

ESCUELA DE POSTGRADO NEUMANN

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS



**“Análisis de las finanzas conductuales y su relación con las
decisiones de financiamiento en empresas familiares en la
ciudad de Lima 2019.”**

**Trabajo de Investigación
para optar el Grado a Nombre de la Nación de:**

Maestro en
Administración de Negocios

Autor:

Economista Acuña Flores, Richard Henry

Docente Guía:

Mg. Moscoso Zegarra, Giomar Walter

**TACNA – PERÚ
2020**

“El texto final, datos, expresiones, opiniones y apreciaciones contenidas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad del (los) auto (es)”

AGRADECIMIENTOS

Agradezco profundamente a los profesores de la prestigiosa Escuela de Postgrado NEUMANN, por sus consejos y enseñanzas en el transcurso de mi formación como Maestro en Administración de Negocios.

DEDICATORIA

Dedico este trabajo de investigación a mi familia por su constante e incondicional apoyo en ayudarme a lograr cumplir los objetivos profesionales trazados en mi vida.

ÍNDICE

CAPITULO I	12
ANTECEDENTES DE ESTUDIO	12
1.1 TÍTULO DEL TEMA	12
1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	12
1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	16
1.3.1 PREGUNTA GENERAL	16
1.3.2 PREGUNTAS ESPECIFICAS	16
1.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	16
1.4.1 OBJETIVO GENERAL	16
1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	16
1.5 HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN	16
1.5.1 HIPÓTESIS GENERAL	17
1.5.2 HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	17
1.6 JUSTIFICACIÓN	17
1.6.1 JUSTIFICACIÓN PRÁCTIA	17
1.6.2 JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA	18
1.6.3 JUSTIFICACIÓN TEÓRICA	18
1.7 METODOLOGÍA	19
1.7.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN	19
1.7.2 DISEÑO DE INVESTIGACIÓN	19
1.7.3 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN	19
1.7.3.1 Procedimientos	19
1.7.3.2 Técnicas	20
1.7.3.3 Instrumentos	20
1.7.4 POBLACIÓN Y MUESTRA	20
1.7.4.1 Unidad de Estudio	20
1.7.4.2 Población	20
1.7.4.3 Muestra	20
1.8 ALCANCES Y LIMITACIONES	21
CAPITULO II	22
2.1 FINANZAS CONDUCTUALES	22
2.2 Decisiones de Financiamiento y Toma de Decisiones	29
2.3 Teoría de la Jerarquización de Capital	34

2.4	Teoría de Jerarquización Financiera	37
2.5	Finanzas	41
2.6	Teoría de la Utilidad Esperada	41
2.7	Filosofía Empresarial	42
2.8	Política Empresarial	42
2.9	Empresa Familiar	42
2.10	Propiedad, Empresa y Familia	46
CAPITULO III		51
3.1	El Perú frente al mundo	51
3.2	La Región Lima Metropolitana	53
CAPITULO IV		61
4.1	HIPÓTESIS	61
4.1.1	Hipótesis General	61
4.1.2	Hipótesis Específicas	61
4.2	TIPO DE INVESTIGACIÓN	62
4.2.1	Tipo de Investigación	62
4.2.2	Diseño de Investigación	62
4.2.3	Ámbito y tiempo social de la investigación	62
4.2.4	TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN	62
4.2.4.1	Procedimientos	62
4.2.4.2	Técnicas	63
4.2.4.3	Instrumentos	63
4.2.5	POBLACIÓN Y MUESTRA	63
4.2.5.1	Unidad de Estudio	63
4.2.5.2	Población	63
4.2.5.3	Muestra	63
4.2.6	TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN	64
4.2.6.1	Técnicas de recolección de datos	64
4.2.6.2	Instrumentos para la recolección de datos	64
4.2.6.3	Técnicas para el análisis de datos	64
4.3	RESULTADOS OBTENIDOS	64
4.3.1	Sobre revisión documentaria, estudios análogos y antecedentes	64
4.3.2	Resultados de estas entrevistas	66
4.4	Resultados Cuestionario: Finanzas Conductuales	71

4.6	Análisis de resultados de la variable: Finanzas Conductuales	89
6.1.1	Matriz de Consolidación de Correlaciones	98
CAPITULO V		105
Bibliografía		107

RESUMEN

Las herramientas y métodos para una adecuada toma de decisiones han evolucionado mucho durante los últimos años. Desde las simples hojas de cálculo, pasando por métodos más racionales como los ratios financieros o modelos más analíticos como los métodos cuantitativos para los negocios o modelamiento matemático que buscan finalmente la tan anhelada optimización de costos y la maximización de utilidades, lo cual convertiría a la toma de decisiones en una variable racional. Esto nos lleva a cuestionarnos si efectivamente las decisiones son racionales o de alguna manera se dejan influenciar por factores conductuales que impactan en los resultados e influyen en la decisión propiamente dicha.

En base a este primer análisis buscaremos determinar si las decisiones financieras en empresas familiares son determinadas por factores racionales o pasan a ser un aspecto conductual para la toma de decisiones.

La investigación es de tipo relacional dado que buscamos determinar la concordancia entre las finanzas conductuales las decisiones de financiamiento en empresas familiares. En cuanto al diseño es de tipo transaccional pues se analiza el comportamiento de las empresas familiares en un momento determinado de tiempo.

Considerando únicamente a empresas familiares localizadas en la región de Lima Metropolitana – Perú, se procedió con el cálculo de la muestra estadística. Las empresas consideradas son negocios familiares cuyas planillas cuentan con más de 10 trabajadores y poseen por lo menos 10 años de funcionamiento.

Finalmente, la presente investigación concluyó que las finanzas conductuales guardan una relación moderada con las decisiones financieras en las empresas analizadas en la ciudad de Lima en el periodo analizado. En tal sentido se ha podido concluir que las personas que tienen relación con las decisiones de financiamiento optan por el financiamiento interno como la destinación de recursos propios al reinvertir las utilidades retenidas en la misma empresa – capitalización – y no distribuir los dividendos entre los accionistas o socios.

INTRODUCCIÓN

En el mundo empresarial existen tres escenarios tipo cuando se deben tomar decisiones financieras. La primera está relacionada al que, como, cuando y cuanto invertir en la empresa de tal manera que estas inversiones les permitan a los accionistas maximizar la rentabilidad de sus excedentes de efectivo en el menor plazo posible. Un segundo escenario está relacionado con los dividendos del periodo, los cuales pueden ser capitalizados o reinvertidos en la misma empresa o distribuidos entre los colaboradores de la empresa. Y un último escenario que se refiere a las decisiones de financiamiento propiamente dichas que tienen como objetivo identificar y aprovechar las oportunidades existentes al menor costo de capital, maximizando y creando valor para la organización y buscando la sostenibilidad de los pagos de estos financiamientos.

De acuerdo a la Teoría del Orden Jerárquico¹ (Myers y Majluf, 1984), que refiere que frente a la indecisión de una fuente de financiamiento se debe preferir siempre el aporte de capital de los accionistas – y/o socios – en vez de acudir a fuentes externas o de terceros. Esta teoría permite adicionar variables alternas a las precisadas en esta investigación que busca analizar las finanzas conductuales. Estas variables están relacionadas con factores tales como: el optimismo de los empresarios, el enmarcado, el anclaje o el ajuste, por citar alguna de ellas, y que tienen una estrecha vinculación, pero sobre todo determinante al momento de tomar decisiones de financiamiento en las empresas que se analizaron.

¹ POT: Pecking Order Theory, La teoría de la Jerarquía Financiera (Myers y Majluf, 1984)

Ha sido, en definitiva, complejo analizar la conductualidad como un factor que determine las decisiones de financiamiento, ya que las personas – que son representadas por la empresa – desarrollan y aplican un sentido abstracto de la racionalidad toda vez que la incertidumbre impide que puedan tomar decisiones adecuadas. Esto es traducido por la duda frente a la incertidumbre. Podemos mencionar que, de las empresas familiares investigadas, pudimos comprobar que, frente a situaciones como el fallecimiento de uno de los socios, contextos de decisiones de fusión, absorción, división empresarial, climas laborales tensos o no apropiados, coyunturas de crisis políticas o sociales, entre otras situaciones, los responsables de la toma de decisiones adoptan posiciones que son completamente diferentes a las racionales que se podrían esperar. Es por esto que la presente investigación pretende determinar en primer lugar si es que estas personas toman decisiones influenciadas por aspectos emotivos o emociones personales o basan sus decisiones en factores racionales, y en segundo se quiere identificar cuales la preferencia de los tomadores de decisiones sobre las estructuras de financiamiento que sus empresas requieren.

CAPITULO I

ANTECEDENTES DE ESTUDIO

1.1 TÍTULO DEL TEMA

Análisis de las finanzas conductuales y su relación con las decisiones de financiamiento en las empresas de la ciudad de Lima 2019.

1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El éxito de las empresas hoy en día no se logra solo con ofrecer productos y servicios de calidad, sino que se trata en una competencia de resistencia por quienes apuestan por la innovación tecnológica constante, tanto de sus productos o servicios como de sus procesos de negocio, sumado a una preocupación cada vez mayor por la creación de valor a clientes e inversionistas. Pero esta dualidad de innovación y creación de valor se torna más compleja cuando las estrategias de negocio se orientan a una maximización de beneficios más exigente y reducción de costos operativos más ajustados. Este escenario hace que los gerentes tomen decisiones cognitivas, evitando la influencia de factores demográficos o psicológicos que, de ser así, afectarían significativamente la calidad de las decisiones y de los resultados que las empresas esperan. En tal sentido, los tomadores de decisiones evalúan las ganancias en función del retorno que esperan recibir por lo que sería correcto decir que las decisiones que las empresas toman respecto a variables como el financiamiento son meramente racionales ya que presentan preferencias claras.

El método por excelencia para aumentar el conocimiento es la Heurística, que postula que *“cuando un individuo no considera o evalúa las diferentes alternativas en*

el proceso de toma de decisiones racionales, el resultado suele ser un error”, por lo que podríamos inferir que las finanzas conductuales o neurofinanzas, defienden que las personas o empresas que se enfrentan a procesos de toma de decisiones bajo incertidumbre desarrollan un sentido abstracto de la “*racionalidad*”.

La toma de decisiones en las empresas es un proceso complejo que va más allá de la racionalidad ya que involucra – como ya lo mencionamos – dos acciones fundamentales en la gestión de empresas: maximización de utilidades y minimización de costos, esto asumiendo que las personas toman decisiones de manera cognitiva y no influenciadas por factores psicológicos, emocionales o demográficos que afectan la calidad de las decisiones y el resultado que los accionistas esperan, como lo explica la Teoría de la Utilidad Esperada de Bernoulli. (Bernoulli, 1738).

Cárdenas, menciona que la teoría de Bernoulli se puede entender analizando el evento de lanzar una moneda repetidas veces hasta obtener “*sello*” por primera vez. Si esto sucede – precisa Cárdenas – que el juego se detendría y se procede a contar el número de veces que la moneda fue lanzada antes de lograr el lado de la moneda esperado. Esto se puede sintetizar en 2^n donde “*n*” representa el número de veces que se ha lanzado la moneda hasta obtener “*sello*” por primera vez.

Dado este escenario, las personas que desearían entrar al juego deberían pagar cuantiosas sumas de dinero considerando que las posibilidades son elevadas,

pero las personas solo estarían dispuestas a pagar pequeñas sumas de dinero por un tipo de apuesta como estas. (Cárdenas, 2014)

Dentro del contexto del análisis de decisiones financieras, esta teoría se puede ver aplicada cuando las empresas evalúan sus ganancias en función al retorno que esperan recibir de sus inversiones, por lo que esta teoría constituye una razón para analizar a las decisiones racionales respecto a una variable llamada financiamiento.

Neumann y Morgenstern (1994) reafirman esta posición al afirmar que los individuos toman decisiones racionales con objetivos perfectamente definidos y claros y muestran una preocupación constante por incrementar las utilidades de sus inversiones en vez tomar decisiones que maximicen un valor esperado momentáneo.

Dentro de la bibliografía consultada, encontramos también una posición antagónica a la de Neumann y Morgenstern como es el caso de los psicólogos Tversky y Kahneman (1973) que cuestionaron que las personas sean seres que toman decisiones de manera racional si no que, siguiendo con la teoría del pensamiento de la información, estas toman decisiones basadas en estimaciones y/o elecciones.

Por este motivo la heurística explica que los individuos no siguen un proceso racional para la toma de decisiones entre diferentes alternativas, sino que deciden en función de aproximaciones.

En tal sentido podemos afirmar que las personas (o las empresas que son dirigidas por personas) no toman decisiones racionales basadas en un proceso racional cuando existe incertidumbre, sino que se trata de un sentido abstracto de una racionalidad deseada. A esto hoy se conoce como Finanzas Conductuales o Neurofinanzas.

Podemos establecer que las neurociencias es un término que precisa que todas las decisiones que toman los seres humanos son reguladas por el cerebro. (Almiron, 2019), estas decisiones están orientadas al conocimiento con el que cuentan los individuos, lo que piensan, como se comportan y cómo actúan en una realidad específica. Por esto último es que podemos afirmar que cuando se trata de empresas familiares, las decisiones que se suelen tomar están en función a diferentes factores –dependiendo del contexto de la empresa – como por ejemplo si la empresa es conyugal, existirá una orden de poder establecido por los mismos cónyuges. De igual manera cuando se trata de sociedades mayores que incluya a hijos, cónyuges y demás familiares, donde las decisiones serán tomadas generalmente en consenso o de manera unánime. Otro escenario podría suscitarse frente a un proceso de sucesión o algún tipo de contexto o crisis política o social que ocasione que los tomadores de decisiones asuman una posición que no sea la racionalmente esperada con lo que el correcto funcionamiento de la organización se verá afectado.

Es por ello que lo que se pretende comprobar con esta investigación, es determinar cuáles son los factores psicológicos, demográfico y cognitivos que intervienen de manera determinante en la toma de decisiones en las empresas familiares en la

ciudad de Lima, así como el nivel de significancia en las decisiones financieras de las mismas.

1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

1.3.1 PREGUNTA GENERAL

¿Existe una relación entre las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana, 2019?

1.3.2 PREGUNTAS ESPECÍFICAS

- ¿El factor de anclaje y ajuste es determinante para la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana?
- ¿Las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares de la Región Lima Metropolitana se basan en la teoría Pecking Order Theory?

1.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Determinar si existe una relación entre las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana, 2019.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Determinar si el factor de anclaje y ajuste es determinante para la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana, 2019

- Identificar si las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares de la Región Lima Metropolitana se basan en la teoría Pecking Order Theory.

1.5 HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

1.5.1 HIPÓTESIS GENERAL

Las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana tienen una relación significativa.

1.5.2 HIPÓTESIS ESPECÍFICAS

- El factor de anclaje y ajuste es el que mayor relación tiene en la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana, 2019
- La primera opción de financiamiento a las que acceden los empresarios de las empresas familiares en la Región Lima Metropolitana es el financiamiento de tipo interno.

1.6 JUSTIFICACIÓN

1.6.1 JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA

Se determinó que la investigación presenta tres tipos de justificaciones, una implicancia práctica que permite que con los resultados obtenidos las empresas familiares en la región Lima puedan utilizar esta información para tomar decisiones en base a un fundamento científico producto de la investigación que no solo ha

considerado factores tradicionales del proceso de toma de decisiones, sino que considera las variables inherentes a las finanzas conductuales. El aporte teórico también se justifica puesto que se hace una revisión de variables económicas que determinan la rentabilidad de los negocios y sus accionistas.

1.6.2 JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA

El aspecto metodológico es otro aspecto que aporta la investigación ya que se describen, analizan y aplican modelos que permiten desarrollar la principal variable denominada Finanzas Conductuales. Adicionalmente, la justificación metodológica se encuentra evidenciada al aplicar una metodología para el levantamiento, procesamiento, análisis e interpretación de los resultados obtenidos por los instrumentos y técnicas que se aplicaran para el desarrollo de la investigación. Estos instrumentos son diseñados y desarrollados para ser aplicados en una muestra calculada. Adicionalmente los instrumentos deben ser validados siguiendo una metodología que compruebe la consistencia del instrumento para que permita alcanzar los objetivos propuestos por la investigación.

1.6.3 JUSTIFICACIÓN TEÓRICA

Finalmente, la justificación teórica se evidencia toda vez que se acude a definiciones y postulados de autores reconocidos por la comunidad académica y científica en la especialidad de las finanzas conductuales. Estas definiciones y postulados citados en los capítulos I y II nos permitirá entender a profundidad la variable de estudio.

1.7 METODOLOGÍA

1.7.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN

La presente investigación de tipo aplicada pues acudirá a conceptos y definiciones teóricas, así como modelos que permitan absolver las hipótesis planteadas. El enfoque es mixto ya que requerirá de datos cualitativos como cuantitativos para satisfacer los objetivos de investigación.

Es de tipo descriptivo por que expondrá la información sin alterar los aportes hecho por el investigador y es de tipo relacional ya que busca la relación entre las variables expuestas en el punto primero.

1.7.2 DISEÑO DE INVESTIGACIÓN

La investigación es de tipo no experimental porque no se manipulará de manera deliberada las variables del investigador, siendo de corte transeccional porque se analizará información en un momento determinado del tiempo.

1.7.3 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN

1.7.3.1 Procedimientos

Se diseñará un cuestionario el cual será aplicado a manera de encuestas a empresarios que posean información de interés para la presente investigación y que permitan medir las variables de estudio.

Los datos recabados serán procesados con la ayuda del software estadístico SPSS (V.21.0) el que permitirá validar si información satisface las hipótesis y los objetivos propuestos

1.7.3.2 Técnicas

Para el levantamiento de información se aplicará la encuesta como técnica de recolección de datos.

1.7.3.3 Instrumentos

Se elaborará un cuestionario estructurado para el levantamiento de información.

1.7.4 POBLACIÓN Y MUESTRA

1.7.4.1 Unidad de Estudio

La unidad de estudio está determinada por las empresas familiares con personería jurídica y con planillas de más de 10 trabajadores en la región de Lima Metropolitana.

1.7.4.2 Población

La población está determinada por las empresas familiares de con personas jurídicas y que cuenten con más de 10 trabajadores en planilla.

1.7.4.3 Muestra

Dada la informalidad y la evasión tributaria existente en el Perú, sumado a la dificultad de poder acceder a la información de los comerciantes, es que se decidió optar por una muestra no probabilística y definir una muestra por conveniencia.

1.8 ALCANCES Y LIMITACIONES

Información limitada, fuentes escasas y pocos antecedentes de información referente a empresas familiares en el Perú.

La investigación se centrará en empresa familiares con personería jurídica que cuenten con más de 10 trabajadores en planilla y que operen en la ciudad de Lima, siendo el año de análisis 2019.

Una de las mayores limitantes es el acceso a la información de las empresas familiares ya que al ser confidencial será complicado poder obtenerla, por lo que se acudirá a la revisión documental para validar los datos de financiamiento, motivo por el cual el estudio será de tipo no probabilístico, renunciando a la característica de representatividad.

La informalidad y la evasión tributaria son dos limitaciones que podrían marcar el correcto cumplimiento de los objetivos de investigación, toda vez que la información a la cual se desea acazar es de uso confidencial de los comerciantes, la misma que guardan mucho recelo y será bastante complicado poder acceder a ella.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 FINANZAS CONDUCTUALES

Las finanzas conductuales constituyen el capítulo más reciente en la historia de la teoría de cartera, explican los errores típicos (sesgos conductuales) de los inversionistas, proporcionan una imagen detallada de las preferencias de riesgo de los inversionistas. Este aspecto ha sido cubierto por la teoría de la perspectiva de (Kahneman y Tversky)

El estudio de finanzas requiere analizar las tres grandes decisiones de esta disciplina: inversión, dividendos y fuentes de financiamiento. En relación al financiamiento, existen múltiples teorías y definiciones que permiten analizar los factores predictivos que intervienen en la comprensión de la estructura de capital de una empresa.

Sobre esto último, Rodríguez y Moreira (2006) determinaron, en un estudio realizado a 75 empresas que cotizan en la bolsa de valores portuguesa, que el endeudamiento juega un rol fundamental en las decisiones de financiación cuando existe déficit producto de nuevas inversiones. También sostienen que la Teoría de la Jerarquización Financiera – o conocida como *“Theory Pecking Order”* – postula que las personas que toman decisiones financieras deben seguir un orden para elegir la fuente de financiación adecuada.

McKean y Pla (1985) sostienen que inicialmente Kahneman y Tversky desarrollaron las primeras definiciones de las Finanzas Conductuales de manera accidental al desarrollar una investigación práctica. Esto sucedió en la década de los '60 en la Universidad Hebrea de Jerusalén, donde Kahneman impartía una asignatura psicológica dirigida a instructores de vuelo de la fuerza aérea de ese país. Kahneman venía desarrollando un experimento que consistía en otorgarles alimento a palomas, y otros animales, como recompensa efectiva ante un castigo cuando uno de los instructores de vuelo le increpó al profesor interrumpiendo su explicación y diciéndole *"Con todo respeto, señor, lo que usted dice se refiere, literalmente, a los pájaros. A menudo he alentado calurosamente a un piloto porque había efectuado una maniobra perfecta, y la próxima vez casi siempre lo hacía peor. Y les he gritado a algunos por una maniobra mal hecha, y casi con toda seguridad la próxima vez había mejorado. No me diga que la recompensa funciona y que el castigo no, porque mi experiencia lo contradice"*.

