

**NEUMANN BUSINESS SCHOOL  
ESCUELA DE POSTGRADO  
MAESTRÍA EN  
ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS**



**“LAS FINANZAS CONDUCTUALES Y SU RELACIÓN CON  
LAS DECISIONES DE FINANCIAMIENTO EN LAS  
EMPRESAS DE TACNA, 2017”**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OPTAR EL GRADO A  
NOMBRE DE LA NACIÓN DE:**

**MAESTRO EN  
ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS**

**AUTORES:**

**SUSANA FERNANDEZ CRISOSTO  
JUAN PABLO MERCADO GUTIERREZ  
KARINA CHAPARRO CHOQUE**

**DOCENTE GUÍA:**

**GIOMAR MOSCOSO**

**TACNA – PERÚ  
2017**

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

## AGRADECIMIENTOS

*Quisiéramos agradecer a nuestro profesor guía, por la ayuda y disposición para guiarnos en esta investigación. Sin su ayuda este trabajo no hubiera sido posible.*

*También queremos agradecer a nuestras familias por el apoyo incondicional.*

## INDICE DE CONTENIDO

<b>INDICE DE FIGURAS</b> .....	6
<b>INDICE DE TABLAS</b> .....	7
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	8
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	9
<b>CAPITULO I</b> .....	10
1 Título del Tema.....	10
1.1 Título del Tema.....	10
1.2 Planteamiento del Problema .....	10
1.3 Formulación del Problema .....	11
1.3.1 Problema General.....	11
1.3.2 Problemas Secundarios .....	12
1.4 Objetivos .....	12
1.4.1 Objetivo General .....	12
1.4.2 Objetivos Específicos .....	12
1.5 Hipótesis.....	12
1.5.1 Hipótesis Principal .....	12
1.5.2 Hipótesis Secundarias.....	13
1.6 Justificación .....	13
1.7 Definiciones Operacionales .....	14
1.8 Metodología .....	15
1.8.1 Tipo de Investigación .....	15
1.8.2 Diseño.....	15
1.8.3 Técnicas e instrumentos de recolección de datos .....	16
1.9 Limitaciones del Estudio .....	16
<b>CAPITULO II</b> .....	18
2 Marco Teórico .....	18
2.1 Sobre las finanzas conductuales .....	18
2.2 Sobre las decisiones de financiamiento.....	23
<b>CAPITULO III</b> .....	34

3	Marco referencial .....	34
3.1	La Región Tacna .....	34
3.2	Dinámica Poblacional de la Región .....	34
3.3	La Población Económicamente Activa .....	34
3.4	La Empresa Familiar.....	37
	<b>CAPITULO IV</b> .....	40
4	Metodología.....	40
4.1	Tipo de investigación.....	40
4.2	Diseño.....	40
4.3	Población.....	40
4.4	Muestra .....	40
4.5	Técnicas e instrumentos de recolección de datos .....	41
4.5.1	Procedimientos.....	41
4.5.2	Técnicas .....	41
4.5.3	Instrumentos .....	41
4.6	Resultados obtenidos .....	41
4.6.1	Respecto a la variable “Optimismo” .....	42
4.6.2	Respecto a la variable “Exceso de Confianza” .....	51
4.6.3	Respecto a la variable “Teoría Prospectiva” .....	57
4.6.4	Respecto a la variable “Anclaje y Ajuste” .....	61
4.6.5	Respecto a la variable “Enmarcado” .....	64
4.6.6	Respecto a la variable “Costo Hundido” .....	67
4.6.7	Respecto a la variable “Financiamiento” .....	68
4.7	Validación de las hipótesis.....	76
	<b>CONCLUSIONES</b> .....	88
	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	89
	<b>ANEXO I</b> .....	92

