacia y performance.

Aunque parecen muy iguales o sinónimos hay una enorme diferencia entre ellos, en su gestión, en lo que cada uno significa. Eficiencia es el cumplimiento de objetivos con el menor consumo posible de recursos y máxima calidad, una empresa sería eficiente si, usando la menor cantidad de recursos (activos, patrimonio, fondo de maniobra, deuda, etc.). Así, incluso, las distintas variables utilizadas en los estudios financieros de riesgo se podrían utilizar o catalogar como razones de eficiencia.

**Ejemplo:** ROA, ROE, Margen de Contribución, el Ebitda o utilidad antes de interés e impuestos.

Uno de los términos más utilizados dentro de administración financiera o de gestión moderna es el de *performance*. En tal sentido, definiremos el presente término. A la hora de hablar de performance financiero, nos referimos precisamente al concepto de creación, desde la perspectiva empresarial la creación de valor a las Organizaciones. Crear valor para los accionistas (stockholder) o para las partes interesadas (stakeholder). Por el ejemplo, el Flujo de Efectivo Libre (Free Cash Flow – FCF), o la cantidad de fondos disponibles para distribuirse entre los tenedores de títulos de la organización, es considerado como la más idónea para medir la creación de valor.

Según (Brigham, 1999) es la cantidad de efectivo que queda luego de que la organización realiza las inversiones necesarias en activos para mantener sus operaciones.

El flujo de efectivo libre puede ser representado en dos tipos: 1) Flujo de efectivo libre para la firma (FCFF), excedente de dinero generado para operar las empresas, y; 2) Flujo de efectivo libre para el accionista (FCFE), efectivo creado para operar el negocio luego de que han sido cumplidos los compromisos de deuda. Debido a las distorsiones contables introducidas a la utilidad neta, modificaremos para este estudio a la utilidad neta por el Ebitda, aunque esta variable sigue siendo devengada, no toma en cuenta las partidas no monetarias. Esto convierte al Ebitda una mejor presentación de creación de valor que persigue la performance.

Roe: EBITDA / Capital Contable

Roa: EBITDA / Activos Totales

También hemos reemplazo la Utilidad neta por flujo de efectivo libre para la forma (FCFF). A esta relación llamaremos índice de Creación de Flujo de los Activos (Cfa). Este último mide la eficiencia en el uso de los activos de la empresa para la creación de valor.

Cfa: FCFF / Activos Totales

### Valor Financiero versus valor emocional

Al momento de valor un negocio es común no interponer el componente emocional, por ello el valor de la acción difiere entre lo que es un accionista sereno familiar y activo y un accionista pasivo que solo busca participar en la rentabilidad del negocio.

Por ejemplo:

Valor total de la Empresa (VTA) para el accinista activo y sereno

VTA= Valor Financiero (VF) + valor Emocional (VE).

VF= Valor disponible producto de los resultados financieros y los beneficios monetarios descontados al costo de capital, que es la tasa de rentabilidad exigida por el inversor financiero en una empresa no familiar (Hirigoyen G., 2009).

VE= 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, 2013)

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

### Aplica:

Con:

$VE_t$  = Valor emocional en  $t$ ,

$n$  = horizonte de la actualización (número de periodos retenidos)

$Ke$  = Tasa de rentabilidad emocional esperado por el accionista familiar sereno y activo.