Todos los alumnos de la clase, instructores de vuelo también, estuvieron de acuerdo con el coronel que hizo el comentario, a lo que Kahneman hizo el comentario que el comportamiento y la reacción que tienen las aves, es el mismo que tendrían los bailarines de ballet al aprender nuevas piruetas, o a los vendedores cuando les cierran un negocio o a los panaderos cuando aprenden a hacer pan o a los niños cuando aprenden a obedecer a los adultos. Los sujetos de estudio tienden a mejorar su comportamiento después que les es aplicado un castigo, el cual por lo general suele disminuir cuando se otorgan recompensas. Tversky (1974). Y es que la condición humana es tan compleja y conveniente que

los mejores resultados se evidencian cuando se castigan a otros por lo general se es castigado por una recompensa.

En el estudio realizado por Barberis y Huang (2008) denominado *"Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices"*, sostiene que muchas de las variables financieras son complejas de comprender cuando se analiza la utilidad esperada, por lo que se debe prestar importante atención a las teorías de utilidad existentes para comprender mejor a los mercados financieros.

Dos autores que desarrollaron teorías sobre decisiones organizacionales son Barberis y Xiong (2012) en su estudio *"Realization Utility"*. Este sostiene que los inversores no venden sus acciones a pérdida de manera voluntaria, lo cual deja en evidencia que existen otras variables de racionalidad que se manifiestan al momento de tomar decisiones financieras.

Barberis & Thaler (2003), analizan las restricciones del arbitraje y su aporte a la conductualidad del individuo en su estudio titulado *"A Survey of Behavioral Finance"*, en donde se analizan los límites del arbitraje, que sostiene que puede ser difícil para los decisores racionales deshacer las desviaciones causadas por entes menos racionales; y la psicológica, que aborda los factores que generan distancia sobre la racionalidad.

Para Monroy (2015), dentro de un entorno económico, los individuos actúan como agentes racionales ya que antes decidir realizan un análisis Costo – Beneficio y considera aquellas alternativas de solución que maximicen los beneficios de la

organización y su función de utilidad. Adicionalmente, Monroy, afirma que independientemente el tipo de decisión que se vaya a tomar, está orientada a la satisfacción del propio decisor (*self – interest*). Además, dice que las personas tienen una forma de comportarse que son fuertemente determinadas por un conjunto de variables asociadas a sus preferencias externas a ellas mismas y que prevalecen consistentes en el tiempo.

La Teoría de la Acción Racional (TAR), define precisamente esto último, que, en las economías convencionales, los agentes económicos o individuos actúan de manera racional. La TAR define a estos sujetos como “*Homo Economicus*”.

Por su parte, los autores Sevdalis y Harvey (2009) hacen un aporte interesante al analizar como la influencia del comportamiento y los sesgos cognitivos generan una anomalía al interior de determinados procesos. Por ejemplos; los vendedores de productos o servicios evidencian cierto fastidio o rechazo por los productos que ofrecen, lo que ocasiona que el proceso de venta se vea intoxicado toda vez que los vendedores solo someten a las disposiciones de sus superiores (jefes de departamentos de ventas) buscando solo cumplir con la cuota o meta de venta la cual permite, desde luego, contribuir con la maximización de utilidades, pero que hace también que el vendedor desvirtúe por completo el objetivo del proceso de venta, olvidando también que podría – como parte del proceso – quizá negociar un precio menor con el cliente, pero la presión de las jefaturas, y decisiones sumamente estructuradas y la presión por la eficiencia en los costos bajos, hace que se afecte al comercio y de manera directa pero no tan evidente al negocio en sí.

Rodriguez y Estevez (2002) analizan la incertidumbre como una dimensión ambiental de complejidad dinámica (Thompson, 1967; Duncan, 1972; Lorsch, 1967), lo que se traduce en que mientras más hostil será a la perspectiva. Por lo tanto, la complejidad y el rol dinámico de las decisiones inciden directamente en la incertidumbre, por lo que la metodología propuesta en la presente investigación nos permitirá analizar los siguientes capítulos.

La incertidumbre ha sido analizada siguiendo el modelo estratégico “*entorno – estrategia – resultado*”, el cual nos permite establecer el nivel de relación entre los niveles de incertidumbre y la estrategia adecuada que la empresa debería emplear para alcanzar sus objetivos propuestos.

Sobre esto último, Newell (1987) considera que los directivos no solo deben basarse únicamente en las estrategias de negocio, sino que deben considerar la variable incertidumbre la cual influye considerablemente en los resultados esperados.

Alves (2011), explica la heurística como un comportamiento conjunto al cual denomina “de manada”, cuando en un estudio realizado, a una decena de empresarios portugueses de empresas de diferentes rubro y sectores productivos, comprobó que a mayor grado de incertidumbre la heurística surge como una doctrina de solución.

La explicación la encontramos en la *“Teoría Prospectiva”* de Tversky y Kahneman (1986), que sostienen la heurística del conocimiento es una reacción común cuando los individuos deben asignar probabilidades a resultados inciertos con lo que se obtiene nuevos resultados con sesgos sistémicos.

Dentro de las definiciones conceptuales que venimos analizando podemos afirmar que las Finanzas Conductuales consideran para sí mismas un análisis económico donde el comportamiento de los individuos que enfrentan situaciones de riesgo, neutralidad o aversión, suele ser contundente al margen que la decisión que se vaya a tomar sea positiva o negativa para los objetivos propuestos, por lo que es correcto afirmar que un sujeto que podría estar en situación de riesgo tiene el mismo comportamiento indistintamente si el resultado de exponerse a este riesgo sea positivo o negativo.

Siguiendo con esta misma corriente, podemos afirmar que la consecución de los actos posteriores a la decisión de las personas (indistintamente el resultado sea positivo o negativo) es independiente a un escenario de incertidumbre, constituyéndose como una variable importante. Por ejemplo: el capital con el que disponga un empresario antes de tomar una decisión es independiente de la decisión como tal.

Es así que Tversky y Kahneman (1979) establecen en estas situaciones de incertidumbre, las personas no toman conciencia de la relevancia de los resultados ya que esta pasa a un segundo plano, cuando el decisor se encuentra en el momento de la decisión en sí (máximo estrés), que es donde suele tomar una

decisión subjetiva basada en el momento, haciendo caso a su propia referencia inicial. Por ello los autores manifiestan que los decisores se guía más las comparaciones subjetivas que nacen de sus puntos de vistas que por los resultados que representa cada opción, a esto se le denomina "*dependencia de las referencias*" Conthe (2003) sostiene que la psicología aplicada a las finanzas y la llamada "*Teoría de la Perspectiva*", se aplican desde hace algunos años en muchas empresas de diferentes sectores, y que no es una tendencia reciente, y es porque tiene una base netamente empírica la cual analiza un comportamiento nada racional de los individuos cuando deben tomar decisiones.

En el estudio realizado por Rodríguez y Morales (2016) exponen que, al momento de tomar decisiones correctas, necesariamente debe existir un contexto de incertidumbre, que es propio de la toma de decisiones, pero este ambiente no perjudica la calidad de la decisión tomada.

Por su parte Kohan (2008), confronta en su estudio a los "*Decisores heurísticos*" versus los "*Sesgos de Kahneman*". En este estudio demuestra que cuando las personas intuyen o hacen aseveraciones referentes a algún acontecimiento basado en probabilidades, se presentan sesgos propios de la intuición, como «*error*» al aplicar determinados métodos numérico o matemático, que suele desencadenar en una mala decisión o un posible error.

Otros autores como Tversky y Kahneman (1986) aportan con otros heurísticos como: *la representatividad, la accesibilidad, y ajuste o anclaje.*

Finalmente, Montoy (2016) hace un análisis sobre la *“Teoría Prospectiva”* de Tversky y Kahneman (1986) y el impacto o influencia que tiene sobre el comportamiento tradicional que define la economía convencional frente a la realidad, e introduce variables que inciden en el comportamiento y en las decisiones humanas como la *“aversión a las pérdidas”* y la *“reference dependence”*.

Si estas definiciones las asociamos al tema de fondo de la presente investigación, podemos afirmar que de la *“Teoría Prospectiva”* nacen diferentes anomalías cognitivas, como por ejemplo que las personas desarrollen cierta inercia al momento de tomar decisiones; o lo que podríamos definir como *“sesgo del status quo”*, representado como la practicidad de dejar las cosas en su estado inicial (status quo) evitando tener que tomar decisiones que no desean o no se arriesgan tomar y de esta forma, el resultado de estas decisiones no modifiquen su estado inicial, a pesar que el resultado de esta alternativa mejore considerablemente la situación actual. La zona de confort es más segura que lo nuevo.

2.2 Decisiones de Financiamiento y Toma de Decisiones

La toma de decisiones es el proceso que atraviesan las personas cuando deben elegir entre distintas opciones. Diariamente nos encontramos con situaciones donde debemos optar por algo, pero no siempre resulta simple. El proceso de la toma de decisiones hace hincapié en conflictos que se presentan y a los cuales hay que encontrarles solución. (Raffino)

Sobre las *“Decisiones de Financiamiento”*, se ha escrito mucho y hemos encontrado abundante teoría. Si partimos por el origen de este término, encontramos lo que

postula Betancor (2001) quien basado en lo propuesto por Modigliani y Miller (1958) en su publicación titulada *"The Cost of Capital, Corporation, Finance and the Theory of Investment"*, explican que las políticas financieras de las compañías no afectan el valor de las mismas y que el costo ponderado de capital permanecerá constante indistintamente cual haya sido las (o la) fuentes de financiación elegidas.

En un mundo globalizado, con mercados de capitales perfectos y equilibrados, ambas preposiciones hechas por Modigliani y Miller son perfectamente aceptadas dentro de la teoría económica, motivo por el cual muchos economistas en la actualidad han profundizado en el hecho de que condiciones financieras realmente le importan o les conviene a las organizaciones.

Por otro lado, todo proceso de quiebra implica ciertos costos asociados a este proceso, los intereses que deben ser deducidos por el pago del impuesto a la renta, y todos aquellos costos que se desprenden de las transacciones de los diferentes instrumentos financieros, que hacen que se pueda determinar a combinación *"Deuda/Capital Accionario"* (Mason, 1990)

Rivera (2010) hace un análisis a lo postulado por Miller y Modigliani, (1963), que introduciendo al modelo inicial los llamados impuestos de sociedades, hace que tuviera que reanalizar sus conclusiones, ya que cuando considera que ya que una ventaja fiscal por deuda puede ser aprovechada íntegramente lo correcto sería endeudarse al máximo para aprovechar al máximo esta ventaja. Aunque otros estudios demostraban que este beneficio era parcial porque algunas empresas tenían la posibilidad de acceder a otros tipos de ahorros fiscales completamente

distintos a la figura de la deuda, propios de clientes pertenecientes a mercados imperfectos.

Al analizar el escenario de estos mercados (imperfectos), nacen tres teorías: Irrelevancia de Miller, b) *Teoría del "Trade - Off"* y la c) *Teoría de la Jerarquía de Preferencias*; que buscan considerar las deficiencias de los mercados, como los impuestos que pagan las personas, costos producto de dificultades financieras, costos de agencias, y lo costos propios de la asimetría de la información.

La investigación a cargo de Berlingeri (2003) titulada: *"Trade off o Pecking Order, una investigación sobre las decisiones de financiamiento"*, hace una revisión sobre las predicciones del modelo presentado y si estas se ajustan a la realidad de las organizaciones.

Esta teoría explica cómo se comportan las organizaciones desde el punto de vista financiero y cómo reaccionan los decisores. Además, podemos concluir que la POT no es adecuada para empresas que recién han nacido, o están en una etapa de aprendizaje. Tampoco es aplicable para empresas que se desarrollan en países emergentes.

En la investigación realizada por Sarmiento (2005), analiza como los gerentes determinan la estructura de capital de sus empresas basados en teorías y empirismos desarrollados por la experiencia y el conocimiento del negocio. En este estudio, Sarmiento explica que existen diferentes formas para determinar y decidir las fuentes de financiamiento que impliquen un menor costo. Eligiendo fuentes

menos costosas que permitan maximizar el valor de la compañía hace que la estructura financiera elegida sea óptima.

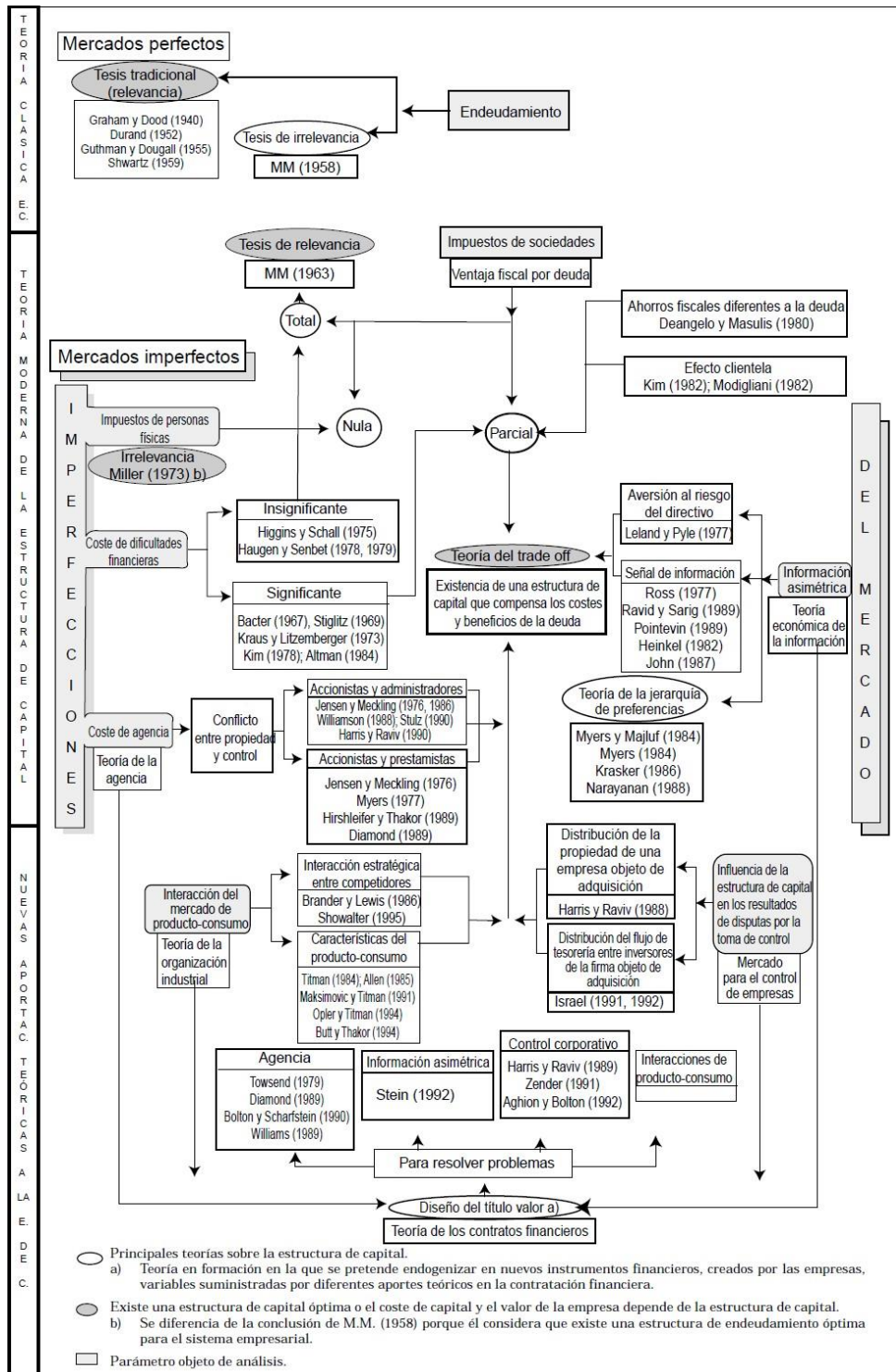


Figura 01: Modelos de Financiamiento

Fuente: Rivera (2010)

Wadnipar (2008) analizó un grupo de 40 empresas por 10 años. Durante este tiempo, Wadnipar, pudo determinar que las empresas que toman decisiones financieras más diversificadas siempre presentan estructuras de costos más eficientes. Esto les genera una necesidad de “desapalancamiento” del negocio. Wadnipar compara su posición con la teoría “*Static Tradeoff*” y llega a la conclusión que las empresas que cuentan con mayores capitales producto de sus decisiones financieras presentan menores costos de bancarrota y gestionan de manera más eficiente su riesgo lo que hace que sus estructuras de capital se comporten de acuerdo a las condiciones del mercado.

Una posición antagónica a la de Wadnipar, es la presentada por Mongrut, Pezo, Tepy y Fuenzalida (2010) quienes en su estudio titulado “Decisiones financieras. Una herramienta estratégica”, concluyen que las decisiones financieras no aportan un inside para entender las políticas de endeudamiento en un periodo de tiempo. Los autores postulan que las empresas prefieren endeudarse en vez de utilizar sus propios fondos generados (auto endeudarse), lo cual desdice lo propuesto por el Modelo de Jerarquización Financiera, el cual indica que las organizaciones elijen sus fuentes de financiamiento en relación de su costo de capital, luego recurren al autofinanciamiento y como última alternativa optan por la emisión de acciones.

Otro postulado sobre la “*Jerarquización Financiera*”, es el que hace Pandey (2011) quien en su estudio afirma que este modelo, para las decisiones financieras, desarrolla una clara explicación de cómo debe ser estructurado el capital. Pandey, desarrollo el estudio en 70 empresas en Malasia, segmentando deudas en corto plazo, largo plazo y deuda total.

Como conclusión pudo determinar que las oportunidades de inversión existentes no impactan de manera significativa en la deuda en sí, escenario contrario del que presentan los países desarrollados.

En la India, por ejemplo, el apalancamiento objetivo que emplean las empresas justifica las políticas de endeudamiento de estas. Esto según el estudio realizado por Kumar y Singh (2008) en este país.

Existen otras investigaciones, como la realizada por Cotei, Abugri y Farhat (2009) a 37 empresas de diferentes países, y donde los mercados financieros no están tan desarrollados, se pudo comprobar que estas empresas no suelen acudir a mercados de capitales para satisfacer los requerimientos de financiamiento, ya que estas tienen un costo de capital propio más alto y acuden a sus recursos propios y a deudas de corto plazo. Cosa que no sucede en economías donde los mercados financieros se encuentran mejor establecido.

2.3 Teoría de la Jerarquización de Capital

La Teoría de Jerarquización de Capital, al decir que las empresas carecen de una estructura de capital perfecta; contradiciendo lo que indica la *Teoría del Trade Off*. (Mondragón, 2011)

Mondragón identifica algunos desaciertos en los mercados, específicamente con la información que existe entre los mercados, argumentando que no es correcta y desigual (Moreira Da Silva, 2006). Si analizamos los mercados de competencia perfecta, podemos entender que todos los actores en estos mercados tienen la

misma posibilidad de acceder a la información existente en ellos y que les permitan acceder a financiamientos. Esto se da gracias a que la información existente en los mercados perfectos no tiene costo.

Cuando se trata de mercados imperfectos, la información tampoco es perfecta y puede existir diferencia al momento de requerirla, lo que trae consigo incertidumbre y propensión al error al momento de tomar decisiones. Cuando se trata de mercados no perfectos, existen grupos de directivos selectos, que si tienen acceso a información privilegiada, lo cual origina conflictos entre gerentes, ejecutivos, administradores, directores y accionistas, deudores; e incluso potenciales inversionistas.

En su estudio, los argentinos Castillo, Speroni, Briozzo, Pesce y Vigier (2016) analizan si las características que tienen las medianas, pequeñas y grandes empresas al momento de constituir su capital, comprobando lo obvio, y es que esto depende del tamaño de las mismas comprobar que las grandes empresas deciden racionalmente la manera como obtienen financiamiento. Pero también coinciden con Kahneman (2015) al afirmar que la heurística es útil al momento de formular juicios, pero también podría influir para cometer errores consecuentes.

El estudio de Kahneman basa su análisis en el estudio de los sesgos que pueden presentar los tomadores de decisiones.

Ferrera y Tresierra (2009) analizan diferentes modelos que permiten determinar estructuras de capital óptima y concluyen que estos modelos suelen ser eficaces

cuando se analizan grandes empresas – quizá incluso medianas – pero no sucede lo mismo con empresa familiares o Pymes, ya que estos modelos no “encajan” o no se amoldan al comportamiento financiero de las medianas y pequeñas empresas. Básicamente lo que indican es que estos modelos solo pueden ser contrastados una vez que la estructura de capital ya fue adoptada por la empresa. Esto se debe a que, en las Pymes, los problemas producto de información se presentan por falta información financiera y operativa histórica, que por lo general las pequeñas no la tienen y en el supuesto que la tuviera es desordenada. En las medianas empresas, existe mayor probabilidad de contar con data financiera histórica, y también existe una mayor probabilidad que exista información operativa precisamente porque las medianas empresas están en una constante preocupación de mejorar sus procesos. La misma esencia de las Pymes hacen que este tipo de negocios quieran tener el control de todos los procesos de negocio – lo cual evidentemente es más que complicado si esta responsabilidad recae sobre una única persona que por lo general es el dueño de la empresa – lo que hace las decisiones financieras no suelen ser las más adecuadas y se encuentren sesgadas y condicionadas.