## INDICE DE FIGURAS

1. Figura 01: Modelos de Financiamiento .....	27
2. Figura 02: PEA en Tacna.....	35
3. Figura 03: PEA por sectores .....	36
4. Figura 04: Empresa familiar y no familiar .....	38
5. Figura 05: Influencia en las decisiones de financiamiento .....	42
6. Figura 06: Suelo esperar lo mejor.....	43
7. Figura 07: Resulta fácil relajarme .....	44
8. Figura 08: Si algo malo tiene que pasar, pasará .....	45
9. Figura 09: Soy optimista respecto al futuro .....	46
10. Figura 10: Disfruto de mis amistades.....	47
11. Figura 11: No espero cosas buenas .....	48
12. Figura 12: Espero que me ocurran más cosas buenas que malas.....	49
13. Figura 13: Optimismo .....	50
14. Figura 14: No me disgusto fácilmente.....	51
15. Figura 15: Me considero buen trabajador.....	52
16. Figura 16: Puedo invertir en poco tiempo.....	53
17. Figura 17: Importante mantenerse ocupado .....	54
18. Figura 18: Rara vez espero que las cosas salgan a mi manera .....	55
19. Figura 19: Exceso de Confianza.....	56
20. Figura 20: Elección por lanzamiento 1 .....	57
21. Figura 21: Elección por lanzamiento 2.....	58
22. Figura 22: Elección por lanzamiento 3.....	59
23. Figura 23: Resultados sobre la Teoría Prospectiva .....	60
24. Figura 24: Tasa de desempleo en Alemania - Perú.....	62
25. Figura 25: Tasa de desempleo en España - Perú.....	62
26. Figura 26: Anclaje y Ajuste.....	63
27. Figura 27: Enmarcado y análisis de opciones 1 .....	64
28. Figura 28: Enmarcado y análisis de opciones 2 .....	65
29. Figura 29: El Efecto de Enmarcado .....	66
30. Figura 30: Considerar escenario anterior .....	67
31. Figura 31: Prefiero el financiamiento interno .....	68
32. Figura 32: Retención de utilidades .....	69
33. Figura 33: Distribución de utilidades .....	70
34. Figura 34: Reinversión en la empresa .....	71
35. Figura 35: Reinversión en la empresa y los socios.....	72
36. Figura 36: Permitir un nuevo socio.....	73
37. Figura 37: Financiamiento bancario .....	74
38. Figura 38: Financiamiento bancario .....	75

## INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Resultados sobre “Optimismo” .....	50
Tabla 2: Resultados sobre “Confianza” .....	55
Tabla 3: Resultados sobre la Decisión de Financiamiento .....	74
Tabla 4: Relación entre el Optimismo / Financiamiento Interno .....	76
Tabla 5: Relación entre la Confianza / Financiamiento Interno .....	77
Tabla 6: Relación entre la Prospectiva / Financiamiento Interno .....	77
Tabla 7: Relación entre Anclaje y Ajuste / Financiamiento Interno .....	77
Tabla 8: Relación entre Enmarcado / Financiamiento Interno .....	78
Tabla 9: Relación entre Costo Hundido / Financiamiento Interno .....	78
Tabla 10: Relación entre Costo Hundido / Financiamiento Interno .....	79
Tabla 11: Relación entre Conductualidad / Financiamiento Interno .....	79
Tabla 12: Matriz de Consolidación de Correlaciones .....	80
Tabla 13: Relación entre Optimismo / Conductualidad .....	82
Tabla 14: Relación entre Confianza / Conductualidad .....	82
Tabla 15: Relación entre Prospectiva / Conductualidad .....	83
Tabla 16: Relación entre Anclaje y Ajuste / Conductualidad .....	83
Tabla 17: Relación entre Enmarcado / Conductualidad .....	84
Tabla 18: Relación entre Costo Hundido / Conductualidad .....	84
Tabla 19: Matriz de Consolidación de Correlaciones .....	85

## RESUMEN EJECUTIVO

El proceso de tomar una decisión financiera, parte del supuesto de que cada una de las acciones que se planifiquen o discutan involucra dos aspectos: la maximización de utilidades y la reducción de costos. Por esto, se supone que dichas decisiones son enteramente racionales. Aquí nace la interrogante principal: ¿las personas toman decisiones racionales, no dejándose influenciar por factores conductuales que afectan la calidad de la decisión y su resultado?

Por lo anterior, se busca determinar si las decisiones financieras que se toman en las empresas familiares son racionales y por tanto responden a una jerarquía de preferencia en la utilización de recursos financieros (Pecking Order Theory), o existen factores conductuales que realmente afectan la decisión.

El estudio realizado es de diseño transeccional y de tipo relacional. Se consideró una muestra de empresas familiares del sector industrial de la región de Tacna (Perú), que contaban con una planilla superior a 20 trabajadores y por lo menos 10 años de actividad.

La investigación permitió concluir que las dimensiones que se asocian a las finanzas conductuales no tienen influencia en las decisiones de financiamiento de las empresas en Tacna. Se concluye, que los individuos que tienen relación con las decisiones de financiamiento de las empresas comerciales de la región, prefieren el financiamiento interno, a través del financiamiento por recursos propios, la reinversión de las utilidades retenidas y por tanto, la preferencia de capitalizarlas en lugar de repartir dividendos entre los socios.