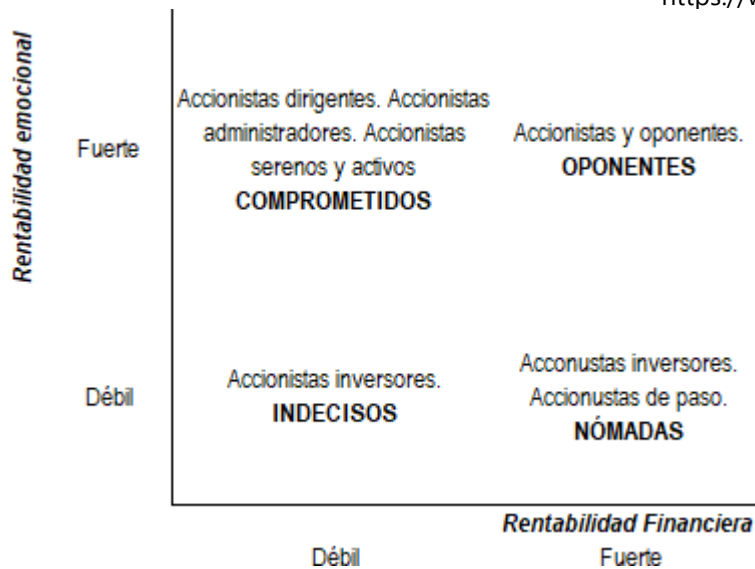
$CFE_t$  = flujo de caja emocional en  $t$  estimado por el resultado emocional definido.

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

$VA^*$  es igual al valor financiero ( $VF^*$ ), que se define como el valor presente de los flujos financieros disponibles descontados al costo de capital.

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

**Figura 3. Tipología del accionista familiar según el arbitraje rentabilidad financiera - rentabilidad emocional**



### El Riesgo Exógeno

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

Firma	Industria	Compañía
UNSYSEMATI		SEMATIC
Endógenos	Exógenos	

### Tipología de riesgo (Everett & Watson, 1998)

(Hagigi, 2009), desarrollan un estudio sobre las percepciones y actitudes hacia el riesgo de los gerentes con respecto a organizaciones y países diferentes. Los riesgos exógenos son aquellos que producen volatilidad en la performance de las empresas, pero que no tienen control directo los gerentes, como riesgos económicos. Los riesgos endógenos son aquellos que responden a las características intrínsecas de la empresa y que generan volatilidad en su performance; características únicas y derivadas de su actividad.

En la comunidad científica no hay mayor consenso sobre el grado de importancia que presentan los factores exógenos en el éxito o fracaso de las empresas. (Brush, 1999), (Rumelt, 1991), (Schmalensee, 1985); todos ellos, indican que los factores endógenos tienen un efecto significativo en el fracaso de las empresas y los endógenos muy poco.

### Objeto de la Investigación

Básicamente en buscar la estructura de su capital de manera óptima, en Empresas Familiares.

### Ámbito metodológico

✓ Alcance: Abductiva

- ✓ **Método: Artículo**
- ✓ **Originalidad: No hay estudios en el País.**

## Materiales y Métodos

El tipo de investigación es proyectiva, también conocida como proyecto factible, consiste en la elaboración de una propuesta o modelo para solucionar un problema. Intenta responder preguntas sobre sucesos hipotéticos del futuro y/o del pasado a partir de datos actuales. Se utilizarán fuentes primarias y secundarias. De las fuentes primarias, se considerará el testimonio de testigos oculares de los hechos pasados y objetos reales que se usaron en el pasado y que se pueden examinar ahora; de las fuentes secundarias se tomará en cuenta lo que la revisión bibliográfica y documental pueda manifestar con respecto a la problemática abordada.

En ciertos estudios es necesaria la opinión de individuos expertos en un tema. Estas muestras son frecuentes en estudios cualitativos y exploratorios para generar hipótesis más precisas o la materia prima del diseño de cuestionarios. Por ejemplo, en un estudio sobre el perfil de la mujer periodista en México (Barrera, 1989) se recurrió a una muestra de 227 mujeres periodistas, pues se consideró que eran los participantes idóneos para hablar de contratación, sueldos y desempeño de tal ocupación. Tales muestras son válidas y útiles cuando los objetivos del estudio así lo requieren.

La presente investigación utiliza un método de investigación de razonamiento cualitativo. La obra Metodología de la investigación de Hernández Sampieri y colaboradores aborda la visión cualitativa de manera fascinante, a través de ejemplos que facilitan la asimilación de las etapas esenciales de la investigación. Según, (Sampieri, 2010), metodología cualitativa permite entender cómo los participantes de una investigación perciben los acontecimientos. La variedad de sus métodos, como son: la fenomenología, el interaccionismo simbólico, la teoría fundamentada, el estudio de caso, la hermenéutica, la etnografía, la historia de vida, la biografía y la historia temática, reflejan la perspectiva de aquel que vive el fenómeno, es decir, del participante que experimenta el fenómeno.