La posición de Hernández y Mondragón (2011) sobre la “*Teoría de la Jerarquización de las Finanzas – Pecking Order (PO)*” y la “*Teoría Trade – Off*”, es que la primera no supone una estructura de capital optima, mientras que la segunda sí. Para los autores la Teoría PO, si se trata de mercados perfectos, entonces las decisiones de financiación dependerán de las disponibilidad y accesibilidad a la información.

Los Aybar, Casino & López (2001), buscan evidencia empírica para analizar el cumplimiento de la Teoría PO sobre la definición y estructura de capital y las decisiones de financiamiento en las pequeñas y medianas empresa y en la gran empresa, y concluyendo que para las Pymes, esta teoría, se cumple de manera parcial y que las oportunidades de crecimiento, si influyen en su estructura financiera. La simetría de información también es mayor en las pequeñas empresas, donde la Teoría PO se explica de mejor manera.

Esto lo explicamos párrafos arriba. Este comportamiento se da por que el individuo responsable de las decisiones suele ser el mismo propietario de la empresa. Y es común que este tipo de empresas sean gestionadas por una única persona que suele ser el accionista principal y dueño y que funge de director, gerente, responsable de RRHH y hasta de administrador.

Esta posición tiene el claro objetivo de evitar que personas ajenas al círculo familiar o alto colaborativo, intervengan en las decisiones financieras de la empresa.

Palacin y Jimenez (2006) hacen una diferencia entre medianas y grandes empresas en su nivel de deuda, argumentando que las pequeñas empresas suelen tener un descontrol o falta de gestión en este aspecto.

2.4 Teoría de Jerarquización Financiera

La *“Teoría de la Jerarquización Financiera”*, se contradice con todo lo estudiado y los postulados que consideran los factores determinantes para estructura. de capital óptima. Las empresas eligen un conjunto de alternativas de acuerdo con su

preferencia de tal forma que eligen aquellas opciones que más se adapte a sus necesidades de financiamiento hasta que se van agotando de manera progresiva. (Rivera, 2010)

Este nivel de preferencia da prioridad a los fondos propios (autofinanciación), luego se opta por la elección de fuentes externas, principalmente de la banca tradicional y luego se opta por la emisión de títulos de renta fija. La última alternativa de financiamiento es emitir acciones propias para conseguir el capital deseado. Esto hace que las empresas no cuenten con un índice de endeudamiento que sea objetivo. El único índice estará determinado por el histórico de estas necesidades.

Las empresas ajustan sus tasas de deuda cuando los mercados son perfectos. Esto hace que sean más eficientes, pero cuando existen problemas con los mercados como ineficiencia en la gestión de costos (por ejemplo, con la gestión de costos por transacciones), ajustes de parte del estado y otros factores, esto origina que las empresas no puedan alcanzar sus tasas de deuda que las hagan eficientes, por el contrario, estas son determinadas en periodos de tiempo prolongo. (Wadnihar, 2008)

Ozcan (2001) explica que el comportamiento financiero que tienen las empresas se puede entender mejor analizándolo en dos etapas que permiten entender este comportamiento, gracias al Modelo Parcial de Ajustes Integrado propuesto por Jalilvand y Harris (1984)

La primera de estas dos etapas consiste en la búsqueda de información para determinar la tasa óptima de deuda. La segunda está referida a la manera como las empresas deben ir ajustando de manera gradual sus estructuras de capital hasta alcanzar la deuda óptima requerida. Spies (1974).

La segunda teoría se refiere a los costos asimétricos de la información. Esto implica que las empresas determinen su estructura de capital por la diferencia entre sus flujos de caja interno y su déficit financiero. (Taggart, 1977).

Esta teoría también sigue un orden de decisión para efectos de conseguir financiamiento.

- Primero, optar por el Financiamiento interno (utilidades retenidas)
- Segundo, optar por deudas que sean seguras evitando aquellas riesgosas.
- Y tercero, poner a la venta acciones de la empresa.

Sobre las decisiones financieras que se toman sobre los dividendos, los autores Cruz y Wadnigar (2008) hacen un análisis a la teoría del "Pecking Order". Ellos sostienen que, pese a que la teoría indica que las empresas deberían ajustar el pago de sus dividendos generados a las oportunidades de inversión del mercado, deben tomar en consideración las políticas de pago de dividendos establecidas por los accionistas que prohíben la emisión de deuda segura. Por ello, y pese a estas políticas, muchas empresas prefieren la emisión de deuda segura frente a la ausencia de fondos internos generados. Como segunda alternativa los autores sugieren que las empresas deberían optar por deuda riesgosa y como última opción, la venta de acciones que permitan financiar el pago de dividendos.

Partiendo por lo que indican estos tres postulados, los autores (Cruz y Wadnigar) determinaron que la relación Deuda – Dividendo es positiva, contrariamente a lo que postula la *teoría "Static Trade - Off"* que concluye que la relación es negativa. Esta divergencia teórica es explicada en la *"Teoría de los Costos de Agencia"* de Michael Jensen.

Jensen, opina que los accionistas deben evitar que el dinero se utilice de manera inapropiada cuando las empresas tienen excedentes en sus flujos de caja.

Frente a la relación dividendos – deuda, los accionistas pueden evitar que las empresas desarrollen proyectos con VAN negativo: 1) *deben hacer que se incremente el nivel de deuda que la empresa adquiere* o 2) *deberán decidir implementar una política rígida de liberación de dividendos, lo que haría que la relación deuda – dividendo sea negativa.*

Finalmente podemos concluir que la teoría PO hace mención que cuando se toma la decisión de invertir una unidad monetaria en activos fijos, esta, debe verse reflejada como deuda contraída por la empresa.

En lo que respecta a la teoría *Static Tradeoff*, podemos concluir que la relación inversión – deuda tienen una relación positiva, toda vez que se decida invertir en activos fijos, esta decisión de inversión contribuirá al incremento de activos tangibles que posea la empresa, lo cual se verá reflejado en el servicio a la deuda.

Para el caso de la Estructura de Capital, la teoría PO establece una relación positiva entre la deuda contraída por la empresa y los cambios en el capital de trabajo, coincidiendo con lo postulado por la teoría Static Trade – Off. Estas últimas afirmaciones se explican al analizar que cuando las empresas adquieren deudas a largo plazo, y como consecuencia consiguen liquidez, tienen la posibilidad de invertir ese efectivo en capital de trabajo, a medida que es utilizado para lo que fue adquirido inicialmente. Frank y Goyal (2002)

Otras definiciones enmarcadas dentro del plano contextual, del tema de investigación tenemos:

2.5 Finanzas

Área de actividad económica en la cual el dinero es la base de las diversas realizaciones, sean estas inversiones en bolsa, en inmuebles, empresas industriales, en construcción, desarrollo agrario, etc., y área de la economía en la que se estudia el funcionamiento de los mercados de capitales y la oferta y precio de los activos financieros. (Andrade)

2.6 Teoría de la Utilidad Esperada

La teoría de la utilidad esperada es un modelo de elección racional donde los individuos toman decisiones con incertidumbre (resultados inciertos). Cada resultado posible puede cuantificarse en términos de útiles, y representarse a través de la función de utilidad. La elección preferida, según la teoría, será aquella cuya utilidad esperada sea la más alta; es decir, aquella utilidad que, estando ponderada por su probabilidad, sigue siendo mayor que el resto. (Bernoulli)

2.7 Filosofía Empresarial

Conjunto de ciertos elementos que nos van a permitir la identificación de la empresa con lo que es y lo que quiere lograr que, a su vez, permita desarrollar un núcleo de trabajo organizacional que identifica a todas las partes integrantes de la organización. (Fleitman)

2.8 Política Empresarial

Las Políticas Empresariales son concebidas como planteamientos genéricos que permiten guiar los pensamientos y las acciones de un individuo al momento de tomar decisiones al interior de una organización.

2.9 Empresa Familiar

Organización comercial o corporativa cuyas decisiones están controladas o influenciadas por un grupo familiar, cuyas sucesivas generaciones suelen dedicarse a la empresa. De esa manera, entre las expectativas y visión estratégica de este tipo de organizaciones está que los sucesores lleven las riendas, dándole continuidad a la organización. (Raffino 2014)

Hablar de empresas familiares en el Perú es hablar del sistema de económico de libre mercado. Este tipo de empresas son las principales fuentes generadores de la mayor cantidad de empleos en la ciudad de Lima y constituyen un elemento – unidad económica – importante. (Gallego, I. 2012).

Sobre el tema PYME se ha escrito mucho y ha sido el interés de muchos autores como Casillas, Díaz & Vásquez (2005), y es por ello que existe una infinidad de definiciones al respecto. Es por ello que resulta importante definir con claridad que

son las empresas familiares y cuáles son sus principales características. La siguiente tabla resume estas definiciones por autor y expone los principales rasgos por tipo de empresa.

Autor	Definitiva
Leach (1993)	La empresa familiar es aquella que está influenciada por una familia o por un vínculo familiar. En este caso la familia como organización puede controlar las operaciones de la empresa porque posee más del 50% de las acciones o porque algunos miembros de la familia ocupan cargos importantes en la gerencia
Serna & Suarez (2005)	Las empresas familiares con organizaciones económicas (consideradas independientemente de su persona jurídica), donde su propiedad, control y dirección está a cargo de un determinado núcleo familiar que tiene por finalidad transmitirla a otras generaciones.
Donnelley (1974)	Una empresa es familiar cuando ha estado bajo el manejo de al menos dos generaciones de una familia, y cuando este vínculo ha tenido una influencia familiar en la administración de la compañía, sobre los intereses y objetivos de la familia.
Churchill (1986)	Definimos a la empresa familiar donde ha algún miembro de la familia que va ha asumir el control del negocio de manos de un antecesor miembro de la familia.
Smyrnios (2002)	Para considerar si una empresa es familiar o no, se debe considerar en que medida y en que manera la familia influye en ella. Por consiguiente, existen tres dimensiones que influyen en las decisiones familiares: el poder, la existencia y la cultura.
Poza (2005)	Las características siguientes definen la esencia de lo que distingue a las empresas familiares: 1) la presencia de la familia; 2) el sueño del propietario de mantener el negocio en la familia (objetivo de continuidad); 3) la conciencia de familia, dirección y propiedad, y 4) la ventaja competitiva derivada de la interacción de la familia, la dirección y la propiedad, sobre todo cuando la unidad familiar es sólida.
Gallo & García (1989)	Existen empresas cuya propiedad está en manos de una familia y en las que el poder del manejo está en los miembros de la familia, sin haber implantado de forma operativa una distinción entre propiedad y poder. Este tipo de empresas son calificadas como empresas familiares.

Tabla 01: Definición de empresas familiares

Fuente: Gómez, P., Huamaní, V., & Ángela, G. (2018)

Partiendo de esta clasificación, podemos identificar patrones que nos ayudan a comprender las características para las empresas familiares. Un primer y evidente rasgo es que estas han nacido en núcleos familiares muy cerrados, en donde sus miembros son quienes tienen la participación de la propiedad y accionariado mayoritario, el mismo que casi siempre es en su totalidad de los padres. Estos familiares son quienes ejercen el control total de las decisiones financieras y de inversión, y quienes deciden cual y cómo será la continuidad del negocio para las próximas generaciones o si en su defecto se realizará la venta del negocio a terceros ajenos a la familia y al negocio. (Barroso, Sanguino & Bañegil, 2013)

Para Taypes (2015) el saber reconocerse como empresa es fundamental para los propietarios ya que les permite saber qué tipo de negocio dejarán a futuras generaciones y esto requiere que estas empresas puedan definir sus propios objetivos empresariales, misión y visión con lo cual podrán conseguir la sostenibilidad del negocio.

Existe la clasificación de Domínguez (2016) que identifica cuatro tipos de empresas familiares que se basan en las relaciones y el tipo de dedicación que se dan los miembros de la familia a la empresa.

- **Empresa de Trabajo Familiar**

En este tipo de empresa, los integrantes de la familia pueden desempeñarse en cualquier labor o puesto en la organización siempre que cuente con las capacidades y que el puesto exista. Este puesto puede ir desde practicante, jefes de área, gerentes, supervisores, encargados, etc.

- **Empresa de Dirección Familiar**

Aquí los integrantes de las familias ocupan altos cargos, asociados a direcciones estratégicas y de gobierno de empresa. Estos cargos van desde jefaturas hasta gerencias generales y/o conformación del directorio y de gobierno.

- **Empresa de Gobierno Familiar**

En esta figura, los integrantes de la familia solo conforman el directorio y del consejo de familia. Aquí la dirección de la empresa es llevada por un profesional capacitado externo y ajeno al núcleo familiar y los miembros de la familia solo puede dirigir desde el directorio.

- **Empresa Familiar de Inversiones**

Aquí los miembros de la familia ya no forman parte del directorio. Ellos nombran un representante para que participe de las sesiones y posteriormente informen de las decisiones y/o acuerdos que se tomen. Los representantes de la empresa invierten su tiempo evaluando nuevas inversiones, oportunidades de negocio y emprendimiento para beneficio del Grupo Familiar.

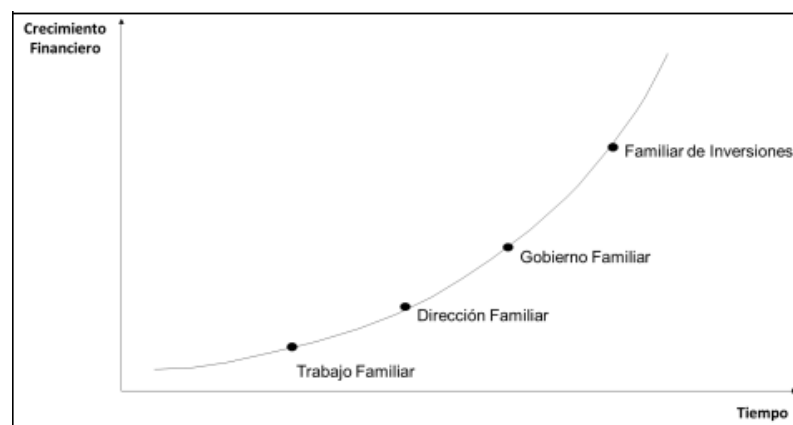


Figura 02: Evolución de empresas familiares basada en la clasificación de Domínguez (2016).
Fuente: Elaboración Propia

Tapyes (2015) también indica que estas definiciones más allá de ser netamente teóricas, también asegura que las empresas familiares suelen migrar de un tipo a otro dado que están evolucionan de acuerdo a su crecimiento financiero. Lo que haría que estas cumplan con un ciclo evolutivo propio de este tipo de negocios, el cual parte como empresas que nacen como negocios que desarrollan un esfuerzo familiar, para luego avanzar hacia las empresas de dirección familiar, y convertirse posteriormente en compañías de gobierno familiar para luego terminar el ciclo con empresas de inversión familiar. Llegado este punto, las empresas pueden “estallar” y convertirse nuevamente en pequeños negocios familiares – emprendimientos nuevos por lo general – o convertirse en una empresa consolidada.

2.10 Propiedad, Empresa y Familia

En su artículo publicado en Gestión (2018), Pablo Domínguez, explica que el objeto el titular sobre la empresa son las acciones y todo tipo de bien que se haya adquirido, constituyen para el patrimonio de la empresa. Esto en las empresas familiares se da con mayor intensidad ya que el fin supremo y este tipo de empresas es el crecimiento patrimonial y no el desarrollo del capital humano o intelectual, con o cual el capital económico se ve directamente afectado al no restringirse este tipo de desarrollo (humano e Intelectual), ya que son los familiares quienes directamente toman las decisiones financieras y de inversión que son claves para el crecimiento y futuro de la empresa. (IESE Business School 2009)

Un concepto que nace en el año 1992 es el de Tagiuri, R. & Davis, J. quien introduce en el estudio de las empresas familiares el modelo de los tres círculos al campo de la investigación de las empresas familiares el Modelo: Trinidad de Empresa, Familia y Propiedad.

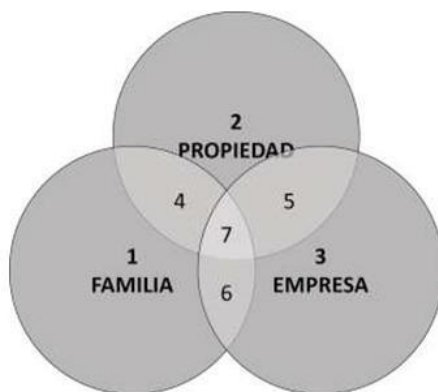


Figura 03: Modelo de los Tres Círculos, por Tanguiri & Davis, 1982

Este modelo expone que existen tres grupos interdependientes como son; la familia, el negocio y la propiedad. Esta trinidad da como resultado intercepto, tres dependencias superpuestas adicionales, con lo que se forman 7 grupos de interés, cada uno con sus propias necesidad, objetivos y perspectivas que los hacen competitivos mutuamente. El éxito de la empresa depende del logro de los objetivos de cada uno de estos grupos. (Tagiuri & Davis, 1992)

Los negocios de núcleos familiares han sido estudiados por muchos años y los investigadores han tratado de identificar patrones que les permita entender su comportamiento y definir modelos que ayude a entender este tipo de negocio, su composición y estructura idónea, incluso el tipo de gestión que desarrollan, pero hasta el día de hoy no se ha podido definir un modelo que defina con claridad como interactúan estos tres elementos. En este contexto es que el modelo de los tres círculos de Tagiuri & Davis (1982) es quizá uno de los más

conocidos y simples de entender por la manera como se analizan los 3 elementos que conforman su trinidad y la resultante de todas sus intersecciones.

Estas intersecciones no son otra cosa que las relaciones que nacen entre estos tres componentes que conforman una empresa familiar donde cada uno de los círculos son elementos que presentan características propias y únicas. (Moore, 2009; Corona, 2011)

- 1) **Familia:** Son los miembros de la familia que no tienen participación en la empresa.
- 2) **Propiedad:** Personas con acciones. No son familia y no trabajan al interior de la empresa.
- 3) **Empresa:** Son los empleados. Trabajan en la empresa. No son miembros de la familia y no poseen acciones.
- 4) **Familia y Propiedad:** Son integrantes del círculo familiar que poseen acciones pero que no trabajan en la empresa.
- 5) **Propiedad y Empresa:** Estas personas no son miembros de la familia, pero poseen un cargo al interior de la empresa y cuentan con acciones.
- 6) **Empresa y Familia:** Personas que no cuentan con acciones, pero son familiares que ocupan algún puesto al interior de la empresa.

7) Gobierno y desarrollo del patrimonio: Este intercepto está basado en las capacidades familiares que tenga la empresa y en sus valores organizacionales. El modelo propone que con el transcurrir del tiempo, y traspaso del negocio de generación en generación, este intercepto debe ser capaz de alcanzar los objetivos institucionales, mejorando de manera continua sus procesos, así como la calidad del capital humano, intelectual y económico.

El desafío que enfrentan los negocios familiares no está en seguir mejorando o evolucionando la empresa para entregar un negocio familiar mejorado a la próxima generación; sino que el fin debe ser ejercer un rol de propiedad y gobierno adecuado a su patrimonio. (IESE Business School 2009)

Como lo indica el Índice Global de Empresas Familiares EY (2017) las empresas familiares representan dos tercios del total de empresas en el mundo, lo cual aporta entre el 50% al 80% del empleo mundial en muchos países. Solo en la Unión Europea existen alrededor de 19 millones de empresas de origen familiar que generan un promedio de 220 millones de puesto de trabajo entre profesionales, no profesionales, expertos y avanzados. Italia es uno de los países que generan mayores oportunidades laborales gracias a las empresas de núcleos familiares, seguido por Francia que posee 28 grandes empresas en el ranking de las 500 empresas familiares más grandes de planeta.

En el caso de América, el ranking lo encabeza Estados Unidos donde el 80% de sus empresas en el mercado son familiares de América y generan más del 50% de puestos de trabajo del sector privado. EY (2015).

Para el caso de Perú, son aproximadamente más de 660 mil empresas familiares. Estas representan más del 80% del total de empresas peruanas. Jaramillo (2014)

Es importante aclarar que a diferencia de las empresas familiares en el resto del mundo. Otro punto importante de resaltar es el proceso de sucesión. En el Perú, son un poco más del 30% las empresas que han podido pasar a la segunda etapa del ciclo evolutivo de las empresas y tan solo el 15% pasan a la siguiente fase.