## INTRODUCCIÓN

Son tres las decisiones clásicas en las finanzas: las de inversión, que buscan maximizar la rentabilidad de los excedentes de efectivo de la empresa en el menor tiempo posible, las de dividendos que determinan el destino de las utilidades del periodo (capitalización o reparto en forma de dividendos) y las de financiamiento, que buscan conseguir siempre el menor costo de capital, la sostenibilidad en el pago y la maximización de valor de la organización.

Asimismo, la Pecking Order Theory determina que, ante la disyuntiva de la fuente de financiamiento, la preferencia es dominada por el aporte de capital accionario antes que el acudir a terceros para la obtención de dichos recursos. Es aquí donde el presente trabajo incluye variables adicionales a la decisión desde la perspectiva de las finanzas conductuales que sostiene que factores como el optimismo, el anclaje y ajuste, el enmarcado, entre otros, tienen una relación determinante en las decisiones que se toman en las empresas investigadas.

Por tanto, las conductualidad en las finanzas basan su constructo en el hecho de que las personas (y por tanto el ente ficticio: empresa) cuando sienten la presencia de la incertidumbre poseen solo un sentido abstracto de la racionalidad deseada. Por ejemplo, en los procesos de sucesión de las empresas familiares, el contexto en que se toman las decisiones puede tener influencia en la determinación final, algún escenario político o social excepcional, un proceso de fusión o escisión empresarial, un determinado clima laboral, la muerte de un familiar, entre otros, que hacen que quienes son los responsables de tomar decisiones adopten una posición diferente a lo racionalmente esperado.

Por tanto, la presente investigación busca determinar en una primera instancia si los responsables de tomar decisiones lo hacen de manera racional o están influenciados por sus propias emociones. En una siguiente fase se identifica cual es la predilección de estos sobre las estructuras de financiamiento deseadas.

## CAPITULO I

### 1 Título del Tema

#### 1.1 Título del Tema

Las Finanzas conductuales y su relación con las decisiones de financiamiento en las empresas de Tacna

#### 1.2 Planteamiento del Problema

El proceso de toma de decisiones en las empresas es complejo y parte del supuesto de que cada una de las acciones que se planifiquen involucra dos aspectos: la maximización de utilidades y la minimización de costos. Esto bajo el supuesto de que las personas toman decisiones enteramente cognitivas, no dejándose influenciar por factores psicológicos y demográficos que afectan la calidad de la decisión y su resultado en la organización, tal como lo expresa (Bernoulli, 1738) en su Teoría de la Utilidad Esperada. Al respecto (Cárdenas, 2014) colocan el siguiente ejemplo para explicar dicha teoría:

Imagine que se lanza una moneda repetidas veces hasta obtener “cara” por primera vez. Se detiene el juego y se cuenta el número de lanzamientos que se han producido. El monto que el jugador ha ganado es  $2^n$ , donde  $n$  es el número de lanzamientos que se debe hacer hasta obtener la primera “cara”. Los individuos deberían pagar una suma cuantiosa puesto que el valor esperado es infinito (partiendo de que se debía pagar el valor esperado para entrar al juego), no obstante, las personas solo estarán dispuestas a pagar una pequeña cantidad por este tipo de apuestas. (pág. 16)

Este supuesto parte de la premisa de que las empresas evalúan las ganancias en función del retorno esperado, por tanto, esta podría ser una premisa para poder inferir las decisiones racionales respecto a la variable financiamiento. Este concepto también lo confirma Neumann

& Morgenstern (1944), al determinar que en la suposición de que los individuos son racionales y poseen preferencias bien definidas, y que en lugar de tomar decisiones maximizando el valor esperado de las jugadas, buscan maximizar su Utilidad Esperada.

Pero existen nuevos estudios como el de (Tversky, 1973) que afirma lo siguiente:

“Es por ello que para la heurística se encuentra explicación cuando una persona no evalúa con un proceso racional las distintas alternativas para la toma de decisiones; es decir, por la facilidad con que las personas toman las decisiones basadas en aproximaciones” (pág. 123)

Como podemos apreciar, las finanzas conductuales o neurofinanzas, se apoyan y basan su constructo en el hecho de que las personas (y por tanto las empresas) cuando existe incertidumbre poseen solo un sentido abstracto de la racionalidad deseada. Por tanto, cuando las empresas por ejemplo familiares toman decisiones, se decantan dependiendo de diversos factores, como por ejemplo cuando es coyuntural un proceso de sucesión, algún escenario político o social excepcional, un proceso de fusión o escisión empresarial, un determinado clima laboral, la muerte de un familiar, entre otros, que hacen que quienes son los responsables de tomar decisiones adopten una posición diferente a lo racionalmente esperado.