De esta manera primero se define una teoría como línea investigativa, posteriormente se plantea varias hipótesis en base a los antecedentes especificados, para así poder realizar un proceso de observación y trabajo de campo mediante la aplicación de entrevistas a los individuos que intervienen en el sector de interés, para finalmente confirmar la hipótesis planteada al inicio de la investigación.

## Resultados y discusión

### Intereses diferentes de generación

Cada época generacional presenta diferentes criterios con respecto al riesgo y el rendimiento, y esto va a influir en las decisiones estratégicas propuestas y las oportunidades de que estén dispuestos a seguir (Carlock & Ward, 2003).

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

## Estructura de Capital

Las retenciones de ganancias en las distintas generaciones, es decir, sucesivas generaciones, se va desvaneciendo, y los objetivos de los fundadores o propietarios serán cada vez más homogéneos; a partir de la tercera generación, sus demandas de distribución de dividendos aumentarán, esto puede disminuir la capacidad de reacción de la Empresa Familiar y su crecimiento. Esto puede darse dado que la tercera generación no vivió los esfuerzos y sacrificios de las generaciones iniciales como fundadores, para poder consolidar y desarrollar el negocio, lo que influye en sus demandas de dividendos con cargo a la reinversión de utilidades.

**H2:** La jerarquía de la estructura de capital está condicionada por la etapa generacional en que la empresa familiar se encuentra.

### La aversión al riesgo

Mantener la aversión al riesgo y controlar el negocio son conductas predominantes en las empresas familiares; esto puede determinar la preferencia de los accionistas por este tipo de negocio de financiación interna, así evitan la llegada de nuevos aportantes o accionistas e incrementan el endeudamiento. Esta aversión puede hacerlos evitar proyectos de riesgo en favor de otros más seguros, incluso si suministran menos valor (Sauner-Leroy, 2004).

Las investigaciones sobre Empresas Familiares han reconocido la importancia de los aspectos del comportamiento y de los objetivos financieros. (ward, 1997), indica que la independencia y la supervivencia de la empresa son los objetivos predominantes para la mayor parte de los empresarios.

**H3:** La aversión de los propietarios en las Empresas Familiares en perder el control en los casos de financiación ajena afecta el nivel de financiamiento de forma negativa.

### Política de dividendos.

La política de dividendos es primordialmente importante para la segunda y tercera generación, cuando estas no han aportado al crecimiento sostenido de la Empresa Familiar, la etapa de sociedad de hermano, en esta fase, la principal preocupación es la necesidad de ofrecer a los hermanos no empleados un ingreso para la vida o proporcionarles un capital semilla de apoyo para generar sus propias empresas, esto genera una presión adicional y merma sus recursos.

**H4:** La política de dividendos puede afectar hacia la orientación familiar empresarial como a la creación de valor trans-generacional.

### Participación

La mayor participación del Gobierno Corporativo suele ser la del socio fundador, la familia, y como una variable clave, es permitir que los accionistas o miembros del consejo directivo o consejo de administración puedan alinear los intereses, la gestión en el capital social de la empresa, por lo cual, podemos citar los siguientes indicadores:

1. Conformación del Capital.
2. La gestión del capital.
3. La participación del capital.

4. Participación de la junta de accionistas.
5. Gastos generales de la junta general.
6. Conformación del directorio.
7. Participación del directorio.
8. Fortalecimiento de la capacidad institucional.
9. Funcionamiento del directorio.
10. Participación del comité de ética.
11. Gastos invertidos en directorio.
12. Características el equipo gerencial.
13. Características de los empleados de la empresa familiar.
14. Programas de capacitación.
15. Nivel de remuneraciones.