CAPITULO III MARCO REFERENCIAL

3.1 El Perú frente al mundo

El Perú posee una ubicación geográfica estratégicamente privilegiada ya que se localiza en medio de América del Sur. Cuenta con 45 puertos marítimos distribuidos a lo largo de los 3080 km de costa; Paita, Callao y Matarani son hoy los más importantes. Adicional a ello posee 11 puertos fluviales y 6 lacustres ubicados en otra de nuestras fortalezas como nación, ser el pulmón del mundo: El Amazonas.

Uno de los problemas que más afectan a la actividad comercial económica del Perú, es la falta de conectividad. La falta de carreteras representa el 20% de la brecha total de infraestructura en el país. A este problema, la disminución de la calidad de las actuales carreteras en el periodo comprendido entre el 2015 al 2018, con lo que pasamos del puesto número 92 al 111 en este rubro. (Comex Perú 2019)²

Otra de las fortalezas comerciales que nuestro país ha sabido aprovechar es la estabilidad de la política monetario y fiscal, contar con una población joven, pero, sobre todo, el tener aliados estratégicos que se evidencian gracias a los más de 7 tratados de libre comercio dentro de los que destacan los TLC con China, Singapur, Estados Unidos, Chile, Canadá, Corea del Sur y bloques económicos como Alianza del Pacífico, MERCOSUR entre otros.

² Índice de Competitividad Global 2015-2016. Foro Económico Mundial

Pero quizá la fortaleza más grande de Perú como país, es las ganas de salir adelante, reflejo de una cultura milenaria, un pasado histórico, riquezas intangibles, un entorno pluri cultural, la gastronomía que ha sabido posicionarse en las vitrinas más exclusivas del mundo, compitiendo incluso con gastronomías como la francesa, italiana, española y oriental. Todos estas estas razones han convertido al Perú en el centro de atención de muchas economías e inversionistas de diferentes nacionalidades.

En cuanto a las debilidades analizadas, casi todas derivan o son consecuencia del aspecto socio – cultural. Debilidades sobre todo en lo institucional, donde se puede encontrar una partidocracia que no consigue una madurez, deficiencias en el sistema de administración pública, sistema jurídico deficiente, deficiencias en el respeto por la propiedad, política polarizada que no solo involucra a la clase política como tal, sino a la ciudadanía en general.

La informalidad es otro de los aspectos visiblemente negativos del Perú y de los peruanos casi en su totalidad, esto empeora aun cuando se analiza la baja productividad de la industria y deficiencia en sus procesos de negocio. Las regulaciones anacrónicas desde la perspectiva económica hacen que las desventajas y debilidades que afrontamos como nación hagan que las decisiones en las pequeñas y medianas empresas sean ineficientes.

Los últimos dos años, debido a la inmigración de ciudadanos colombianos, ecuatorianos y principalmente de venezolanos, se ha agudizado la ineficiencia, inoperatividad y dotación en los sistemas de transporte público, salud y educación lo cual ha empeorado

los últimos meses del 2019 llegando a colapsar producto de la limitación de las capacidades.

Las oportunidades están en dos frentes: el avance de ciertos sectores ligados a nuestras materias primas y a nuestra diversidad, así como también el desarrollo de nuevos sectores económicos locales con mucho potencial (forestal y acuícola, por ejemplo). El peruano puede ser muy competitivo; ahí está el caso de la corporación AGP, que atiende las demandas de una empresa de altísima tecnología como TESLA.

Las amenazas más visibles están, en dos frentes: por un lado, la divergencia creciente entre las economías desarrolladas y en vías de desarrollo; por otro lado, las diferencias geopolíticas en la región.

3.2 La Región Lima Metropolitana

En un entorno productivo, la región Metropolitana de Lima es un contexto bastante particular con relación a empresas familiares que conforman el circuito productivo. Este es un sector altamente competitivo, ya que precisamente muchos emprendimientos familiares en la pequeña y mediana empresa, han apostado por invertir en tecnología y mejora de procesos, pero, al ser un sector tan competitivo, esto no constituye la solución.

En esta investigación hemos podido comprobar como este tipo de negocios han apostado por la tecnología, el mejoramiento de sus instalaciones, adquisiciones de equipos y mejoras sustanciales en sus procesos productivos y/o de comercialización, con miras a la búsqueda de la competitividad, sostenibilidad y productividad organizativa.

Los negocios familiares en Lima, al igual que las grandes empresas, han experimentado un cambio en su filosofía de *"hacer empresa"*. Esta nueva conceptualización basada en la generación de valor considera a la persona como eje concéntrico y principal recurso y activo más valioso en las organizaciones.

Bajo este marco referencial, podemos mencionar lo publicado por el diario Gestión en el 2018, que precisa que en Lima Metropolitana son más de 400 mil empresas familiares las que representan el 67% del PBI nacional. Esta información es corroborada por Andrea Custodio, economista y columnista de la revista financiera Semana Económica³, quien sostiene que este crecimiento de las pequeñas y medianas empresas tiene un impacto directo en el crecimiento de nuestro actual PBI, lo cual ha ocasionado que la clase media se vea favorecida con el crecimiento del patrimonio de los peruanos que conforman este sector económico. Según el reporte de esta revista de marzo del 2017, el crecimiento del patrimonio de empresas familiares ha llegado a contabilizarse en espaldas patrimoniales de más de siete millones de dólares. (semana económica 2017)

Se ha podido observar que el incremento patrimonial de estas empresas, se puede explicar al analizar las decisiones financieras que toman los empresarios que dirigen este tipo de negocios que, como manifiesta Callo, (2008), una de las características de las finanzas conductuales que hacen que este tipo de negocio crezca, es que este tipo de empresarios presentan un alto compromiso y dedicación con su propia organización, ya que, al ser núcleos familiares, el compromiso es mayor que en los negocios dependientes o ajenos. Lo mismo sucede con los colaboradores que experimentan ser parte del núcleo

³ semanaeconomica.com, portal de la revista Semana Económica. Perú Económico S.A es miembro del Consejo de la Prensa Peruana.

familiar asignándoles autonomía y responsabilidades hacia la empresa. Estos colaboradores presentan conductas más entusiastas y se sienten parte del equipo de trabajo, sintiéndose parte del negocio lo que se traduce como una ventaja competitiva frente a otro tipo de negocios. (Navarro, K., 2008).

Un estudio realizado en el Perú por la revista americana *The Family Business Survey*⁴ (2016), revela que las empresas familiares desarrollan el éxito debido a que sus decisiones financieras están estrechamente relacionadas a un aspecto emocional vinculado a la cultura e ideológico existente en este tipo de empresas. El informe analiza que estas decisiones se basan en aspectos organizativos como la cultura organizacional, valores y la propia definición de éxito que tienen sus propietarios. Estas decisiones van más allá de la búsqueda de riquezas; se trata de un enfoque completamente diferenciador o convencional si lo comparamos con empresas no familiares.

En este contexto es en el que se desarrollan y coexisten la mayoría de empresas familiares en la ciudad de Lima, pese a que estas características se evidenciasen en casi todas las empresas de núcleos familiares en el resto del Perú, la presente investigación se centra solo en el estudio de Lima.

Para Chua, J., Chrisman, J. & Steier, LI., (2003) las empresas familiares alcanzan la sostenibilidad cuando logran el equilibrio entre el negocio familiar y la empresa propiamente dicha. Esto hace que las personas que estén al frente de las decisiones de financiamiento del negocio, tomen decisiones más rápidas y efectivas.

⁴ PricewaterhouseCooper

Por su parte Valdez (2014) manifiesta que las decisiones financieras en empresas de núcleos familiares toman en cuenta un aspecto muy importante como es la gestión del conocimiento, la misma que refiere que las personas que están al frente de negocios, auto aprenden y descubren el conocimiento en base a la experimentación, lo que les permite realizar aportes significativos en la creación de valor, no solo para el negocio, sino que lo hacen para las familia dueña del negocio en sí, y esto es lo que les permite alcanzar la sostenibilidad de sus negocios. (Navarro, K. 2008)

En este contexto, el auto aprendizaje, es un aspecto no menos importante de analizar. De aquí se desprende la creación de nuevo conocimiento que logran desarrollar quienes toman decisiones de financiamiento o inversión. Este conocimiento nace en la persona, quien debe transformarlo en información útil y valiosa para su y todo su entorno. Por ello, la transmisión del conocimiento individual pueda llegar a constituir una actividad de vital importancia en la organización. Frías, N. & Rodríguez, R. (2012) citan a Nonaka, I. (1991)

Pero por su parte, Barroso, M. (2013) menciona que la generación de conocimiento no significa necesariamente ser competitivo, ya que, lo que se necesita es desarrollar habilidades de gestión de conocimiento y de la información. Por eso afirma que el problema más grave que deben afrontar las empresas familiares es “como transferir ese conocimiento” clasificándolo como el tercer problema más complejo que deben afrontar los negocios familiares, al tratarse de “*como*” transferir el *know how* del negocio a colaboradores de confianza, y tener la seguridad que estas personas puedan tomar decisiones racionales, pese a que el origen de estas decisiones pudieron haber sido emocionales, toda vez que esta transferencia de conocimiento se refleja en la

transferencia de confianza y/o sucesión de gerencias o responsabilidades a personas del entorno familiar y colaboradores de confianza. (Barroso, M., 2013)

Como consecuencia de lo antes descrito, las empresas familiares deben enfrentar diferentes decisiones y problemas relacionados con la dirección y administración del negocio. Estos problemas están referidos a la continuidad y evaluación del negocio frente a la decisión familiar. Ramírez. (2009) En este último punto, la continuidad de un negocio familiar, parecer ser el problema más delicado en este tipo de negocios, siendo el proceso de sucesión la variable que se ha podido identificar como la que origina el conflicto más grande como fue publicado en el estudio desarrollado por Family Business Survey 2016⁵, quien afirma que solo el 55% de los negocios familiares poseen un plan de aseguramiento de la continuidad y/o sucesión del negocio, pero al mismo tiempo llama la atención que solo 1 de cada 4 empresas admitió que este plan se encuentre considerado como un activo de la organización y que se encuentre documentado y menos aún que los integrantes de la empresa – y del círculo familiar – tengan conocimiento de la estrategia de continuidad.

El estudio también dejó en evidencia que solo el 59% de las empresas estudiadas consideran en sus planes de continuidad, transferir el derecho de propiedad de la empresa a terceros y no el manejo del negocio a la siguiente generación.

En la mayoría de los casos, los empresarios han sabido constituir y desarrollar su negocio en base a la intuición, sin preparación profesional ni una planificación adecuada lo cual ha evidenciado que las decisiones de inversión pasan más por un tema emocional más

⁵ Pwc. Empresas familiares 2016

que racional, de cara a un deseo de afrontar (y desafiar) el riesgo, y donde se puede observar que la experiencia los creadores de las empresas de este tipo no encontraron o no supieron encontrar a quienes vayan a continuar con el negocio. Esto nos lleva a pensar que, para algunos empresarios de negocios familiares, la transferencia para ellos resulta muy complicada gestionarla, y más aún, transferirla, considerando que es conocimiento adquirido en base a la experiencia.

Otro aspecto que es importante analizar es la sucesión de responsabilidades de los representantes del negocio. En un estudio realizado por el CENDEF (Centro de Desarrollo de la Empresa Familiar), en el 2017, se identificó que los propietarios de estos negocios, buscan formar a las nuevas “*cabezas sucesoras*” de la empresa desde muy temprana edad, asignándoles responsabilidades y alguna funciones elementales, las mismas que van adquiriendo complejidad de manera progresiva y a medida que estos familiares (por lo general hijos) desarrollan destrezas para posteriormente ser incorporados como gerentes y accionistas y de esta forma asegurar al propietario y fundador del negocio y a todos los que depende de él. El estudio también evidenció que el 58% de estos nuevos accionistas – propietarios no expresan deseo de vender la empresa, por el contrario, lo que buscan es la continuidad del negocio.

En la investigación liderada por Miguel Puga, socio en la PwC, explica que la mayoría de los propietarios de estas empresas pueden considerar inclusive la posibilidad de la sucesión del negocio, pero nunca su manejo, el cual sigue siendo de los dueños. El mismo estudio revela que esto se puede explicar por la profesionalización que los propietarios buscan en personas que puedan asumir nuevos desafíos y de alguna

manera con esto evitar conflicto familiares y posibles riesgos en las operaciones del negocio, siempre que estén a cargo de profesionales capacitados.

Otro de los aspectos resaltantes de los negocios familiares es el que está asociado al horizonte de inversión o a la apertura de capital de parte de los fundadores, como por ejemplo a realizar inversiones en bolsas, adquisiciones de instrumentos financieros o decisiones de compartir el capital con terceros. No sucede lo mismo con los nuevos sucesores que deciden buscar socios estratégicos o socios capitalistas que les permitan virar hacia otros sectores o nuevos mercados e incluso desarrollar nuevas líneas de negocio o innovar con nuevos productos o servicios en los que nunca los propietarios iniciales se arriesgaron en incursión por temor al fracaso. (Gestión, 2017)

Todo esto nos permite tener un marco referencial contundente para analizar como la gestión del conocimiento puede determinar la competitividad y a continuidad de los negocios familiares cuando estos atraviesan la etapa de madurez, considerando que si no lo hacen en ese momento, la fase que continua en el ciclo de vida del negocio es el declive lo que significaría salir de un mercado tan dinámico como el de Lima Metropolitana, es por ello que en base a este análisis es que se plantea la pregunta de investigación del presente estudio *¿Cómo es la relación de las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento en empresas familiares en la ciudad de Lima?*, considerando precisamente que estas decisiones son las que podrían afectar la continuidad del negocio e incluso la competitividad de las mismas durante la etapa de madurez.

Como respuesta a esta pregunta es que se propone la hipótesis general que atiende de manera contundente a esta pregunta afirmando que la relación de las finanzas

conductuales con las decisiones de financiamiento en las empresas familiares en Lima Metropolitana es significativa quedando definido de manera clara el objetivo general el mismo que busca determinar cómo es la relación que existe entre las financieras conductuales con las decisiones de financiamiento en estas empresas familiares.

Este objetivo general se apoya en el cumplimiento de dos grandes objetivos específicos. Por un lado, el determinar cuál el factor conductual más determinante en la toma de decisiones financieras en empresas familiares en la ciudad de Lima y por otro está el determinar cómo sería la estructura de financiamiento en este tipo de empresas.

CAPITULO IV

RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

4.1 HIPÓTESIS

4.1.1 Hipótesis General

- H₀: La relación de las finanzas conductuales con las decisiones de financiamiento en las empresas familiares en la ciudad de Lima es significativa.
- H₁: La relación de las finanzas conductuales con las decisiones de financiamiento en las empresas familiares en la ciudad de Lima no es significativa.

4.1.2 Hipótesis Específicas

- H₀: El exceso de confianza es el factor más determinante para la toma de decisiones financieras en las empresas familiares en la ciudad de Lima.
- H₁: El exceso de confianza no es el factor más determinante para la toma de decisiones financieras en las empresas familiares en la ciudad de Lima.

- H₀: La estructura de financiamiento que prefieren los propietarios de las empresas familiares en la ciudad de Lima es aquella que privilegia el recurso interno como más relevante.
- H₁: La estructura de financiamiento que privilegia el recurso interno como más relevante, no es la que prefieren los propietarios de las empresas familiares en la ciudad de Lima

4.2 TIPO DE INVESTIGACIÓN

4.2.1 Tipo de Investigación

La presente es de tipo aplicada ya que acudió a conceptos y definiciones teóricas, así como a modelos que permitieron absolver las hipótesis planteadas. El enfoque es mixto por que requirió tanto de datos cualitativos como cuantitativos para satisfacer los objetivos de investigación.

Es de tipo descriptivo por que expone la información sin alterar los aportes hecho por el investigador y de tipo relacional por que busca la relación entre las dos variables definidas en el título del presente informe.

4.2.2 Diseño de Investigación

La investigación es de tipo no experimental porque no se manipuló de manera deliberada las variables que se estudiaron, siendo de corte transeccional porque se analizó información en el año declarado en el título de la investigación.

4.2.3 Ámbito y tiempo social de la investigación

Región de Lima metropolitana, 2019

4.2.4 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN

4.2.4.1 Procedimientos

Se diseñó un cuestionario y se aplicó a manera de encuestas a los empresarios de la región de Lima Metropolitana que posean información de interés para la investigación y que permitió medir las variables de estudio.

Los datos recabados fueron procesados utilizando el software estadístico SPSS (V.21.0) donde se comprobó la validez de la información y si esta satisfacía las hipótesis propuestas y los objetivos de investigación.

4.2.4.2 Técnicas

Como técnicas de levantamiento de información se utilizó la encuesta y así recolectar los datos.

4.2.4.3 Instrumentos

El instrumento para el levantamiento de información fue el cuestionario estructurado.

4.2.5 POBLACIÓN Y MUESTRA

4.2.5.1 Unidad de Estudio

La unidad de estudio está determinada por las empresas familiares con personería jurídica y con planillas de más de 10 trabajadores en la región de Lima Metropolitana.

4.2.5.2 Población

La población está determinada por las empresas familiares con personas jurídicas y que cuenten con más de 10 trabajadores en planilla.

4.2.5.3 Muestra

Dada la gran informalidad y la evasión tributaria existente en el Perú, sumado a la desconfianza de parte de los empresarios poder acceder a la información de sus

empresas, es que se decidió que el estudio sea no probabilístico y aplicar un muestreo por conveniencia.

4.2.6 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

4.2.6.1 Técnicas de recolección de datos

Se aplicará como técnica de recolección la encuesta que se aplicará a empresas de núcleos familiares con el fin de entender cómo se toman las decisiones financieras para el negocio.

4.2.6.2 Instrumentos para la recolección de datos

Se aplicará el cuestionario estructurado. El marco de referencia para el diseño del cuestionario fue el modelo de Khanemann & Twersky, considerando la *“Pecking Order Theory”*

4.2.6.3 Técnicas para el análisis de datos

Se utilizarán tablas estadísticas para representar a manera de frecuencia las opiniones de los empresarios entrevistados. Los resultados serán presentados también a través de gráficos estadísticos. Finalmente se hará uso de análisis factorial para determinar cómo se dan las decisiones financieras en empresas familiares.

4.3 RESULTADOS OBTENIDOS

4.3.1 Sobre revisión documentaria, estudios análogos y antecedentes

Para entender la relación existente entre las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares, se tuvo primero que – y en cumplimiento con los objetivos específicos de investigación – identificar

los factores conductuales más representativos para este tipo de empresas y posteriormente entender como es la estructura de financiamiento que poseen (segundo objetivo específico)

Según el reporte “Perú Estructurado, 2018”⁶, elaborado por la Dirección Central de Empresas y Establecimientos (DICEMES) del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), en ese año, existían dos millones trescientos noventa y tres mil treinta y tres empresas solo en la región Lima Metropolitana. Esta información fue construida en base a los registros al contribuyente de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) y cruzado con el estudio realizado por el INEI durante el 2018. Este reporte presentado por la DICEMES incluye tanto a personas naturales con negocio como personas jurídicas que desarrollan actividades productivas en el país (el estudio excluyó a las personas naturales sin negocio)

Para la presente investigación se realizaron entrevistas con propietarios de diferentes empresas, con el objetivo de realizar un análisis de la estructura financiera de estas, comprender la composición de accionariado, de activos, obligaciones con terceros y conocer a detalle la manera como realizan las operaciones financieras – principalmente. Como resultado de estas entrevistas, pudimos determinar los principales rasgos de los negocios familiares, independientemente del tamaño analizado, la característica siempre fue una constante: negocio familiar.

⁶ Perú Estructurado 2018. Instituto Nacional de Estadística e Informática

4.3.2 Resultados de estas entrevistas

Se entrevistó un total de 15 empresarios propietarios o familiares de empresas familiares en la región de Lima metropolitana. En síntesis, la mayoría (por no decir todas) de las acciones son de propiedad de la familia, hijos, padres, esposas, nietos y dependencia directa únicamente. Solo los miembros de la familia forman parte de las decisiones financieras de la empresa y si es un accionariado compartido, por lo menos uno de los integrantes de la familia lo hace. Lo mismo sucede con la dirección y gobierno de la empresa. Las decisiones de financiación son analizadas, discutidas y tomadas en reuniones familiares cotidianas como almuerzos, desayuno o cenas, donde se discute y aprovechan estos espacios para debatir el rumbo de la empresa, así como las estrategias de la misma. Una decisión que es constante está referida a la transferencia del negocio que es decidida entre los miembros de la familia y para los miembros de la familia. Esta transferencia involucra solo a los miembros de la familia y si todos ellos están de acuerdo se realiza la transferencia en caso contrario el camino es disolver la sociedad repartiendo las acciones entre los integrantes de la familia o – si todos están de acuerdo – vender toda la empresa a alguien ajeno al círculo familiar. Este análisis nos ha permitido identificar además de estas características algunas ventajas y desventajas de las empresas familiares que están estrechamente relacionadas a las decisiones de financiamiento que toman sus propietarios.

La principal ventaja que puede tener este tipo de estructuras organizacionales es que la seguridad y protección de los intereses del negocio es responsabilidad de los mismos integrantes de la familia, lo cual garantiza la protección de los activos y patrimonios de la empresa, toda vez que los integrantes de la familia lo que

buscan es fortalecer los valores, la misión, la visión y los canales de comunicación al interior de la organización. Todas estas cualidades lo que buscan es fortalecer la competitividad de la empresa.