Por tanto, la presente investigación busca determinar en una primera instancia cuales son los factores que intervienen en las decisiones de las empresas familiares, y en su etapa concluyente identificará cuál de los factores supuestos (psicológicos, cognitivos y demográficos) tienen una mayor o menor influencia con las decisiones financieras de las empresas estudiadas.

### **1.3 Formulación del Problema**

#### **1.3.1 Problema General**

¿Las Finanzas conductuales tienen relación con las decisiones de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna?

### **1.3.2 Problemas Secundarios**

- a. ¿Cuál es el factor conductual más determinante en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna?
- b. ¿Cómo es la estructura de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna?

## **1.4 Objetivos**

### **1.4.1 Objetivo General**

Determinar el factor conductual más determinante en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna.

### **1.4.2 Objetivos Específicos**

- a. Determinar el factor conductual más determinante en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna.
- b. Determinar la estructura de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna.

## **1.5 Hipótesis**

### **1.5.1 Hipótesis Principal**

Las finanzas conductuales tienen una relación significativa con las decisiones de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna.

### **1.5.2 Hipótesis Secundarias**

- a. El factor “Exceso de Confianza” es el más determinante en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna.
  
- b. La estructura de financiamiento que prefieren los empresarios industriales de Tacna es la que privilegia el recurso interno.

## **1.6 Justificación**

Se justifica teóricamente, porque revisa, analiza y critica los conceptos, teorías y modelos relacionados a las finanzas conductuales, la teoría económica y el proceso de toma de decisiones, dichas variables se contextualizan de acuerdo a la realidad que se investiga y se generan las definiciones operacionales pertinentes que contribuyen al conocimiento.

Se justifica metodológicamente, porque describe, analiza y aplica modelos que desarrollan las variables de investigación. Se emplean diversas técnicas de recolección de datos y se elaboran, validan y aplican instrumentos que recolectan información que se orienta a cumplir con determinados objetivos de investigación.

Se justifica de manera práctica, porque ayuda a comprender la toma de decisiones las empresas familiares de la región Tacna, no solamente estudiando los factores tradicionales, sino también añadiendo variables teóricas que pudieran tener relación con las

decisiones empresariales de la localidad. Aporta al conocimiento, puesto que aplica ambas variables en un escenario en particular.

## 1.7 Definiciones Operacionales

- a. **Finanzas:** Las finanzas son una rama aplicada de la economía que estudia las formas en que los individuos, entidades empresariales y otras organizaciones asignan recursos a través del tiempo y toman decisiones en presencia de incertidumbre y riesgo.
- b. **Finanzas conductuales:** Las finanzas conductuales y la economía conductual son campos cercanos que aplican la investigación científica en las tendencias cognitivas y emocionales humanas y sociales, para una mejor comprensión de la toma de decisiones económicas y como afectan a los precios de mercado, beneficios y a la asignación de recursos. Los campos de estudio están principalmente ocupados con la racionalidad, o su ausencia, de los agentes económicos. Los modelos del comportamiento típicamente integran visiones desde la psicología con la teoría económica neoclásica.
- c. **Teoría de la utilidad esperada:** La teoría de la subjetividad de la utilidad esperada explica cómo medir la utilidad que siempre satisfará el criterio del riesgo-neutral, y por lo tanto sirve como una medida del resultado en la teoría de juegos. Por lo general, en el mundo real las personas muestran comportamientos de aversión al riesgo, y prefieren resultados más seguros solo toman riesgos si esperan obtener recompensa la mayoría de las veces.
- d. **Filosofía Empresarial:** es el 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.

- e. **Empresa familiar:** Las empresas familiares son organizaciones comerciales en las cuales la toma de decisiones está influenciada por los miembros de una familia capaces de ejercer sobre ella una influencia suficiente para controlarla. Estas empresas tienen como parte de su visión estratégica que las siguientes generaciones le den continuidad a la empresa llevando las riendas de esta. Por lo que las empresas en las que el único miembro que participa es el dueño y administrador no se consideran empresas familiares.
  
- f. **Política empresarial:** Las políticas son planteamientos generales o maneras de comprender que guían o canalizan el pensamiento y la acción en la toma de decisiones de todos los miembros de la organización.