**H5:** La participación de la familia en la gestión empresarial crea afectos positivos y mejora el rendimiento financiero.

*Figura 3. Indicadores Gobierno Corporativo*

A				
<b>A.1 CONFORMACION DEL CAPITAL (A DICIEMBRE DEL 2019)</b>				
<b>A.1.1 Informe sobre la composición del capital de la entidad, distribución del capital. Revelación de las instituciones vinculadas</b>				
	Número de accionistas según correspondan en los últimos (3) años. Personas naturales y jurídicas.	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
	Persona Juridica	1	1	1
	Persona Natural	3	3	3
	Total de Accionistas	4	4	4
<b>A.1.2 Distribución de capital de los accionistas</b>				
	Distribución porcentual del capital por rango	2017	2018	2019
	De US\$ 1.000 a US\$ 5.000	0,1843%	0,1843%	0,1843%
	De US\$ 5.001 a US\$ 10.000			
	De US\$ 10.001 a US\$ 50.000			
	De US\$ 50.001 a US\$ 100.000			
	Mas de US\$ 100.000.00	99,8157%	99,8157%	99,8157%
<b>A.1.3 Clasificación de los Accionistas</b>				
	Clasificación de los accionistas por tiempo de permanencia:	2017	2018	2019
	Menos de 1 año			1

	De mas de 1 ano hasta 3 anos		4	4	3
	De mas de 3 anos hasta 5 anos		4	4	3
	Mas de 5 anos		3	3	2
<b>A.2</b>	<b>PARTICIPACION EN LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>				
<b>A.2.1</b>	<b>Número de Juntas Generales de Accionistas realizadas durante el año 2019</b>				
	<b>Juntas de Accionistas</b>	<b>Fecha</b>	<b>Tipo de Junta</b>	<b>Accionistas Asistentes</b>	
	Junta No. 1	29/03/2012	Ordinaria	1	
	Junta No. 2	02/07/2012	Extraordinaria	1	
	Junta No. 3	03/12/2012	Extraordinaria	1	

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, 2012)



INDICADORES GOBIERNO CORPORATIVO			
A		INDICADOR	RESPONSE
<b>A.1 CONFORMACION DEL CAPITAL</b>			
A.1.1	Informe sobre la composición del capital de la entidad, distribución del capital o de las aportaciones. Revelación de las instituciones vinculadas si fuera posible	Numero de accionistas en los últimos tres años. Personas naturales y jurídicas	Gerente Nacional Jurídico
A.1.2	Distribución del capital de los accionistas, si fuera posible	Distribución porcentual del capital por rango: de US\$ 1000 a 5000; de 5001 a 10.000; de 10.001 a 50.000; de 50.001 a 100.000; más de 100.000.	Gerente Nacional Jurídico
A.1.3		Clasificación de los accionistas por tiempo de permanencia: menos de 1 año; de más de 1 a 3 años; de más de 3 años a 5 años; más de 5 años	Gerente Nacional Jurídico
<b>A.2 PARTICIPACION EN LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>			
A.2.1	Número de Juntas Generales de Accionistas realizadas durante el año, incluyendo la siguiente información: Fecha de la junta (dd-mm-yy). Tipo de junta general ordinaria o extraordinaria. No. Total de los accionistas asistentes.	No. Total de los accionistas, No. Total de accionistas de la entidad	Gerente Nacional Jurídico
A.2.2	Gastos totales erogados por junta general. Es la totalidad de gastos erogados para la celebración de cada junta, incluyendo cualquier tipo de gasto realizado (publicidad, logística y otros)	Promedio de los gastos erogados para la realización de la junta por cada accionista asistente	Gerente Nacional Jurídico
A.2.3	No. Total de accionistas que participaron en la última elección a miembros del Directorio, se podrá clasificar por género de los Miembros de Directorio, se podrá clasificar por género de los participantes. Los datos que se deben incluir son los siguientes: 1. Fecha de la última elección de representantes (dd-mm-yy). 2. No. Total de accionistas asistentes a dicha Junta	1. No. De votos con los cuales fueron elegidos cada uno de los miembros del directorio actual. 2. No. Total de los accionistas que votaron / No. Total de accionistas de la entidad.	Gerente Nacional Jurídico
A.2.4	No. Total de miembros del directorio que fueron electos, tiempo para el cual fueron elegidos, numero de votos con los cuales fueron elegidos, clasificación por género	2. Tiempo promedio de permanencia de los miembros del directorio	Gerente Nacional Jurídico
	Participación de los accionistas en	No. Total de accionistas que	