Otra ventaja de aquellas empresas de núcleos familiares es el compromiso de sus trabajadores, que, al ser en su mayoría familiares, es mayor al compromiso que se evidencia en empresas de núcleos no familiares. La justificación de esto se puede explicar perfectamente con lo analizado en el párrafo anterior.

En las empresas familiares sus trabajadores experimentan pasión por su trabajo, un mayor compromiso y hacen de su trabajo su vida. Viven por la empresa y en la empresa. Dan todo de sí mismos por el crecimiento de la organización por que ha sido su sueño y se proyectar a convertirse intrínsecamente en una gran empresa y este sentir es transmitido inconscientemente a todos los integrantes de la familia y los colaboradores de la empresa, a quienes buscan hacerlo parte del sentir familiar.

Definitivamente este entusiasmo de la familia es transmitido al resto de colaboradores quienes en su mayoría casi siempre se involucran en los desafíos que se propone la empresa y esto hace que sientan que sus contribuciones tienen un fin común.

También se pudo entender que el conocimiento es otra de las grandes ventajas en empresas familiares. Estas desarrollan casi de manera inconsciente, su propio know – how con las estrategias de negocio que ellas mismas desarrollan muchas

veces sin saberlo y las retransmiten a los sucesores familiares para que cuando ellos deban hacer frente al negocio cuenten con las herramientas que les permitan poder administrar y dirigir bajo el mismo molde de sus antecesores.

También se pudo comprobar que las empresas familiares son mucho más ágiles y flexibles que las empresas consolidadas. Esto les permiten tomar decisiones mucho más rápidas – pero no siempre las mejores – y constituye una ventaja competitiva frente a otras empresas, incluso frente a empresas de mayor tamaño. La velocidad de respuesta les permite también adaptarse rápidamente a situaciones cambiantes poniendo a disposición de la organización todo tipo de recursos para poder responder en función al tiempo, dinero y disponibilidad de mano de obra.

Inicialmente, estas empresas nacen como un sueño. Como nos lo hizo saber el 92% de los entrevistados, ya que la diferencia han sido negocios transferidos o heredados. Pero de los propietarios entrevistados, manifestaron que sus empresas nacieron con una visión de futuro; con la idea de permanecer en el tiempo con planteamientos de negocio de largo plazo, siendo este uno de los objetivos más comunes en los negocios familiares: trascender en el tiempo y esto hace que definan objetivos a largo plazo y esto origina que desarrollen también planes estratégicos que les permita manejar eficazmente posibles imprevistos en el negocio.

Otra de las ventajas que se pudo identificar en este tipo de empresas, es que poseen una cultura estable identificada por que el personal clave de la mano con

el o los propietarios, siempre están comprometidos con el compromiso de la empresa y suelen estar en sus puestos de trabajo por muchos años. Pero si esta cultura se manifiesta como que muy marcada podría jugar en contra porque hace que los colaboradores y los dueños, adopte una posición excesivamente conservadora o cerrada al extremo que pierden el deseo por innovar porque se acostumbraron a la manera de hacer las cosas, porque siempre las hicieron así y así lo hicieron los antepasados, los abuelos, los padres y ahora los hijos lo hacen igual, lo cual crea un rechazo muy fuerte al cambio y nuevas innovaciones que podrían hacer que las cosas funcionen mejor.

Las empresas familiares toman decisiones financieras mucho más rápido que las empresas no familiares. Las empresas familiares son menos burócratas que las no familiares y las decisiones de financiamiento suelen ser más emocionales que racionales., ya que estas se toman por lo general en pleno de consulta face to face. Aquí, es la persona quien toma la decisión y no la compañía. Esta velocidad en las decisiones puede ser considerada una ventaja competitiva.

Se pudo observar también que, en los trabajadores de las empresas analizadas, sienten la confiabilidad de parte de la empresa y se sienten orgullosos de pertenecer de ellas, esto genera un compromiso innato en ellos y se proyecta hacia afuera como empresas sólidas y cohesionadas, pero más allá de eso, como empresas confiables para laborar.

Dentro de las desventajas podemos mencionar, contradictoriamente, la rigidez, vale decir la escasa flexibilidad que presentan algunas de algunas de ellas por

querer hacer las cosas de manera diferente. Esto se explicó párrafos arriba y se da por que se acostumbraron a trabajar así y como tomaban decisión de una manera desde su fundación, no existirá ningún tipo de método que no sea el de los antepasados. Esto en definitiva origina un rechazo y resistencia al cambio.

También podemos citar que las empresas familiares deben enfrentar tres grandes desafíos de desarrollo comercial. Primero, la gestión de innovación de sus prácticas comerciales convencionales sobre sus productos, servicios, estrategias de marketing renovadas, gestión de ventas y de cobranzas, etc.

En segundo lugar, la manera como administran la sucesión y la transición del negocio. El impacto que tiene este en las relaciones de la empresa. Y aquí es donde viene el tema de fondo que es la resistencia que puedan tener estas empresas al financiamiento externo, lo cual no es una especie de conservadurismo por endeudarse con terceros. Esto se puede explicar por el temor que siente a perder su negocio o parte de él o poner en riesgo su propio capital.

Pudimos observar en las entrevistas realizadas, que una de las mayores preocupaciones constantes en los propietarios está referida es la sucesión, ya que son conscientes que ello dependerá del éxito o fracaso futuro que puedan tener sus negocios. Se identificó como la mayor desventaja, los conflictos emocionales que se viven en el día a día, que en muchos casos nacen en casa y se trasladan al centro laboral. Esto da pie a que las decisiones de financiamiento se tomen en el lugar inadecuado, la casa, lugar donde se discuten temas laborales mezclándolos con los temas familiares, lo cual origina una distorsión de las

decisiones que posteriormente son trasladadas a decisiones de gerencia y transmitidas al resto de colaboradores.

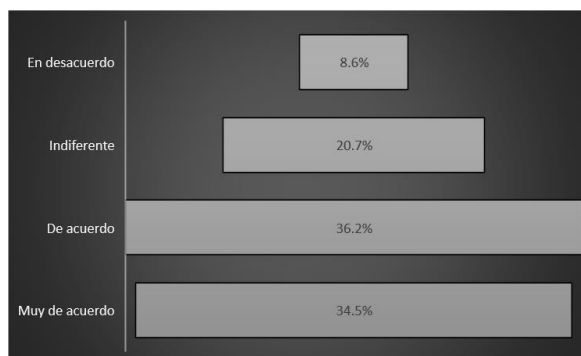
Pero otro plano identificado a la parte emocional y no racional y que impacta en las decisiones de financiación es que los empresarios familiares y personas con jefaturas cargos con responsabilidades de decisión, es que desconfían del resto de personas o trabajadores ajenos al entorno familiar. Cuando esto se junta con las disputas familiares que nacen en casa y que se explicaron líneas arriba, hace que la desconfianza por personas ajenas a la familia o algunas veces las disputas familiares ejerzan influencia en el manejo del negocio.

El factor liderazgo y legitimidad es la última desventaja que citaremos. Y es que hemos visto con mucha preocupación que los propietarios de las empresas familiares, rara vez son verederos líderes y más allá de serlos, son considerados como personas que infunde miedo o temor. Se ha podido apreciar que esta desventaja se presenta con mayor frecuencia desde la segunda a tercera generación, cuando el poder y la gestión se ha delegado a otros miembros de la familia.

4.4 Resultados Cuestionario: Finanzas Conductuales

Pregunta 01: En tiempos difíciles suelo esperar lo mejor

Gráfico 01: En tiempos difíciles suelo esperar lo mejor

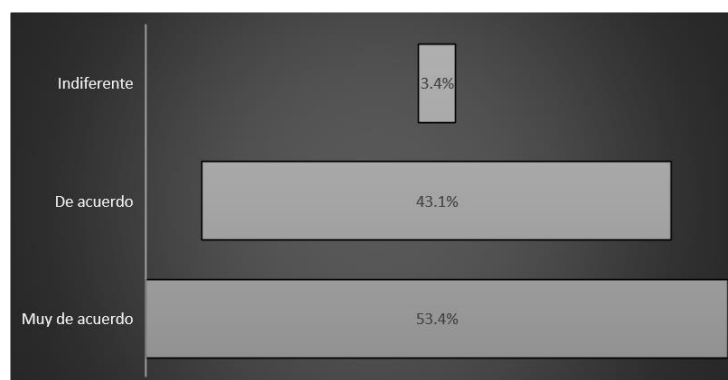


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: El 70% de los encuestados dijo que siempre espera cosas buenas en tiempos difíciles.

Pregunta 02: Me resulta fácil relajarme

Gráfico 02: Me resulta fácil relajarme

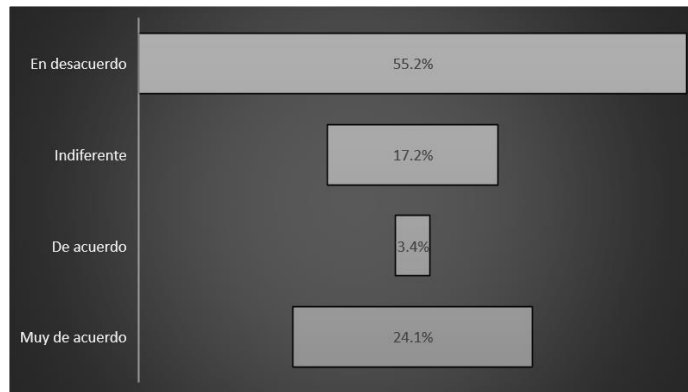


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: El 53% manifiesta que le es muy fácil relajarse y solo un 3 le cuesta poder estar relajado frente a situaciones complejas cuando están estresados.

Pregunta 03: Si algo malo me tiene que pasar estoy seguro que me pasará.

Gráfico 03: Si algo malo me tiene que pasar estoy seguro que me pasará.

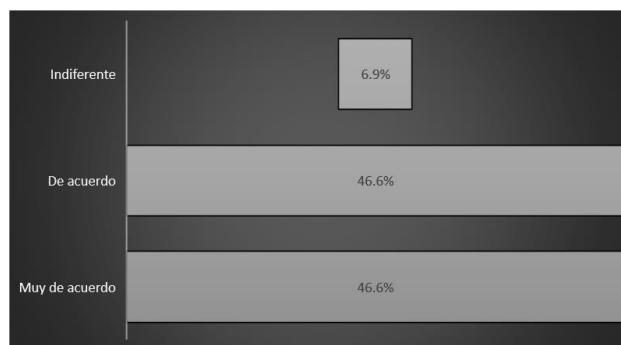


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Respecto a la siguiente afirmación: Si el entrevistado cree que si ocurre un evento adverso definitivamente le sucederá, entonces el 73% de las personas objetará la posible situación negativa en el futuro.

Pregunta 04: Siempre soy optimista respecto al futuro.

Gráfico 04: Siempre soy optimista respecto al futuro.

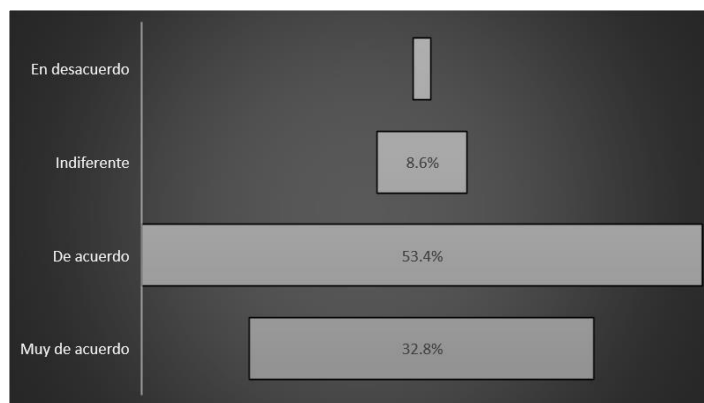


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Respecto a la afirmación, si el entrevistado es optimista sobre el futuro cercano, es algo que el 93% de las personas piensa que es bueno para él y su negocio.

Pregunta 05: Disfruto mucho de mis amistades

Gráfico 05: Disfruto mucho de mis amistades.

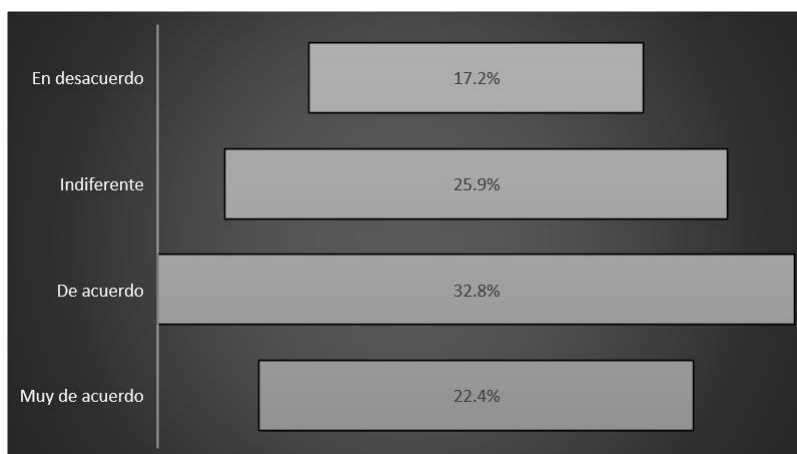


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Con respecto a si a los encuestados les gustan de sus amigos y otros entornos íntimos, el 86% de los encuestados dijo que si les gusta estar con amigos.

Pregunta 06: Es importante para mí mantenerme ocupado.

Gráfico 06: Es importante para mí mantenerme ocupado.

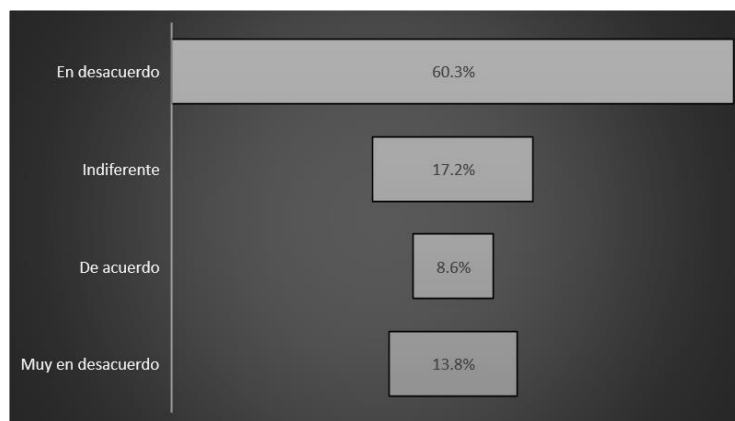


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: En cuanto a la afirmación del encuestado sobre si es importante mantener una serie de actividades para siempre, el 55% está totalmente de acuerdo con la afirmación

Pregunta 07: Rara vez espero que las cosas salgan como yo las planeo.

Gráfico 07: Rara vez espero que las cosas salgan como yo las planeo.

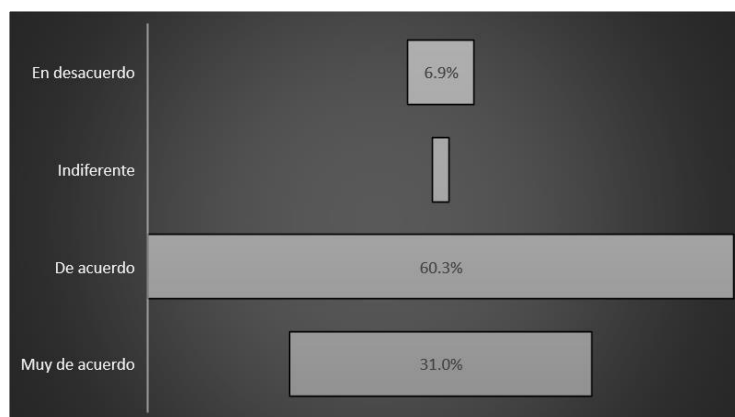


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Respecto a la afirmación de si el entrevistado piensa que las cosas siempre van según lo previsto, el 77% de los entrevistados piensa que se pueden llevar a cabo diversos problemas según sus predicciones

Pregunta 08: No me disgusto con facilidad.

Gráfico 08: No me disgusto con facilidad.

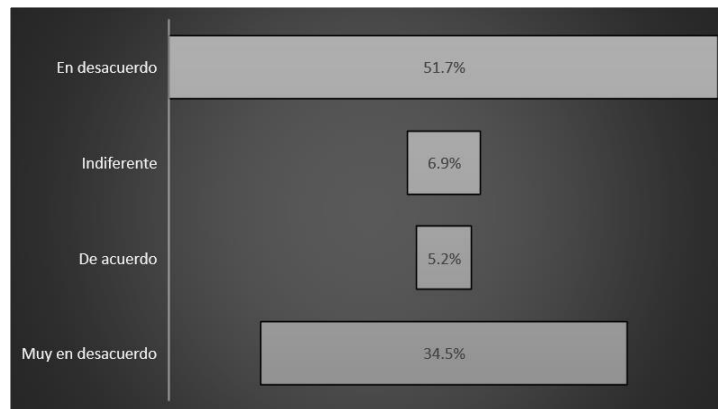


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Respecto a la opinión de si el entrevistado es fácil de enojar, el 91% de los entrevistados cree que la fase de enojo no es tan fácil, por lo que pueden mantener la calma bajo alta presión.

Pregunta 09: Rara vez me suceden cosas buenas.

Gráfico 09: Rara vez me suceden cosas buenas.

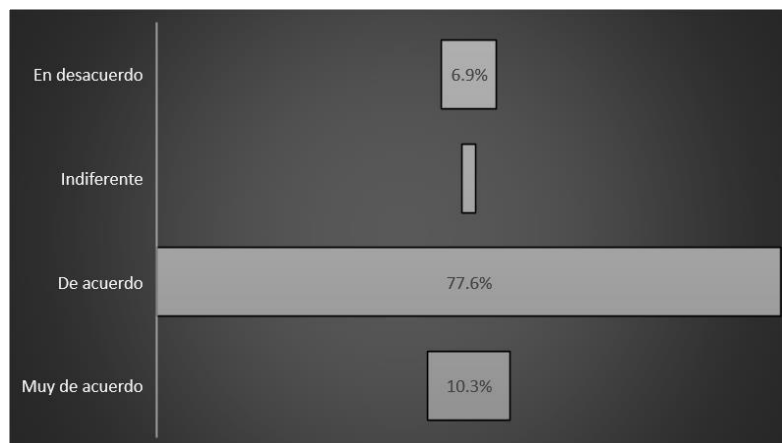


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Según la respuesta, el 51,7% de las personas no está de acuerdo, el 34,5% de las personas se opone firmemente a que les sucedan cosas malas. La mayoría de la gente piensa que, si les pasan cosas buenas, demuestra que son positivos sobre la vida y la situación de la empresa.

Pregunta 10: En general espero que me ocurran más cosas buenas que malas.

Gráfico 10: En general espero que me ocurran más cosas buenas que malas.

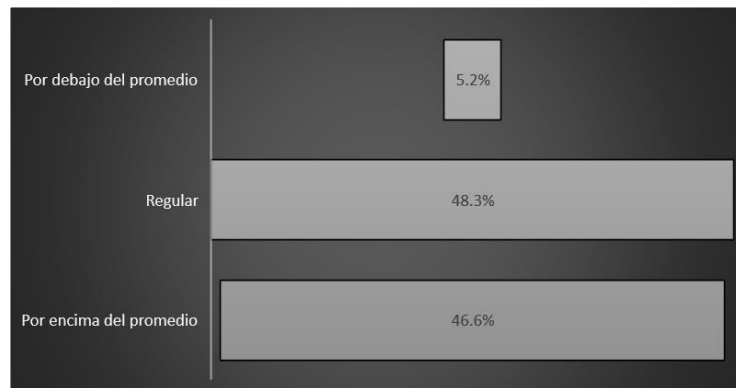


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Según los entrevistados, el 77,6% de los entrevistados está de acuerdo en que habrá más cosas buenas en ellos, y la mayoría de la gente espera tener cosas buenas en su vida personal y empresarial ahora y en el futuro.

Pregunta 11: ¿Cuán buen trabajador se considera en relación con el resto de sus compañeros?

Gráfico 11: ¿Cuán buen trabajador se considera en relación con el resto de sus compañeros?

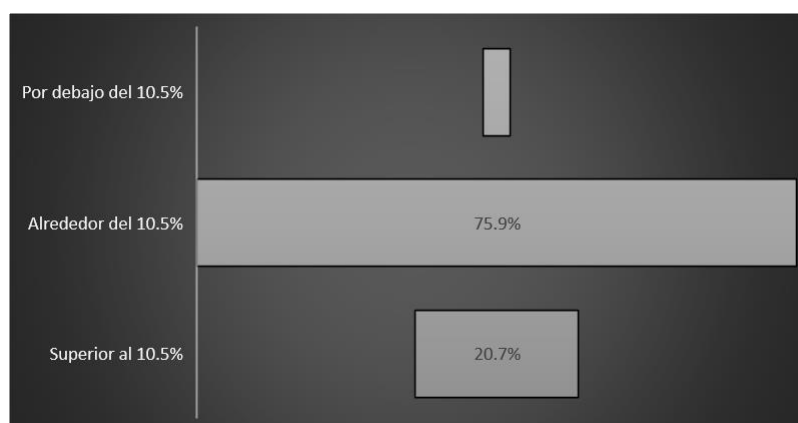


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Según las respuestas de los entrevistados, el 48,3% de las personas piensa que esto es normal, que es un 46,6% más alto que la media, lo que demuestra que tenemos un sentido de superioridad en cuanto a capacidad, inteligencia y destreza.