## **1.8 Metodología**

### **1.8.1 Tipo de Investigación**

La presente investigación es aplicada ya que utilizarán conceptos, teorías, modelos y definiciones para generar una verdad propia en respuesta a las hipótesis propuestas. Es de enfoque mixto ya que se utilizaran datos cuantitativos y cualitativos para el cumplimiento de los objetivos de investigación. Asimismo, es descriptiva porque expondrá datos sin alteración previa del investigador y es relacional ya que se pretende establecer las dimensiones que mayor relación guardan con las decisiones de financiamiento.

### **1.8.2 Diseño**

La investigación es no experimental, ya que no manipulará deliberadamente las variables de investigación y es transeccional porque se recabará la información en un solo momento y tiempo único.

### **1.8.3 Técnicas e instrumentos de recolección de datos**

#### **1.8.3.1 Procedimientos**

Para la aplicación de las encuestas, se les requerirá información a las personas que posean información relevante que ayude a medir las variables de investigación.

Finalmente, para todos los casos la información se codificará y trasladará hacia un software estadístico (SPSS 21.0) con la finalidad de emitir la información necesaria para validar las hipótesis planteadas.

#### **1.8.3.2 Técnicas**

Para la recolección de información se utilizará la técnica de encuesta

#### **1.8.3.3 Instrumentos**

El instrumento a utilizar es el cuestionario

### **1.9 Limitaciones del Estudio**

- a. Se cuentan con pocos antecedentes en investigación sobre finanzas conductuales en la realidad peruana.

- b. El trabajo se centrará en buscar información en las empresas familiares que sean personas jurídicas, con más de 10 trabajadores y que estén en el sector industrial del distrito Tacna.
- c. La información requerida será sobre lo acontecido en el periodo 2017.
- d. Una limitante es el acceso a la información, que por su naturaleza es confidencial para los entrevistados, por tanto se prescinde de aplicar la técnica de la revisión documental para validar los datos sobre el financiamiento.
- e. Se prefiere aplicar un muestreo no probabilístico renunciando a la característica de la representatividad, por tanto el estudio tampoco pretende que sus resultados puedan generalizarse.

## CAPITULO II

### MARCO TEÓRICO

#### 2 Marco Teórico

##### 2.1 Sobre las finanzas conductuales

Las Finanzas tienen tres decisiones fundamentales: inversión, dividendos y financiamiento. Sobre esta última se ha teorizado y postulado modelos que intentan determinar los factores predictivos que influyen en la construcción de la estructura de capital de una empresa. Al respecto Moreira & Rodríguez (2006) en un estudio aplicado a 74 empresas de la Bolsa de Valores Portuguesa determinaron que el endeudamiento desempeña un importante papel en la financiación del déficit ocasionado por la realización de nuevas inversiones. Asimismo, en la revisión del marco teórico expresan que, la teoría de la jerarquización financiera o teoría del Pecking Order (PO) sugiere un orden bajo el cual las personas realizan la elección de la fuente de financiamiento cuando esta afronta un déficit financiero.

Sobre el génesis de la discusión de las finanzas conductuales, Mckean & Pla (1985) describen que, en realidad fue un problema práctico el que posibilitó uno de los descubrimientos originales que condujeron a Kahneman y Tversky, por un camino indirecto, hacia su trabajo posterior. El incidente tuvo lugar en la Universidad Hebrea de Jerusalén, a mediados de la década de los 60, cuando Kahneman, entonces un profesor novel, estaba desarrollando un curso sobre la Psicología del entrenamiento para los instructores de vuelo de la Fuerza Aérea. Utilizó entonces estudios de animales, algunos realizados con palomas, que demostraban que la recompensa era una herramienta más efectiva que el castigo.

De pronto, uno de los instructores de vuelo, sin poder esperar a que Kahneman terminara, expresó abruptamente: «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 el castigo no, porque mi experiencia la contradice». Los demás instructores estuvieron de acuerdo con él. Kahneman advirtió que lo que era cierto para los estudiantes de pilotaje debía ser también cierto para los bailarines que están aprendiendo a hacer piruetas, para los cocineros que están aprendiendo a hacer pan, para los niños que aprenden a obedecer o los vendedores que cierran un negocio. «Sólo por la regresión escribieron él Tversky (1974) y más adelante, en su libro *Judgment Under Uncertainty* (El juicio bajo la incertidumbre) el comportamiento tiende más bien a mejorar después de un castigo y a deteriorarse después de una recompensa. Por tanto, la condición humana es tal que... se obtienen mayores recompensas si se castiga a otros, y muy frecuentemente se es castigado por recompensarlos.»