A.2 .5	decisiones adoptadas por la junta general sobre la politica de remuneraciones	aprobaron tales			Gerente Nacional Jurídico
	Fecha de la junta general en la que se adoptaron las decfsiones	políticas / No. Total de accionistas de la entidad			
	No. Total de accionistas asistentes.				
A.2 .6	Participacion de los accionistas en decisiones adoptadas por la Junta General sobre la politica que tratara conflictos de interes	No. Total de los accionistas que aprobaron tales			Gerente Nacional Jurídico
	Fecha de la junta general en la que se adoptaron las decfsiones	políticas / No. Total de accionistas de la entidad			
	No. Total de accionistas asistentes.				

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, 2012)

B	INFORMACION DEL DIRECTORIO	INDICADOR	RESPONSABLE
<b>B.1</b>	<b>CONFIRMACION DEL DIRECTORIO</b>		
<b>B.1.1</b>	Características y rotacion de los Miembros del Directorio.	Tiempo promedio de permanencia como miembros del Directorio que se encuentra en funciones a la fecha de presentar la información	Gerente Nacional Jurídico
<b>B.1.2</b>		Tiempo promedio de permanencia de cada miembro del Directorio en cada Comité.	Gerente Nacional Jurídico
<b>B.1.3</b>		Nivel de rotación, corresponde al tiempo promedio en años, durante los últimos cinco (5) años, que un directivo permanece como Miembro del directorio. Para el efecto se determina la rotación promedio en años, de todos los directivos que han formado parte del directorio durante los últimos cinco (5) años.	Gerente Nacional Jurídico
<b>B.1.4</b>		Números de miembros del directorio que tienen educación relacionada con administracion, economia, fianzas, derecho.	Gerente Nacional Jurídico
<b>B.2</b>	<b>PARTICIPACION DE LOS MIEMBROS DEL DIRECTORIO EN LOS COMITES: RIEGOS, ETICA, RETRIBUCIONES Y CUMPLIMIENTO</b>		
<b>B.2.1</b>	Funcionamiento de los Comites	Número de sesiones durante el año y asistentes a cada sesión	Gerente Nacional Jurídico/Responsables de cada Comité
<b>B.2.2</b>	Comité de Cumplimiento	Numero de sesiones durante el año y asistentes a cada sesión	Oficial de Cumplimiento
<b>B.2.3</b>	Comité de Administración Integral de Riesgos	Número de sesiones durante el año y asistentes a cada sesión	Subgerente Unidad Integral de Riesgo
<b>B.2.4</b>	Comité de Ética	Número de sesiones durante el año y asistentes a cada sesión	Responsable del Comité de Ética
<b>B.2.5</b>	Comité de Retribuciones	Número de sesiones durante el año y asistentes a cada sesión	Responsable del Comité de Retribuciones
<b>B.3</b>	<b>FORTALECIMIENTO DE LA CAPACIDAD INSTITUCIONAL</b>		
<b>B.3.1</b>	Sistemas de promoción de la capacidad de los miembros del Directorio.	Participación de los miembros del directorio en procesos de capacitación.	Subgerente de Desarrollo Humano
		Participación de los accionistas en procesos de capacitación promovidos por la entidad.	Subgerente de Desarrollo Humano
<b>C</b>	INFORMACION SOBRE EL DIRECTORIO	INDICADOR	RESPONSABLE
<b>C.1</b>	<b>FUNCIONAMIENTO DEL DIRECTORIO</b>		