Pregunta 12: ¿Qué rentabilidad espera que su empresa genere este año?

Gráfico 12: ¿Qué rentabilidad espera que su empresa genere este año?

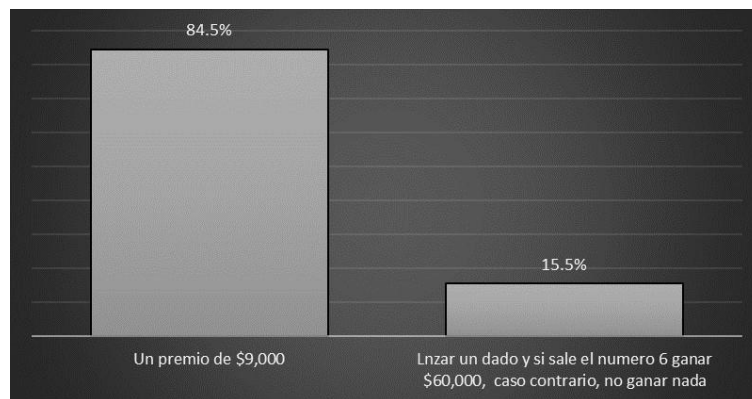


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Según las respuestas de los encuestados, tienden a mantener su elección de promedio, lo que muestra que su actitud realista y visión conservadora de la situación es del 75,9%, pero el 20,7% cree que los rendimientos de su empresa son superiores al 10,5%.

Pregunta 13: Elija una de las siguientes alternativas. (opciones en la imagen)

Gráfico 13: Elija una de las siguientes alternativas.

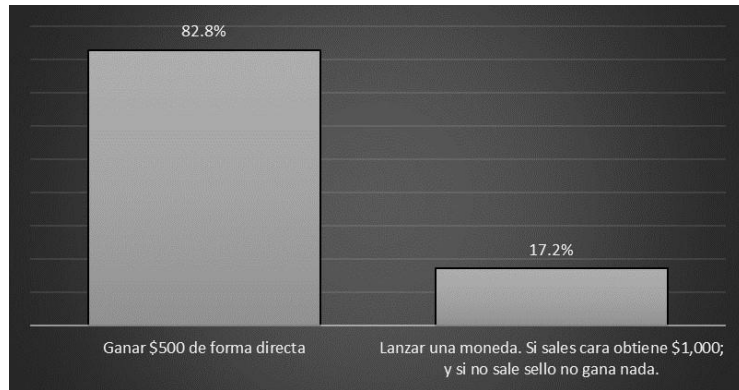


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: En esta pregunta pudimos corroborar que muchos de los empresarios de este sector (más del 84%) muestran una actitud conservadora frente riesgo y no están dispuestos a asumirlos, con mayor razón si las opciones son escasas (dos: lanzamiento de moneda), por lo que prefieren ir por lo seguro. En este caso, prefiriendo el capital directo y libre de riesgos, por lo que podemos suponer que los sujetos encuestados no están dispuestos a asumir nuevos riesgos asociados a inversiones.

Pregunta 14: Su hermano le regala \$1 000; luego decide darle una oportunidad adicional de ganar dinero, por lo que le ofrece las siguientes opciones.

Gráfico 14: Su hermano le regala \$1,000; luego decide darle una oportunidad adicional de ganar dinero, por lo que le ofrece las siguientes opciones.

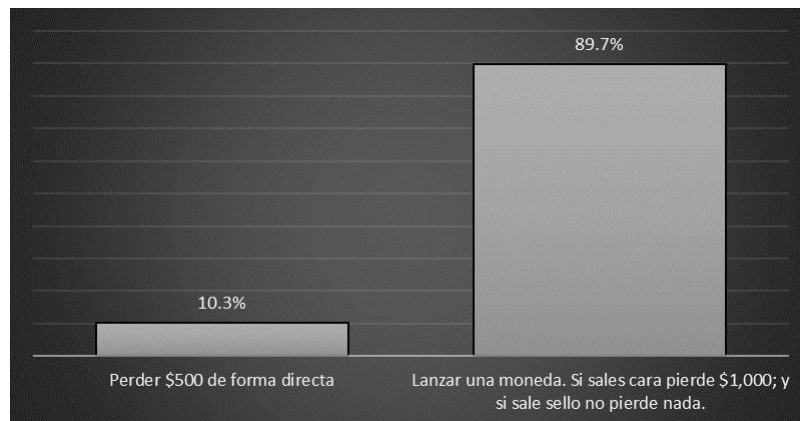


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Se ha podido constatar que la mayoría de los empresarios con negocios familiares tomarán decisión siempre que puedan de alguna manera, asegurarse obtener ganancias. No van a tomar riesgos que no consideren necesarios y preferirían incluso ganar poco, pero ganar seguro. Solo el 17% manifestó que sí estarían dispuestos a arriesgar mientras existas la posibilidad que los beneficios sean atractivos para la inversión.

Pregunta 15: Esta vez suponga que su hermano le regaló \$2,000. Ahora debe elegir entre (ver opciones en gráfico)

Gráfico 15: Oportunidad de US\$ 2 000.

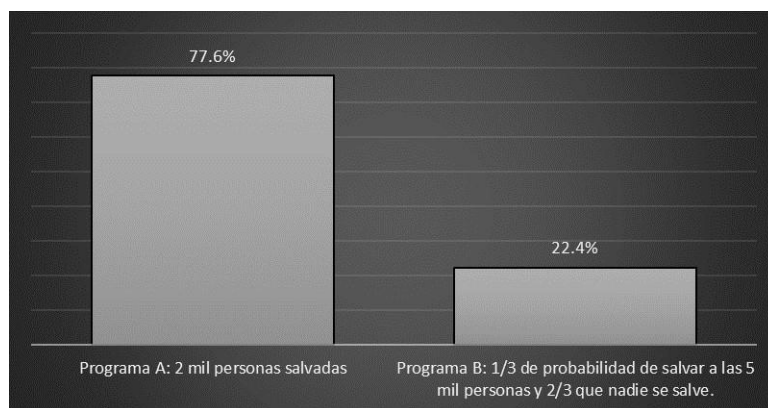


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: Con estas respuestas podemos comprender que muchos empresarios del sector analizado toman decisiones con el fin de obtener ganancias, pero al no poder estimar correctamente el riesgo, prefieren no arriesgarse e invertir grandes cantidades, solo lo suficiente para obtener una rentabilidad razonablemente segura. Por eso es que en esta pregunta podemos ver que el sujeto encuestado al decidir lanzar una moneda es porque sabe que existe la posibilidad de tener una ganancia segura y se arriesgan a lanzar la moneda para poder mejorar esta ganancia. Se pudo ver que solo un 10% presentan una actitud muy conservadora por lo que deciden perder solo \$ 500 antes de perder \$1 000.

Pregunta 16: El gobierno ha planificado dos programas alternativos (mutuamente excluyentes) para combatir una pandemia que podría acabar con 5 mil personas en todo el país ¿cuál de alternativas elegiría?

Gráfico 16: Elección de programa de gobierno

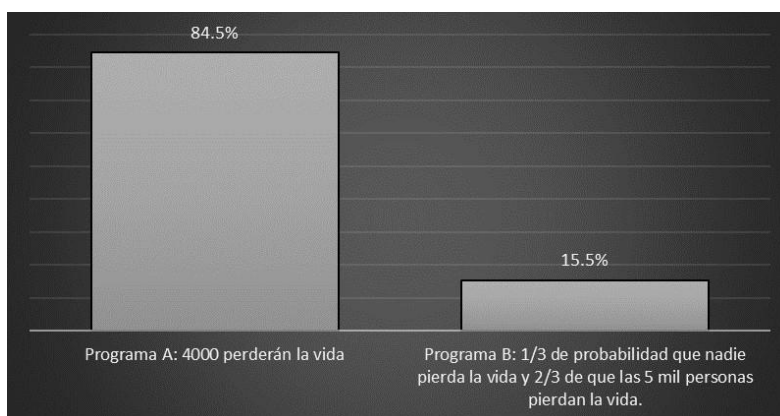


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Como se observa en el gráfico, casi el 78% de los empresarios mostraron una posición conservadora respecto a las decisiones que toman. En el otro extremo tenemos a las personas que presentan un mayor índice de riesgo frente a las decisiones que afrontan (22%) y que estarían dispuestas a apostar todo a nada.

Pregunta 17: Una empresa de biotecnología toma conocimiento de la epidemia y de las medidas que el gobierno está evaluando y efectúa las siguientes propuestas para combatir la enfermedad ¿cuál de ellas elegiría?

Gráfico 17: Elección de programa por empresa biotecnológica.

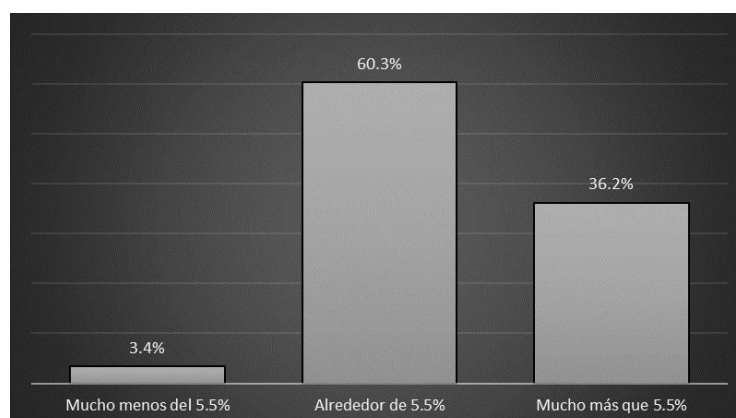


Fuente: Elaboración propia.

Interpretación: En comparación con otras opciones que salvarían la vida de un grupo de personas, el 85% de los encuestados tomó decisiones conservadoras al elegir a ciertas personas que perderían la vida en este hipotético plan de laboratorio.

Pregunta 18: La tasa de desempleo reportada en Alemania a fines de 2018 fue de 5.2% ¿cuál cree usted que fue la tasa de desempleo en Perú durante el mismo periodo?

Gráfico 18: Tasa de desempleo Perú – Alemania

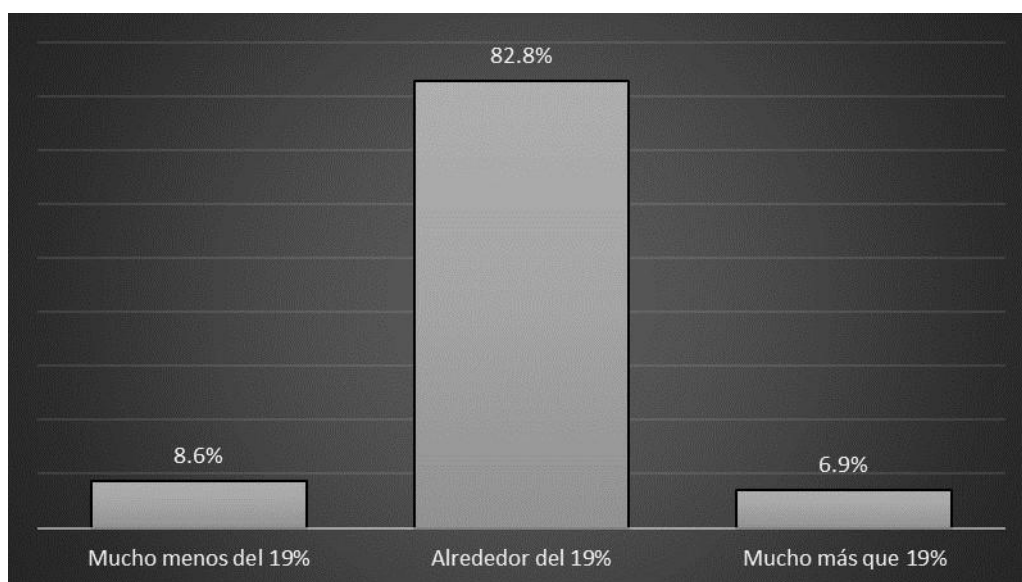


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: La pregunta evidencia el grado de desconocimiento de la realidad económica mundial de los empresarios de este sector, frente la cual prefieren mantener una posición neutral y no irse a extremos que podrían evidenciar un desconocimiento del entorno económico de los mercados internacionales, con que surte la duda si esta posición es correcta o incorrecta en los sujetos estudiados.

Pregunta 19: La tasa de desempleo reportada en España a fines de 2018 fue de 14.45%
¿Cuál cree que fue la tasa de desempleo en Perú durante el mismo periodo?

Gráfico 19: Tasa de desempleo Perú – España

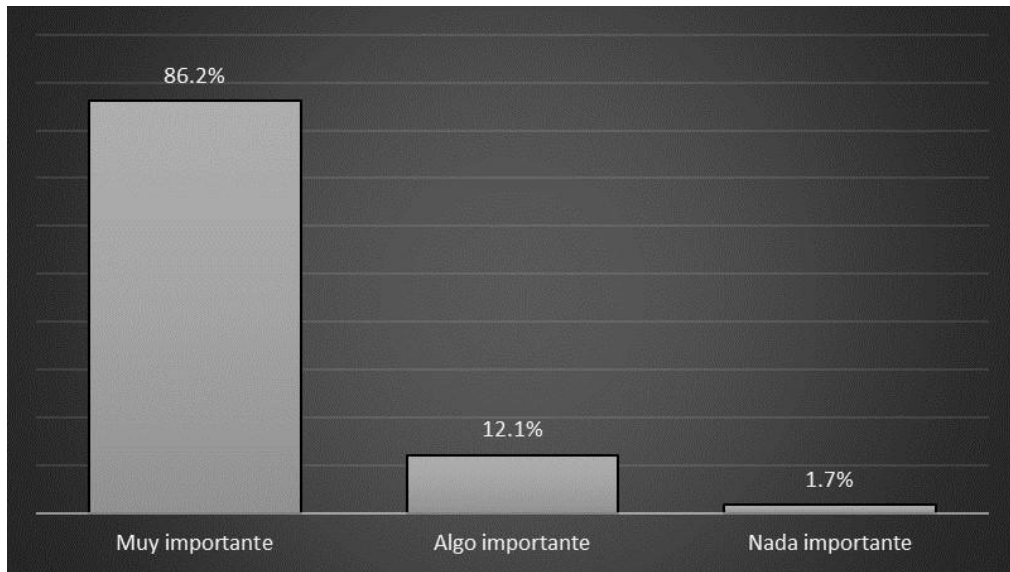


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: La misma reacción se pudo evidenciar para esta pregunta, donde los encuestados optan mantener una posición neutral de más del 80%

Pregunta 20: Suponga que hace 6 años usted adquirió un departamento al contado. Actualmente tiene la intención de venderlo, pero el precio de mercado de los departamentos ha descendido considerablemente, ¿cuán importante sería para usted al momento de venderlo, el precio al cual adquirió el inmueble?

Gráfico 20: Precio de inmueble



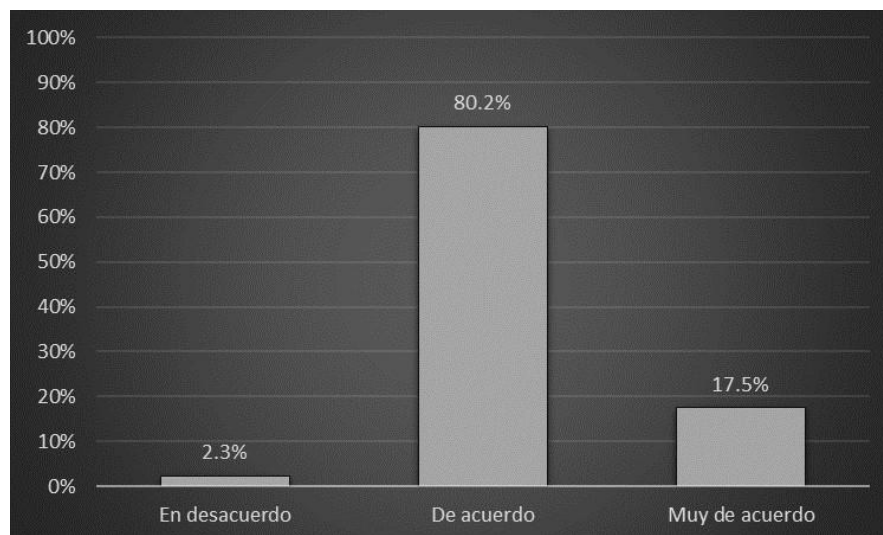
Fuente: Elaboración Propia

Interpretación: Casi el 87% de los emprendedores cree que es de vital importancia analizar detenidamente el mercado antes de decidirse por buscar las mejores ganancias. En tal sentido, bajo este contexto, el precio de compra juega un rol fundamental al momento de fijar el precio de venta, y esto no es solo para recuperar la inversión, sino también buscar el mejor momento para aumentar los ingresos.

4.5 Resultados Cuestionario: Decisiones de Financiamiento en base a la POT⁷

Pregunta 21: Prefiero el financiamiento interno (préstamo de socios, familiares, entre otros) que el externo (bancos, cajas municipales, entre otros).

Gráfico 21: Financiamiento interno



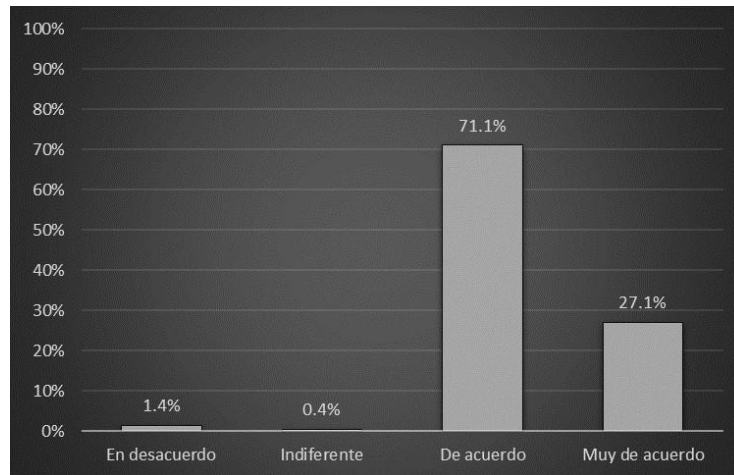
Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Casi el 97% de los empresarios encuestados prefieren ser financiados por socios, familiares o cualquier otro agente que no sea bancario estando de acuerdo y completamente de acuerdo en que la financiación para proyectos de la empresa provenga de fondo que no sean de la banca convencional, mientras que solo un 3% expresaron no estar de acuerdo con recibir financiamiento de socios o familiares, vale decir, prefieren el financiamiento bancario.

Pregunta 22: Si la empresa donde Ud. labora tuviera como política retener las utilidades para ser destinada a inversiones futuras, Ud., estaría:

⁷ POT (Peaks Over Threshold)

Gráfico 22: Retención de utilidades

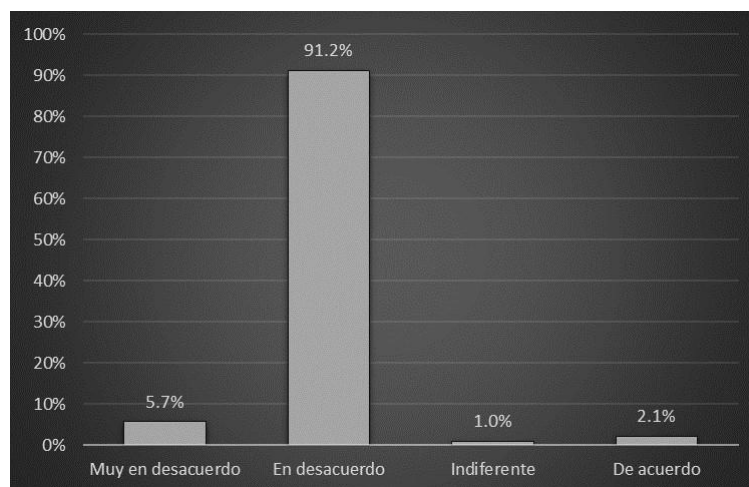


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Un aspecto resaltante del estudio fue conocer la decisión de los empresarios encuestados a la preferencia que tienen por reinvertir las utilidades que generan sus empresas en la misma empresa. Esto refuerza el alto porcentaje de empresarios que prefieren el financiamiento interno al externo o bancario.

Pregunta 23: Si la empresa genera utilidades, prefiero que estas se distribuyan entre los socios o accionistas.

Gráfico 23: Distribución de utilidades entre socios.