También aporta a la discusión, el estudio realizado por Barberis and Huang (2008) denominado “Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices” y concluye en que muchos fenómenos financieros son difíciles de entender en el contexto del paradigma de utilidad esperado. Por lo tanto, puede ser útil documentar las implicaciones de las teorías de utilidad inexistentes y ver si ofrecen nuevas predicciones que pueden ayudarnos a dar sentido a los mercados financieros.

Barberis & Xiong (2012) en su estudio “Realization utility”, también desarrollan sobre las decisiones que se toman en las organizaciones y determinan que los inversores nunca venden voluntariamente las acciones a pérdida, mientras que en realidad lo hacen claramente.

Esto claramente describe que existen otras variables diferentes a la racionalidad absoluta que están presentes al momento de tomar una decisión.

Barberis & Thaler (2003), aportan al estudio de la conductualidad postulando "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.

Monroy (2015), expresa que, conforme el mainstream de la economía, el individuo actúa como un agente racional en el sentido que al decidir hace un análisis costo-beneficio respecto de cada uno de los cursos de acción disponibles y dentro de estos, selecciona aquel que maximice su función de utilidad; también se asume que sin importar el tipo de decisión, dentro o fuera del mercado, esta se dirige a satisfacer el interés propio (self-interest) del decisor; además se dice que los individuos se comportan consistentemente según un conjunto de preferencias exógenas y estables en el tiempo. Con todo, la economía convencional defiende vehementemente que las personas (a quienes se les designa como homo economicus) suelen actuar conforme los axiomas de lo que se denomina como Teoría de la Acción Racional (TAR).

Sevdalis & Harvey (2009), aportan una explicación de cómo la influencia del comportamiento y los sesgos cognitivos provocan una asimetría dentro de los procesos de negociación derivado de una aversión al desprendimiento de los productos por parte de los vendedores, ya que estos ignoran las posiciones de compra buscando, en un inicio, satisfacer el deseo de obtener utilidades altas y se rehúsan a una negociación para disminuir el precio de sus productos porque sienten temor al desprendimiento de los mismos a

costes muy bajos, lo que afecta el comercio y el rendimiento de los negocios.

Sobre dichas decisiones Rodriguez & Estevez (2002) expresan lo siguiente, la incertidumbre estará ligada a las dimensiones ambientales de dinamicidad y complejidad (Duncan, 1972; Lawrence y Lorsch, 1967; Thompson, 1967), mientras la hostilidad está más unida a la restante perspectiva (Tan y Litschert, 1994). Serán, por tanto la dinamicidad y complejidad percibidas las variables a partir de las cuales obtengamos la incertidumbre, siendo la metodología que en los próximos apartados se detalla. El carácter contingente de la incertidumbre respecto al proceso estratégico, ha sido analizado principalmente siguiendo el esquema entorno - estrategia - resultados obteniéndose la relación causal entre el nivel de incertidumbre del entorno y la estrategia idónea a implantar por la empresa para el logro de los mejores resultados. Tal es el caso de Swamidass y Newell (1987) que analiza la implicación de la incertidumbre percibida en los requerimientos de flexibilidad de las estrategias de fabricación y el papel de los directivos en la toma de decisiones con el objetivo de determinar su influencia en los resultados.

Alves (2011), comprueba la influencia de heurísticos como el comportamiento de manada, anclaje y ajuste y la contabilidad mental en los ejecutivos de distintas empresas portuguesas, afirmando que cuando mayor es el ambiente de incertidumbre los heurísticos antes mencionados tienen una mayor presencia. Asimismo, Kahneman & Tversky (1986) en el desarrollo de su teoría prospectiva declaran que “cuando nos enfrentamos con la teoría de asignar probabilidades a resultados inciertos las personas tienen predisposición a usar las heurísticas cognitivas que tienen como producto, sesgos sistemáticos.

Monroy (2016) también afirma sobre las finanzas conductuales que, el análisis económico convencional suele asumir que las actitudes de los individuos respecto del riesgo (aversión, propensión o neutralidad)

son continuamente consistente independientemente de que el resultado de la decisión se presente como algo favorable (la probabilidad de ganar una cantidad determinada de dinero) o desfavorable (la probabilidad de perder la misma cantidad de dinero). De manera que, desde una perspectiva descriptiva, un individuo que es propenso al riesgo, tiende a comportarse de la misma manera independientemente de si el riesgo al que se expone supone un resultado negativo o positivo. Por otro lado, y según el mismo mainstream, la situación subjetiva y previa a la decisión no es una variable relevante en un escenario de incertidumbre, el origen del dinero con el que cuenta el individuo al momento de decidir, no tiene por qué afectar la decisión. Empero, conforme el BE, tales asunciones son susceptibles de mayor precisión, o incluso pueden objetarse por incorrectas.