C.1.1	Información cuantitativa sobre el funcionamiento del directorio	# Total de reuniones del directorio realizadas en el año.					Gerente Nacional Jurídico
C.1.2		# de Miembros del que asistieron a cada reunión.					Gerente Nacional Jurídico
C.1.3	Participación en el Comité de Ética	# de casos reportados y número de casos resueltos por el Comité de Ética.					Responsable del Comité de Ética
C.1.4	Participación en la definición y cumplimiento del sistema de remuneraciones y compensación, escalas por niveles jerárquicos incluido aquellas dirigidas a los Miembros del Directorio.						Responsable del Comité de Retribuciones

**Fuente:** (Superintendencia de Compañías, 2012)

### Propiedad

Lo que representa al componente irracional, es la familia, y el negocio, que representa el racional. Cuando los dos componentes se enfrentan, a la racionalidad de negocios puede ser limitada por la confusión entre los intereses de la familia y los de la empresa; por lo tanto, las decisiones de los propietarios en la mayoría de ocasiones están motivadas más por los sentimientos y menos por la lógica pura.

**H7:** Separa la propiedad de la familia en la planificación, organización y control, es decir, la gestión permite la exploración y captura de nuevas oportunidades empresariales.

### Profesionalización

Las empresas familiares que tienen claro el espíritu empresarial, deben tomar decisiones para dar paso a la administración externa (empresas gerente-propietario) necesitan una transición hacia la gestión profesional. El cambio debe implicar la toma de decisiones descentralizadas y un equipo de gestión. Varias acciones pueden dar lugar a una transición exitosa de las empresas hacia una administración profesional.

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

(Kahneman, 1991), dice que los resultados de las perspectivas se evalúan usando una función de valor que es común en la mayoría de los individuos, y se caracteriza por dos tipos específicos:

Los individuos tienden a tomar decisiones en función de un punto de referencia (Myagkov, 1998). 2) las personas son reacias a la pérdida y muestran sus bienes de valor, lo que significa que la pérdida de beneficios que deja un activo es superior a la utilidad asociada con su encubrimiento (Kahneman D. K., 1990)

El presente estudio tiene como objetivo probar si los comportamientos individuales como se describe por (Kahneman, 1991) y (Tversky, 1991) es parte del juego cuando las empresas familiares propietarios hace que las decisiones de financiamiento, y cómo estas decisiones afectan a la estructura de capital de sus empresas.

## Conclusiones:

Esta investigación buscó encontrar como la intervención de la familia en las decisiones financieras puede afectar significativamente en la estructura de capital. La decisión de financiamiento e inversión de las empresas que por el momento no cotizan en Bolsa de Valores, y que son de propiedad de un solo dueño, fundador o de una familia.

Los resultados empíricos demostraron que cuando existe la intervención directa del socio fundador o sus descendientes los resultados financieros no son tan favorables, visto desde tres áreas: 1) Gestión, 2) Propiedad, y; 3) Control. Cuando dentro de la gestión solo nos enfocamos en la propiedad directa se puede ver mejores resultados, la relación de deuda es más positiva, pero al momento de incluir la gestión los resultados no son tan alentadores, es decir, los miembros de la familia forman parte del Gobierno Corporativo, pero se involucran en la gestión diaria.

La aversión al riesgo por las Empresas Familiares, provoca bajo niveles de endeudamiento, pero las necesidades de liquidez para operar las actividades y el riesgo de que la familia pierda el control motivan a los miembros del Gobierno Corporativo a preferir altos niveles de endeudamiento. La toma de decisiones de la Familia en el Gobierno Operativo en las actividades operativas garantiza la permanencia de su sistema de valores.

Para las empresas de primera generación, capitalizar las organizacionales Familiares básicamente se definen como prioritarias, se llevan a cabo decisiones sobre crecimiento y apalancamiento, para las empresas que se encuentran en segunda generación la prioridad es el conflicto de reinversión de utilidades y la distribución de dividendos, nuevas tecnologías, para las empresas de tercera generación es evidente la búsqueda de liquidez inmediata.