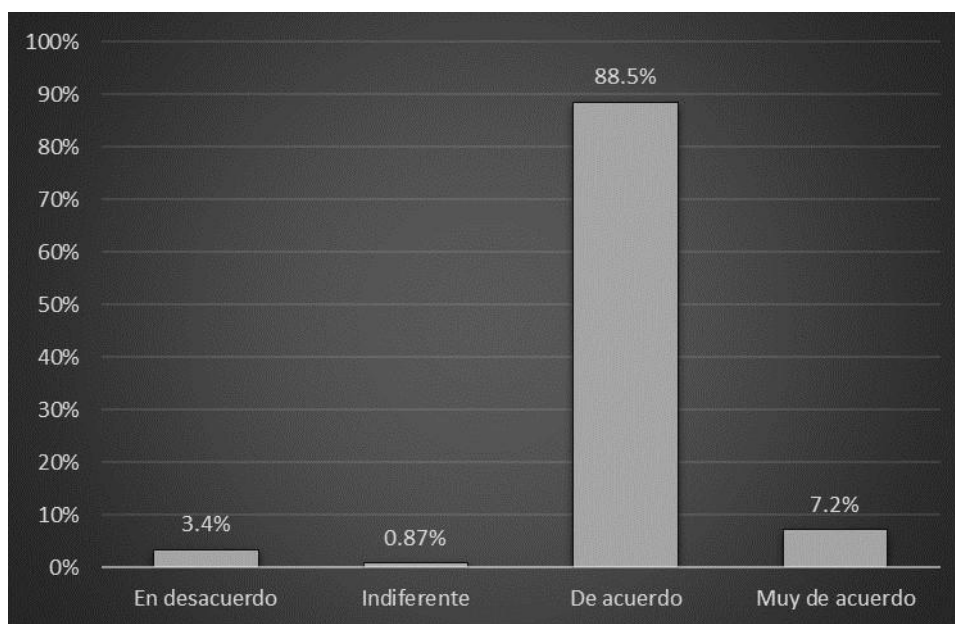


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: La marcada y masiva respuesta de parte de los empresarios, frente a la pregunta que si estarían de acuerdo en que las utilidades generadas por sus empresas fueran distribuidas entre los socios, más del 90% manifestó estar en desacuerdo, con lo que se vuelve a reafirmar que prefieren reinvertirlas las utilidades en la misma empresa (pregunta anterior), y, además, se ratifica las respuesta obtenidas en la pregunta 21 referente a que prefieren el financiamiento interno que solicitar financiamiento bancario.

Pregunta 24: Si la empresa genera utilidades, prefiero que estas reinviertan en la misma empresa.

Gráfico 24: Reinversión de utilidades.

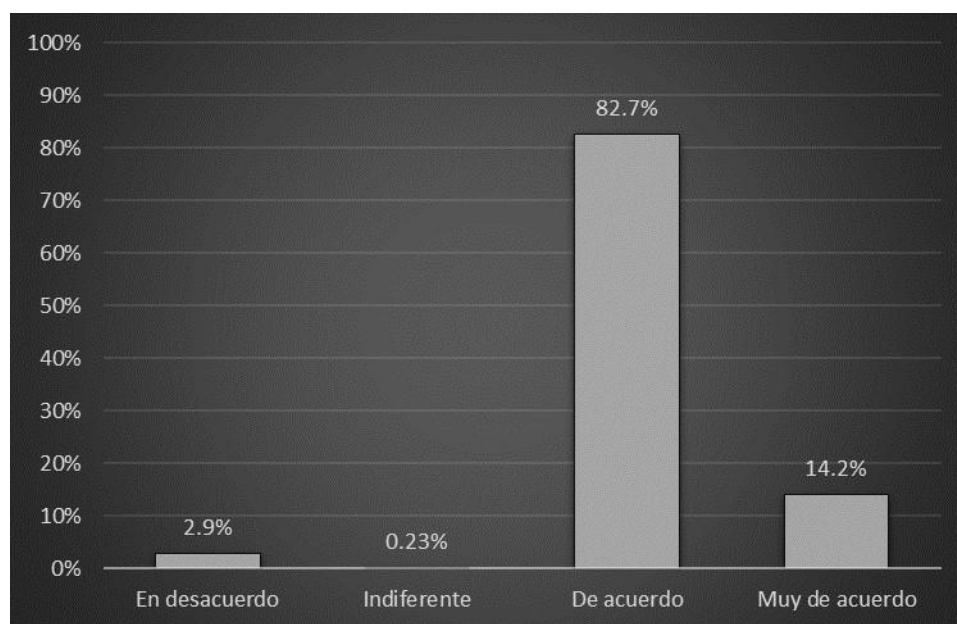


Fuente: Elaboración propia

Interpretación: Las preguntas siguen reafirmando la preferencia que tienen los empresarios por el financiamiento interno. Esto queda en evidencia con el casi 89% de encuestados que prefieren que las utilidades se reinviertan en la misma empresa antes que las otras alternativas consultadas de distribución de utilidades o retención para inversiones futuras.

Pregunta 25: ¿Si tuviera la necesidad de solicitar un financiamiento bancario, estaría dispuesto a vender parte del capital de su empresa antes de solicitar el crédito?

Gráfico 25: Financiamiento externo y venta de capital.



Fuente: Elaboración propia

Interpretación: El sentido de pertenencia y de autonomía financiera es tal que los empresarios analizados prefieren vender parte de la empresa, antes de verse en la necesidad de solicitar un financiamiento bancario. El 83% manifestó estar de acuerdo en vender parte del capital de su empresa y un 14% dijo estar completamente de acuerdo con vender a cambio de lograr recursos económicos, con lo que se tiene casi un 97% de empresarios que estarían dispuestos a vender antes que solicitarle dinero a un banco.

4.6 Análisis de resultados de la variable: Finanzas Conductuales

Las dimensiones analizadas de esta variable fueron:

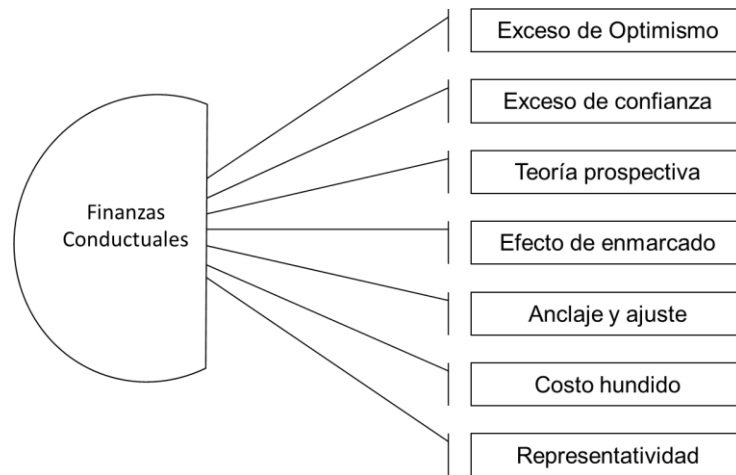


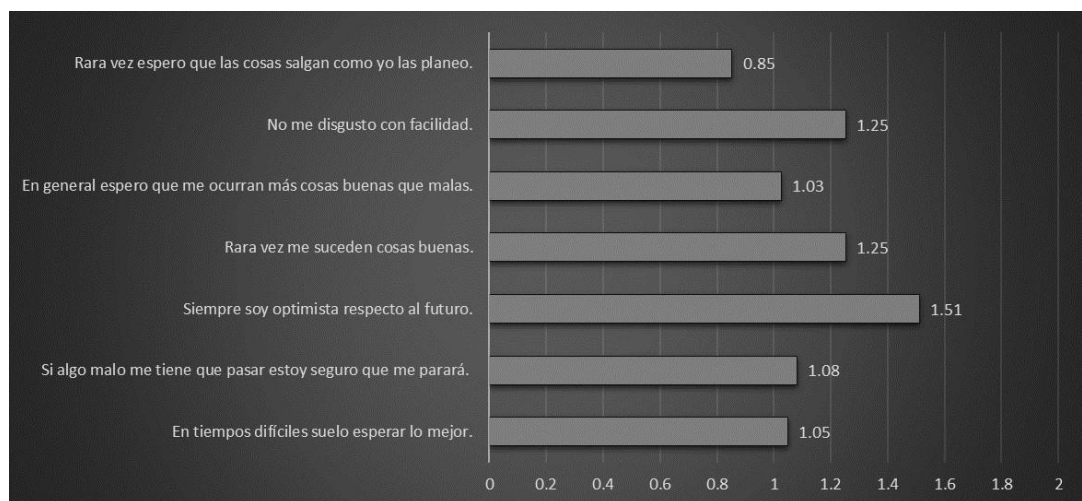
Figura 01: Dimensiones Finanzas Conductuales.

Fuente: Elaboración propia

4.6.1 Dimensión 1: Exceso de Optimismo

A continuación, se muestran los resultados consolidados de la dimensión Exceso de Optimismo.

Gráfico 26: Resultados consolidados de la Dimensión 1: Exceso de optimismo



Fuente: Elaboración propia

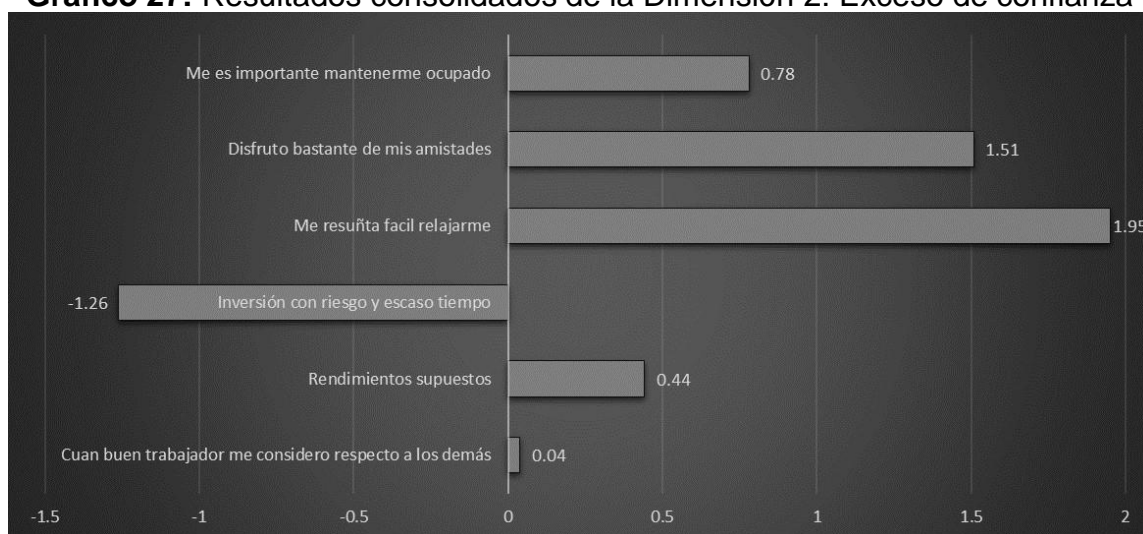
Análisis de resultados

El análisis de esta primera síntesis de resultados nos permite concluir que las personas que toman decisiones de financiamiento en empresas familiares, esperan con optimismo buenos resultados de estas decisiones. Este optimismo y la probabilidad de que las cosas salgan bien los lleva a estructuras de capital bastante apalancadas. Para entender este comportamiento que es bastante anómalo, empleamos el “Test de orientación hacia la vida”. Este instrumento nos permitió medir el grado de optimismo de las personas encuestadas. Este test, arrojó un promedio de 1.15. Esto significa que las personas que encuestamos muestran una actitud optimista frente a las decisiones de financiamiento e inversión que decidan tomar para sus empresas, lo cual implica asumir riesgos que impacten directamente en los costos fijos o los intereses propios de un financiamiento, para lo cual ellos son conscientes.

4.6.2 Dimensión 2: Exceso de Confianza

A continuación, se muestran los resultados consolidados de la dimensión Exceso de Confianza.

Gráfico 27: Resultados consolidados de la Dimensión 2: Exceso de confianza



Fuente: Elaboración propia

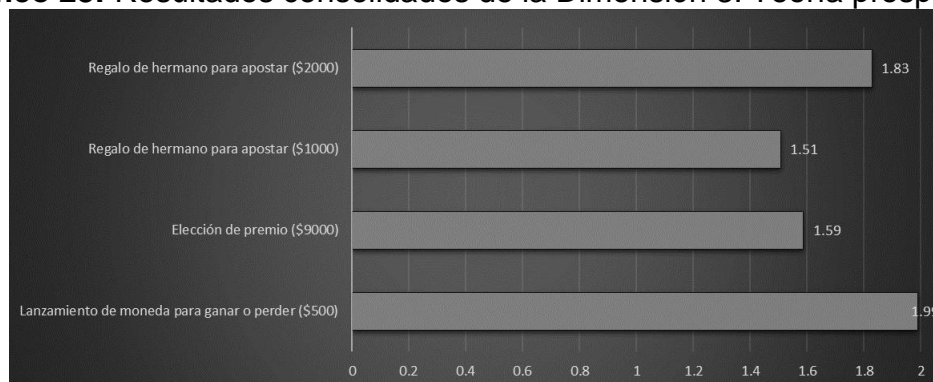
Análisis de resultados

En la revisión de bibliografía previa que se realizó, se pudo constatar que el factor exceso de confianza, es un aspecto recurrente en las investigaciones de finanzas conductuales. Esto se justificó en que este factor busca medir cuáles son las consecuencias que producen la confianza excesiva en las decisiones que toman las personas, donde el juicio de los empresarios suele ser ambiguo en periodos cortos de tiempo. Se ha podido comprobar también que las personas que apelan al exceso de confianza generalmente presentan un excelente criterio, mejores capacidades en relación con el resto y excelentes habilidades para decidir. El exceso de confianza como parte de las finanzas conductuales, puede acarrear graves consecuencias en las organizaciones, como el desequilibrio de la estructura de capital de la empresa o serios problemas de endeudamiento.

4.6.3 Dimensión 3: Teoría prospectiva

La Teoría Prospectiva (TP) de Daniel Bernoulli explica la razón por la cual la mayoría de los inversores son adversos al riesgo cuando se encuentran en una posición en la cual pueden perder mucho dinero. Bernoulli basa su teoría en una posición en donde un inversor es completamente racional, analizando que tan importante es el dinero para él.

Gráfico 28: Resultados consolidados de la Dimensión 3: Teoría prospectiva.



Fuente: Elaboración propia

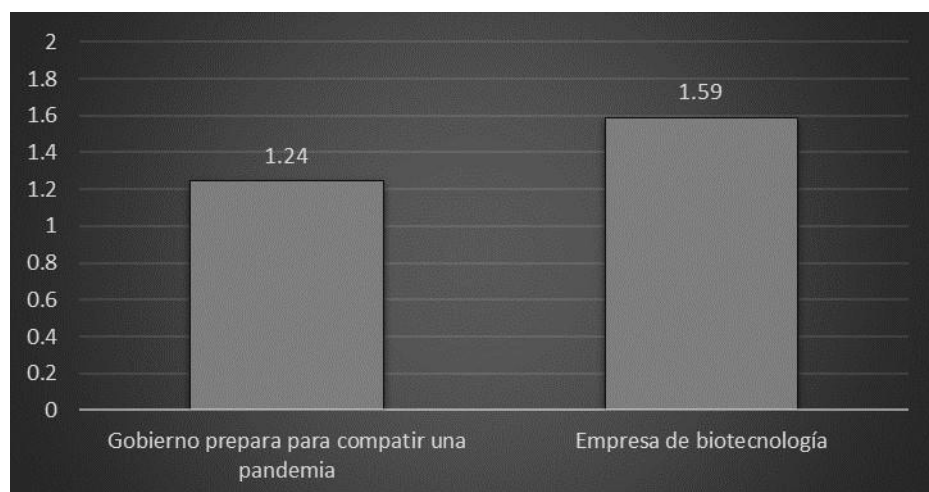
Análisis de resultados

Esta teoría explica el proceso de toma de decisiones bajo riesgo e incertidumbre. La TP se basa en que es el hecho de que los individuos perciben los resultados de sus elecciones en función al impacto, en relación a un punto de referencia, que generaría en la variación de su riqueza o bienestar. En este sentido, con la TP podemos entender por qué los empresarios eligen vender primero aquellos activos que le hayan generado mayores retornos sobre la inversión, conservando por más tiempo aquellos activos o bienes que les han generado más pérdidas, pero esperan que estos puedan generar en algún momento un retorno esperado que justifique su inversión.

4.6.4 Dimensión 4: Efecto de enmarcado

Los problemas asociados a las decisiones, así como la evaluación de las probabilidades y los resultados esperados, podrían ser no claros o no bien entendidos por una persona, y esto está en función a como es enunciada, planteada o formulada una problemática en particular, lo cual podría producir cambios predecibles en las personas. (Kahneman & Tversky, 1981)

Gráfico 29: Resultados consolidados del efecto Enmarcado.



Fuente: Elaboración propia

Análisis de resultados

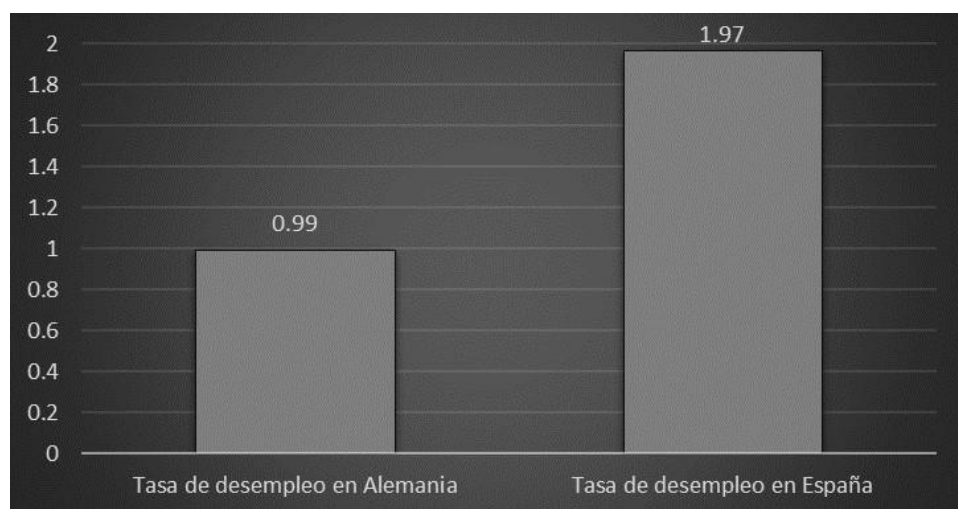
El gráfico muestra que, si 1 persona se salva, 2 morirían. Si analizamos las preguntas podremos entender que, si bien son dos preguntas que presentan enunciados diferentes, la situación a elegir es exactamente la misma, con lo que se espera que esta variación tenga un impacto en la decisión del sujeto, pese a que sus preferencias cambien o no cambien.

4.6.5 Dimensión 5: Anclaje y ajuste

Las personas suelen realizar estimaciones siempre con un valor de referencia. Este valor podría haber sido sugerido en el planteamiento de la problemática o podría ser que ellos estén familiarizados con este valor, con lo cual podrías realizar modificaciones o estimaciones más específicas. Por lo general estos ajustes que realizan los individuos suelen ser insuficientes y esto origina un sesgo de los resultados hacia el punto de partida. (Kahneman & Tversky, 1981)

Estos son los resultados consolidados de la dimensión 5: Anclaje y ajuste.

Gráfico 30: Heurístico de anclaje



Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos se respaldan en teoría Heurística de anclaje y ajuste de Einhorn y Hogarth (1986). Esto se evidencia en que casi todos los encuestados se acercaron a los valores que fueron propuestos de manera deliberada en la pregunta, lo más probable es que realmente hayan desconocido las tasas reales de desempleo de ambos países. En finanzas conductuales, esto lo podemos entender a que las personas suelen tomar decisiones de manera sesgada y estas podrían estar muchas veces influenciadas por información referencial incorrecta o insuficiente que se podría ocasionar problemas económicos o financieros en las empresas como consecuencia de decisiones mal informadas o mal influenciadas.

4.6.6 Dimensión 6: Costo hundido

Por definición un costo hundido es aquel costo en el cual ya hemos incurrido por lo que no tiene que ser considerado al momento de tomar decisiones de negocio, más aún si se tratan de decisiones de inversión. Este concepto no solo es aplicable a la economía, sino también para las finanzas corporativas y para el día a día. Pero al analizar las finanzas conductuales de empresas familiares podemos comprobar que los decisores de inversión no consideran el costo hundido bajo esta definición, sino que se muestran reacios a perder este costo y buscarán recuperarlo albergando la probabilidad de recuperarlo obteniendo beneficios futuros a costa de él. A continuación, se presenta el resultado consolidado correspondiente a la Dimensión 6: Costo Hundido.

Tabla 02: Resultados consolidados Dimensión Costo Hundido

Falsedad del costo hundido	Ponderado
Costo en la adquisición del departamento	1.96

Fuente: Elaboración propia

Esto tiene mucho sentido al analizar la aversión que experimentan los empresarios de empresas de entornos familiares a las pérdidas a las que pueden estar expuestos. Y es precisamente lo que podemos ver en los resultados obtenidos con esta dimensión y es que el ponderado que se muestra en la tabla 02 expone que los empresarios consideran este criterio como un factor muy importante al momento de decidir y entender el costo inicial de un activo.