En efecto, en uno de los seminales artículos del enfoque del BE, Kahneman y Tversky (1979) formularon la que ellos mismos denominaron como la “Teoría Prospectiva”, según la cual, en escenarios de incertidumbre, a los individuos no les resulta tan relevante las magnitudes de cada posible resultado, como si lo es el punto referencia en el que se encuentra al momento de decidir. Así, en escenarios de incertidumbre (contrario a lo defendido por el mainstream de la economía) el individuo suele tomar en cuenta su situación subjetiva y previa a la decisión, es decir, su referencia inicial. De manera más concreta, se dice que la formación de las preferencias, la evaluación de las opciones de decisión disponibles está más determinada por las comparaciones que se hacen a partir de un punto focal que por los resultados absolutos que cada opción representa. Desde la perspectiva del “BE”, a este supuesto comportamental se le suele denominar como “dependencia de la referencia”

Conthe (2003) en su investigación describe que a pesar de que la Teoría de la Perspectiva (TP) y la psicología de las finanzas son

relativamente recientes, ya se han aplicado en muchas empresas y sectores. Esto, debido a que la Teoría de la Perspectiva tiene base empírica que aspira a probar como las personas se comportan en realidad, dejando de lado muchas veces la racionalidad. El estudio de Morales y Rodríguez (2016) describe que la gestión de la innovación necesita para que se tomen las decisiones, un ambiente de incertidumbre, sin perjuicio de la calidad de la determinación. Cortada de Kohan (2008), en su estudio hace una presentación de heurísticos y sesgos de Kahneman, en cuya investigación se demuestra que, en las intuiciones de las personas sobre la probabilidad de los hechos, se producen muchos sesgos como la falacia de la ley de los pequeños números, el de conjunción, entre otros. Asimismo, Kahneman & Tversky (1986) también describe tres heurísticos con fines generales: accesibilidad, la representatividad y el anclaje o ajuste.

Finalmente Montoy (2016) genera un discurso conciliador y expresa que, en síntesis, en lo que respecta al supuesto comportamental tradicionalmente defendido por la economía convencional, la “Teoría Prospectiva” puede al menos complementarlo y dotarlo de mayor congruencia con la realidad, mediante la introducción de importantes elementos comportamentales, entre ellos, (i) la denominada “reference dependence” y (ii) la “aversión a las pérdidas”. Para nuestros efectos, vale decir que de la “Teoría Prospectiva” se derivan una serie d anomalías cognitivas, entre ellas, el sesgo de status quo, el cual se entiende como la tendencia anómala de los individuos a favorecer la “inercia” en la toma de decisión, es decir, a mantener el estado de cosas, la referencia inicial (status quo) y una correlativa tendencia a abstenerse de tomar decisiones que modifiquen dicho status quo, esto último aun cuando la opción alternativa pueda representar un mejor resultado.