Pocas empresas Familiares tienen un código de ética, políticas, protocolos, plan de sucesión bien definidos que permitan delinear su posicionamiento empresarial. Por lo que sus decisiones conservadas los llevan a tomar decisiones de reinvertir sus utilidades, más que repartir dividendos.

De igual manera, la literatura sobre Gobierno Corporativo, permite identificar ciertos indicadores de gestión y control que dan paso a las Empresas Familiares en llevar el control estricto de los miembros de la Familia que forman parte de éste, así como, evaluar la gestión de la gerencia y colaboradores.

Las Empresas Familiares incorporan cambios positivos cuando desarrollan políticas claras de Gobierno Corporativo, indicadores definidos para su interpretación y control, y estas estructuras de Gobernanza son monitoreadas por miembros de la familia; sin embargo, con el tiempo se dan cuenta que es necesario la incursión de personal externo, sobre todo en la gestión administrativa.

### Referencias Bibliográficas

- Barrera, e. a. (1989). *Metodología de Investigación*. Mexico: Mc Graw Hill.
- Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control . *Finance Working Paper, no. 00/2002*.
- Brigham, E. E. (1999). Financial Management: Theory and Practice (9th Edition). En E. E. Brigham, *Financial Management: Theory and Practice (9th Edition)*. Harcourt College Pub. .
- Brush, T. B. (1999). The relative Influence of Industry and Corporation on Business Segment Performance. En T. B. Brush, *An Alternative estimate Strategic Management Journal* (págs. 519-547).
- Carlock, R., & Ward, J. (2003). *Planificación estratégica de la familia empresarial*. Deusto, Barcelona.
- Centeno-Caffarena, L. (01 de Enero de (2015). Un Modelo de Gobierno Corporativo que facilita el crecimiento y desarrollo de la empresa Familiar. Una aplicación para Nicaragua. *Tesis Doctoral* . España, Universidad de Nebrija , Nicaragua.
- Centeno-caffarena, L. (Enero de 2015). Un modelo de gobierno corporativo que facilita el crecimiento y desarrollo de la empresa familiar . *Un modelo de gobierno corporativo que facilita el crecimiento y desarrollo de la empresa familiar . Una aplicación pra Nicaragua. Tesis Doctoral Universidad de Nebrija, España*. Nicaragua , España.
- Chrisman, J. j., Kellermanns, F. W., Chan, K. C., & Liano, K. (2010). Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles. *Family Business Review, 23 (1)*, 9-26.
- Cruz, B. y. (2006). La Institucionalización de la empresa: Casos de éxito de gobierno corporativo. En B. y. Cruz, *La Institucionalización de la empresa: Casos de éxito de gobierno corporativo. Centro de excelencia en gobierno corporativo y Global Corporate Fourum* .
- Davis, P. (1983). Realizing The Potential of the Family Business. En P. Davis, *Organizational Dynamics* (págs. 47-56). verano.
- Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215 - 262. Obtenido de <https://www.nber.org/chapters/c4790>
- Faccio, M., & Lang, L. (2002)). The ultimate ownership of Western European corponivelns . En M. Faccio, & L. Lang, *Journal of Financial Economics 65* (págs. 365-395).