4.6.7 Dimensión 7: Representatividad

Cuando las personas tienen que decidir si la elección de un evento A, da origen a un evento B, los empresarios estudiados suelen tomar en función a que tan representativo es A en función a B, o que tan semejante es. Esto es un error común y pueden llevar a los empresarios a cometer errores, dado que los factores que determinan el éxito o el fracaso de un proyecto o de otro, son completamente diferentes y estos factores son muy diferentes a los que intervienen en los juicios acerca de probabilidades. El estudio de probabilidades implica un conocimiento matemático y estadístico inferencial, mientras que el primero es subjetivo y se basa en el juicio del empresario. (Tversky & Kahneman, 1974)

Tabla 03: Resultados consolidados Dimensión Representatividad

Representatividad	Ponderado
Profesión elegida por Juan en educación	1.843

Fuente: Elaboración propia

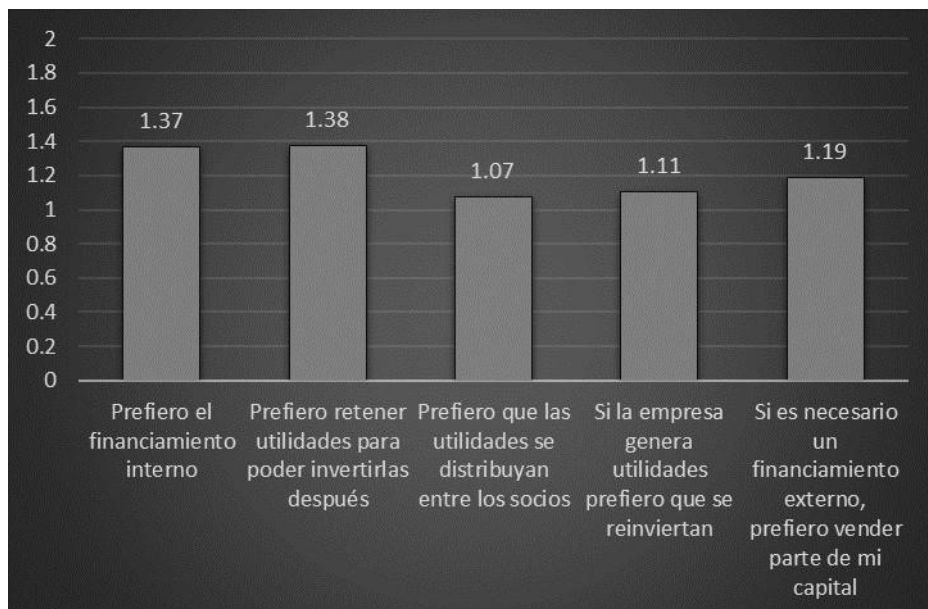
En el escenario presentados podemos ver que la probabilidad de que el sujeto, dado su formación y experiencia profesional, sea un maestro de educación inicial no es alta. Se expone para la decisión que si bien es cierto estuvo relacionado en

temas de medioambiente con anterioridad, la decisión de que sea profesor de inicial y promueva la igualdad social será menor que la probabilidad de que solo sea profesor de inicial.

Por lo tanto, si la mayor parte de sujetos elige la alternativa “*que elija su profesión en base al antecedente*”, se avalaría la hipótesis del heurístico de representatividad.

4.7 Análisis de resultados de la variable: Decisiones de Financiamiento

Gráfico 31: Consolidado POT



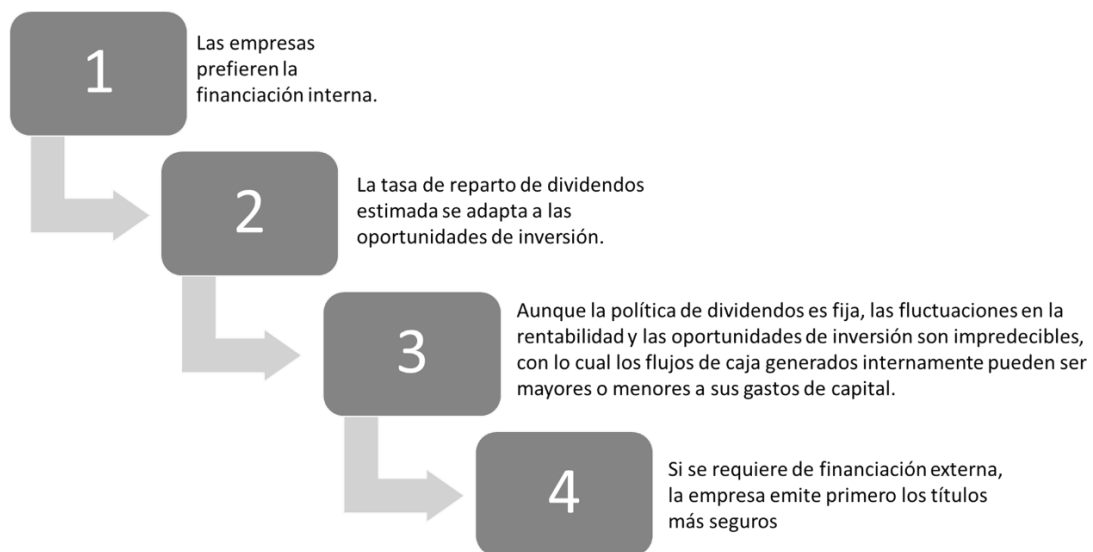
Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a la teoría POT (*Peaks Over Threshold*) la intensidad que tengan los empresarios de financiar nuevas inversiones es lo que determina la estructura financiera de una empresa. La secuencia de estas decisiones está determinada primeramente al interior de la misma empresa, vale decir, con fondos propios, seguida de las deudas con bajo riesgo de exposición como el financiamiento bancario, por ejemplo, y finalmente con deuda proveniente de fondos públicos en

el supuesto que estos ofrezcan menor valuación que las acciones y en último lugar con nuevas acciones. (Myers, 2984)

En tal sentido, las decisiones de financiamiento siguen el siguiente orden:

Gráfico 31: Secuencia de las decisiones de financiamiento



Fuente: Elaboración propia

En tal sentido, lo propuesto por la POT se puede corroborar, al constatar que los sujetos analizados, empresarios de empresas familiares y analizando los ponderados expuestos, prefieren financiar sus empresas con financiamiento interno por medio de los propios accionistas o en su defecto considerar las utilidades que se generan y de esta forma financiar las operaciones de sus empresas, pero en definitiva tienden a descartar por sobre todo el financiamiento bancario o externo en general, llegando incluso como última instancia vender parte del capital y/o acciones de sus empresas.

4.8 Validación de Hipótesis

Previo a la validación de hipótesis constataremos como es la distribución de los datos recabados. Una vez identificado el tipo de distribución procederemos a seleccionar la prueba que más nos convenga.

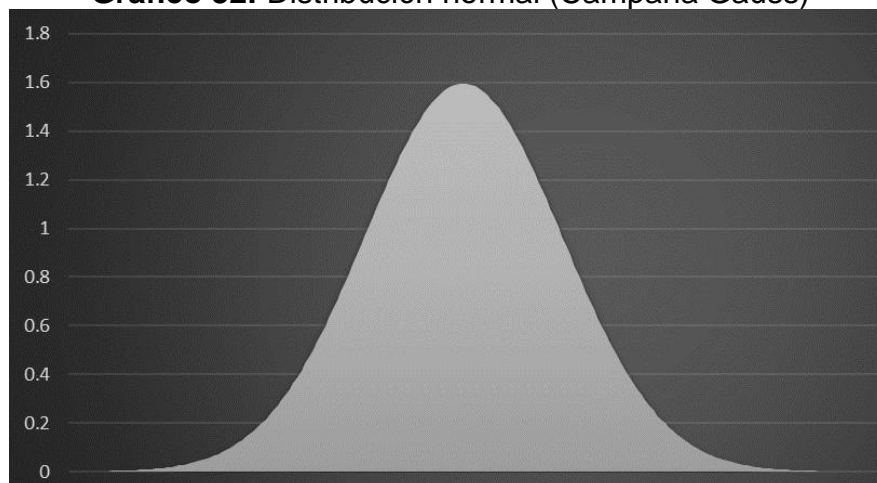
Tabla 04: Validación de Hipótesis

Datos	Distribución Normal	Datos	Distribución Normal
-1.26	0.0007	1.25	0.5925
0.04	0.1286	1.308	0.5877
0.44	0.3050	1.37	0.5779
0.78	0.4809	1.51	0.5391
0.85	0.5117	1.51	0.5391
0.99	0.5608	1.51	0.5391
1.03	0.5711	1.59	0.5082
1.05	0.5755	1.59	0.5082
1.07	0.5795	1.83	0.3909
1.08	0.5813	1.843	0.3840
1.11	0.5860	1.95	0.3269
1.19	0.5928	1.96	0.3216
1.24	0.5929	1.97	0.3163
1.25	0.5925	1.99	0.3058
Media		1.216	
Desviación Estándar		0.4281	

Fuente: Elaboración propia

Procedemos a graficar la distribución y observamos que los datos siguen una distribución normal, formando una campana Gauss:

Gráfico 32: Distribución normal (Campana Gauss)



Fuente: Elaboración propia

Hipótesis Secundarias

H₀: El factor de anclaje y ajuste no es el que mayor relación tiene en la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana, 2019

H₁: El factor de anclaje y ajuste es el que mayor relación tiene en la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana, 2019

Procedemos a realizar la correlación de ambas hipótesis (H₀ y H₁)

Tabla 05: Correlación Teoría POT y nivel de Optimismo

		POT	Optimismo
POT	Correlacion Pearson	1	-0.464
	Sig.		0.053
	N	58	58
Optimismo	Correlacion Pearson	-0.464	1
	Sig.	0.053	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

La correlación que existe entre el Optimismo y la teoría POT es de -0,464, y el nivel de significancia es mayor a 5%, por lo que podemos afirmar que el optimismo de los empresarios no guarda relación alguna con las decisiones que toman los empresarios encuestados relacionadas a inversión y/o financiamiento.

Tabla 06: Correlación Teoría POT y nivel de Confianza

		POT	Confianza
POT	Correlacion Pearson	1	0.462
	Sig.		0.038
	N	58	58
Confianza	Correlacion Pearson	0.462	1
	Sig.	0.038	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar en los resultados presentados en la tabla 6, la correlación que existe entre la Confianza y la teoría POT es de 0,462, y el nivel de significancia es menor a 5%. En este caso la confianza de los empresarios guarda relación con las decisiones que toman los empresarios relacionados a inversión o financiamiento.

Tabla 07: Correlación Teoría TP y Teoría POT

		POT	TP
POT	Correlacion Pearson	1	0.936
	Sig.		0.064
	N	58	58
TP	Correlacion Pearson	0.936	1
	Sig.	0.064	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

La correlación que existe entre ambas teorías es de 94% y un nivel de significancia menor al 5% por lo que ambas teorías guardan una relación muy fuerte respecto a las decisiones de financiamiento que toman los empresarios de empresas familiares en la ciudad de limeños.

Tabla 08: Correlación Teoría POT y Enmarcado

		POT	Enmarcado
POT	Correlacion Pearson	1	-0.478
	Sig.		0.522
	N	58	58
Enmarcado	Correlacion Pearson	-0.478	1
	Sig.	0.522	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

En este caso, con relación a los datos obtenidos, podemos determinar que el Enmarcado no guarda una relación con las decisiones de financiamiento que toman los empresarios limeños de empresas familiares.

Tabla 09: Correlación Teoría POT y Anclaje

		POT	Anclaje
POT	Correlacion Pearson	1	0.478
	Sig.		0.022
	N	58	58
Anclaje	Correlacion Pearson	0.478	1
	Sig.	0.022	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

Estas dos variables si guardan una relación considerando que la correlación entre anclaje y POT es de 0.478 y el nivel de significancia es inferior al 5%.

Tabla 10: Correlación Teoría POT y Costo Hundido

		POT	Costo Hund.
POT	Correlacion Pearson	1	0.837
	Sig.		0.036
	N	58	58
Costo Hund.	Correlacion Pearson	0.837	1
	Sig.	0.036	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

Existe una correlación significativa entre el costo hundido y el POT. La relación que se puede observar es fuerte 83%, por lo que podemos afirmar que el costo hundido si influye en las decisiones de financiamiento que toman los encuestados.

Tabla 11: Correlación Teoría POT y Representatividad

		POT	Representatividad
POT	Correlacion Pearson	1	0.867
	Sig.		0.133
	N	58	58
Representatividad	Correlacion Pearson	0.867	1
	Sig.	0.133	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

La representatividad no tiene una relación con la POT, dado que el nivel de significancia resulto un 13%.

En base a los resultados obtenidos, H_0 es aceptada por lo que podemos afirmar que: *“el factor de anclaje y ajuste no es el que mayor relación tiene en la toma de decisiones financieras en las empresas familiares de la región Lima Metropolitana, 2019”*; esto dado Costo Hundido es la variable que tiene mayor relación con las decisiones de financiamiento que toman los ejecutivos de empresa familiares en la región de Lima Metropolitana, durante el año de análisis que fue el 2019.

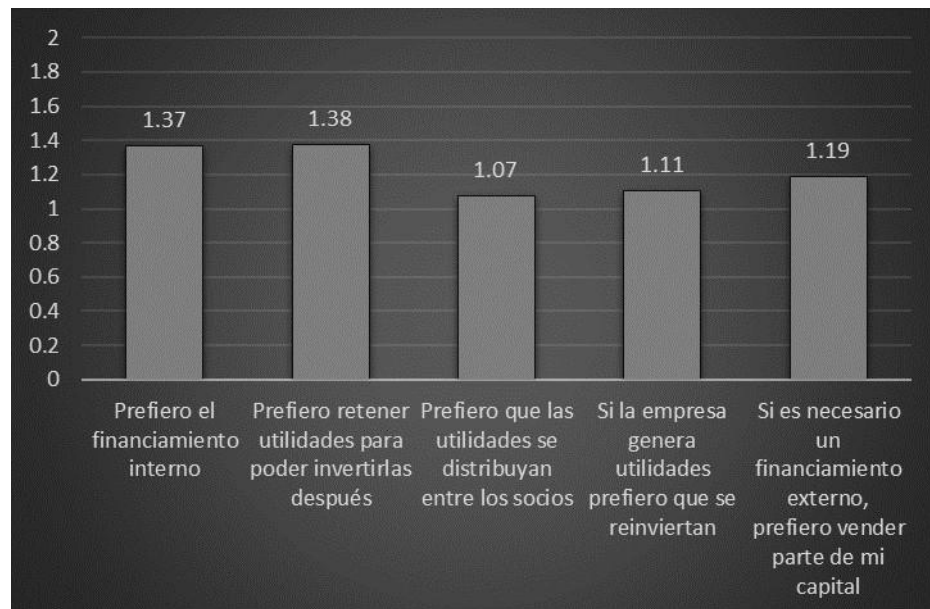
H_0 : El financiamiento externo no es la primera opción de financiamiento a las acceden los empresarios de empresas familiares en la Región Lima Metropolitana.

H_1 : La primera opción de financiamiento a las acceden los empresarios de empresas familiares en la Región Lima Metropolitana es el financiamiento de tipo interno.

Como hemos analizado en la presente investigación, la POT es una teoría que clasifica de manera jerárquica las decisiones de financiamiento que toman las personas que están al frente de las empresas estudiadas. Esta jerarquización considera que los empresarios prefieren primero acceder a financiamientos internos antes que solicitar créditos a la banca convencional, e incluso preferirían como última opción vender parte de la empresa para responder a las obligaciones financieras.

A continuación, se muestran los resultados obtenidos:

Gráfico 33: Teoría POT



Fuente: Elaboración propia

Se puede observar que las decisiones que toman personas encuestadas coinciden con lo postulado por la teoría POT. Recordemos que POT afirma que las personas prefieren un financiamiento interno para apalancar el negocio, antes que acceder a obligaciones externas. Los empresarios prefieren los recursos propios, la reinversión de las utilidades del negocio en la misma empresa, por lo que para ellos es preferible capitalizar las ganancias en el mismo negocio antes que distribuir los dividendos entre

los propietarios o accionistas, con lo cual se vuelve a reafirmar lo postulado por la teoría POT.

Dentro de este contexto es que podemos concluir que se rechaza H_0 lo que significa que los empresarios de la ciudad de Lima preferirían un financiamiento de la propia empresa antes que uno externo, tal como lo indica la POT.

Finalmente tenemos lo definido como hipótesis general:

H_0 : Las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana, no tienen una relación significativa.

H_1 : Las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana, tienen una relación significativa.

Tabla 12: Correlación POT y Finanzas Conductuales

		POT	Finan. Conduct.
POT	Correlacion Pearson	1	0.412
	Sig.		0.28
	N	58	58
Finan. Conduct.	Correlacion Pearson	0.412	1
	Sig.	0.28	
	N	58	58

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados podemos concluir que las Finanzas Conductuales tienen una relación moderada media con las decisiones de financiamiento de los empresarios de la ciudad de Lima durante el año de estudio, 2019.

CAPITULO V

CONCLUSIONES

Podemos concluir que las Finanzas Conductuales y la teoría POT tiene una relación moderada respecto a las decisiones que toman los empresarios de empresas familiares en la Región de Lima Metropolitana, durante el año analizado (2019).

Los empresarios encuestados, prefieren seguir la secuencia de jerarquización para acceder a los financiamientos, partiendo por el autofinanciamiento, continuando con los recursos de la propia empresa, luego con la reinversión de las utilidades retenidas por lo que es evidente la decisión de capitalizar estas utilidades en vez de distribuir los dividendos entre los socios o accionistas de las empresas. Esto se enmarca en la teoría POT y se cumple lo postulado por esta teoría.

También podemos concluir, que los factores que tiene una mayor relación con las decisiones de financiamiento son la teoría prospectiva y el factor costo hundido, y que se refiere a que los empresarios encuestados son adversos al riesgo cuando se encuentran en una posición en la cual pueden perder mucho dinero, así como los costos irre recuperables como un factor a evaluar al tomar una decisión, en detrimento del anclaje y ajuste.

Las finanzas conductuales y las decisiones de financiamiento que toman las empresas familiares parte de la idea que la existencia de una empresa familiar no garantiza que haya una Familia Empresaria. Los dos sistemas son igual de importantes. Una familia criteriosa puede sobrevivir como familia siempre que sea bien liderada y gestionada, lo mismo sucede con las empresas familiares.

La conductualidad no tiene una relación significativa con las decisiones de financiamiento que se toman en las empresas familiares de la región Lima año 2019. Al respecto, si bien es cierto los resultados de todos los factores que le corresponden a la conductualidad de las finanzas exceden el nivel de confianza predeterminado (0.05) se debe de tener en cuenta que esto no descarta de manera concluyente la presencia de los factores conductuales en el momento que las personas toman sus decisiones de financiamiento. Se concluye que, sobre la preferencia de quienes toman decisiones es por ingresar dichas ganancias al patrimonio empresarial con fines de inversión. Esto, se expresa con un ponderado directo de 4,67 (prefiero el financiamiento interno antes que el externo) y 1.67 (puedo permitir el ingreso de un socio con fines de financiamiento) su preferencia claro por el financiamiento interno. Se concluye que la teoría prospectiva es el factor que mayor incidencia tiene en la conductualidad de las finanzas con una relación de 0.94 y un nivel de confianza dentro del 0.05 predeterminado.

Bibliografía

- Alves. (2011). Behavioural influences in portuguese foreign direct investment. *The journal of Socio-Economics*, 40, 394-403.
- Arbulú, Jorge (2016) La PYME en el Perú. Características e importancia de la PYME en nuestra economía, e-journals – ESAN 2016
- Aybar, C. C. (2001). Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la Pyme: Un enfoque con datos de panel. Documento de Trabajo del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, 1(1), 5-16.
- Barberis, N. H. (2008). Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices. *American Economic Review*, 98:5, 2066 – 2100.
- Barberis, N. T. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1055 – 1114.
- Barberis, N. X. (2012). Realization Utility. *Journal of Financial Economics*, 251 - 271.
- Berlingeri, H. (2003). ¿Trade off o Pecking Order? Una investigación sobre las decisiones de financiamiento. Buenos Aires. Buenos Aires: Pontificia Universidad Católica.
- Gómez, P., Huamaní, V., & Ángela, G. (2018). Importancia de la Gestión del Conocimiento para la continuidad y competitividad de las empresas familiares, en etapa de madurez, en Lima Metropolitana. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). Lima, Perú.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. Publicaciones Digitales. Perú: Estructura Empresarial, 2018. INEI (2019)
- Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo – Dirección Nacional de la Micro y Pequeña Empresa. “Elaboración de Estadísticas de la Micro y Pequeña Empresa”. Abril 2005.
- Regalado, Otto; Fuentes, César; Aguirre, Gonzalo; García, Nadia; Miu, Román; VALLEJO, Renato. Factores críticos de éxito en los centros comerciales de Lima Metropolitana y el Callao. – Lima: Universidad ESAN, 2009. – 216 p. – (Serie Gerencia Global; 13)