- Gallo, M., & Vilaseca, A. ((1996)). Finance in Family Business. En M. Gallo, & A. Vilaseca, *Family Business review. Vol 9, No 4.* (págs. Vol 9, No 4).
- Graham, J. ((1996)). Proxies for the marginal tax rate. En J. Graham, *Journal of Financial Economics, Vol. 42* (págs. 187-221).
- Guth, W. &. (1990). Corporate entrepreneurship. *Strategic Management Journal, (Special Issue 11)*, 5-15.
- Hagigi, M. S. (2009). Managing di- verse risk: An integrative framework. En M. S. Hagigi, *Journal of international Mangement* (págs. 286-295).
- Hirigoyen G. (2009). Concilier finance et management dans les entreprises familiales. *Revue francaise de gestion, vol 35, no 198-199*, 393-411.
- Hirigoyen, G. L. (2013). The role of regret in the owner-manager decision -making in the family business: A onceptual approach. *Journal of Family Business Strategy, vol 3, no2*, 118-126.
- IFC. (2009). Corporate Governance Board Leadership Training resource Kit (IFC). En IFC, *Corporate Governance Board Leadership Training resource Kit (IFC), tomado de centro de Excelencia de Gobierno Corporativo.*
- Kahneman, D. K. (1990). Test of Endowment Effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*, 1325-1348.
- Kahneman, D. T. (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A reference dependent Model. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1039-1061.
- La Porta, R., Lopez-de-Salinas, F., & Shleifer, A. ((1999)). Corporate Ownership Around the World. En R. La Porta, F. Lopez-de-Salinas, & A. Shleifer, *Journal of Finance, Vol 54* (págs. Issue 2, p 471-517).
- Legaz, S.Goñi.& De Val Pardo, I. (2002). Performance y Teoría de la Organización. *Esic Market*, 207-226.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3). Obtenido de [www.jstor.org/stable/1809766](http://www.jstor.org/stable/1809766)
- Myagkov, M. P. (1998). Exchange Economies and Loss exposure:Experiments exploring prospect Theory and Competitive Equilibrium in MARKET eNVIRONMENTS. *American economic Review*, 87 (5), 801-828.
- Rabadán-Pérez, F. (2013). *La organizaciòn de la empresa familiar, tomado de .* Obtenido de [http://www.pacorabadan.com/?p=649#\\_ftnref1](http://www.pacorabadan.com/?p=649#_ftnref1)
- Rajan, R., & Zingales, L. ((1995)). What Do We Know about Capital Structure? Some evidence from international Data. En R. Rajan, & L. Zingales, *The Journal of Finance. Vol. L. n°5.*
- Rumelt, R. (1991). How much Does Industry Matter Strategic Management Journal. En R. Rumelt, *How much Does Industry Matter Strategic Management Journal* (págs. 167-185).
- Sampieri, D. R. (2010). *Metodología de la Investigación, QUINTA EDICIÓN* . Mexico: McGRAW-HILL / INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.

- Sauner-Leroy, J. (2004). Managers and productive investment decisions: the impact of uncertainty and risk aversion . *Journal of Small Business Management, Vol 42 1*, 293-311.
- Schmalensee, R. (1985). Do markets differ much? *The American Economic review*, 75(3). En R. Schmalensee, *Do markets differ much? The American Economic review*, 75(3) (págs. 341-351).
- SCVS, S. d. (2010). *Superintendencia, de Compañías Valores y Seguros*. Guayaquil.
- Severino, B. I. ((2016). Memorias Primer Workshop UTEG. En B. I. Severino, *Retos y Desafíos de las Empresas Familiares* (págs. 28-29). Guayaquil: UTEG.
- Shleifer, A., & R.W., V. ((1986)). Management ownership and market valuation. En A. Shleifer, & V. R.W., *Journal of Financial Economics No 20* (págs. 293-315).
- Shyan-Saunders, L., & Myers, S. ((1999). Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure . En L. Shyan-Saunders, & S. Myers, *Journal of Financial Economics, Vol. 51* (págs. 219-244).
- Sonnenfeld, J., & Spence, P. ((1989)). The partin patriarch of a family firm. En J. Sonnenfeld, & P. Spence, *Family Business Review, Vol 2 (4)* (págs. p. 355-375).
- Superintendencia de Compañías. (2012). Indicadores de Buen Gobierno Corporativo para Compañías. *Indicadores Gobierno Corporativo*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- Tversky, A. K. (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A reference Dependent Model. *Quarterly Journal of Economics* , p, 106, 1039-1061.
- Ward, J. (1987). Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family ledership. En J. Ward, *How to plan for continuing growth, profitability, and family ledership*. San Francisco: Jossey-Bass.
- ward, J. (1997). Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices. *Family Business Review, Vol 10 no 4*.