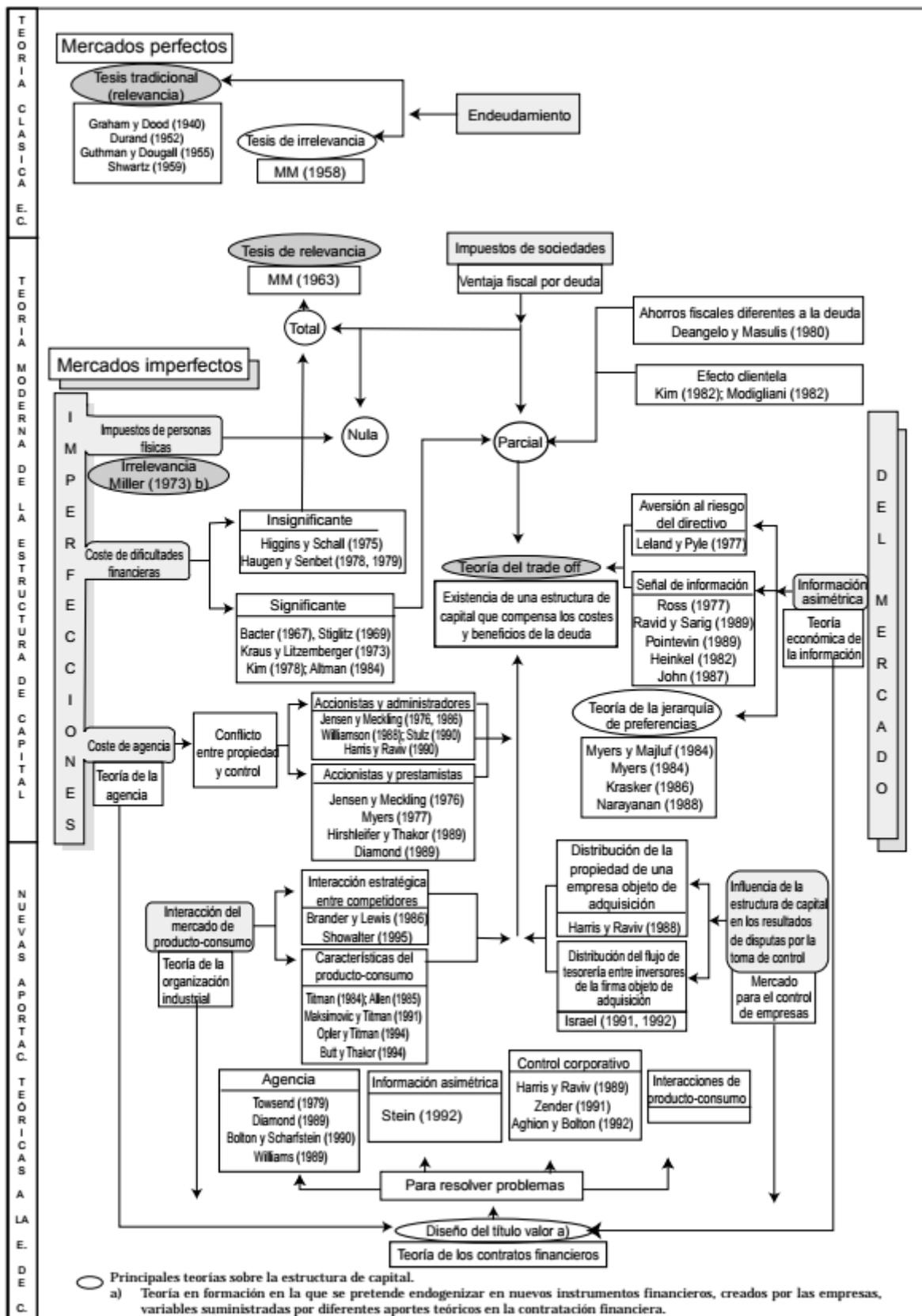
## **2.2 Sobre las decisiones de financiamiento**

Sobre el origen de la teorización de las decisiones de financiamiento, Betancor (2001) desarrolla lo siguiente, en 1958 Modigliani y Miller (M-M) publican "The Cost of Capital, Corporation, Finance and the Theory of Investment". En ese trabajo los autores sostuvieron que la política financiera de la firma no afecta su valor (Proposición I). Asimismo, M-M establecieron que el costo ponderado del capital permanecerá igual no importa cuál combinación de fuentes financieras la firma escoja (Proposición II). En equilibrio y con mercados de capitales perfectos, las proposiciones de M-M son aceptadas por la teoría económica. No obstante, lo irreal de los supuestos en que se basan (información perfecta sobre los flujos de fondos de la firma, inexistencia de impuestos, las empresas pueden ubicarse en grupos de riesgo similar, sustituibilidad entre el endeudamiento corporativo y el personal) ha llevado a los economistas a profundizar acerca de en qué condiciones la estructura financiera importa.

Mackie Mason (1990) señala que los costos asociados a los procesos de quiebra, la deducibilidad de los intereses en el pago del impuesto a la renta y los costos de transacción de los distintos instrumentos financieros determinan la combinación deuda/capital accionario.

Rivera (2001) también sobre los orígenes de las teorías del financiamiento expresa lo siguiente, Miller y Modigliani, (1963), al introducir a su modelo inicial los impuestos de sociedades, dieron marcha atrás a sus preliminares conclusiones; sugieren que dado que la ventaja fiscal por deuda se puede aprovechar totalmente, lo ideal sería endeudarse al máximo. No obstante, otros estudios mostraban que este beneficio sólo era parcial debido a que las empresas tienen opción a otros ahorros fiscales diferentes a la deuda y, también, por cierto efecto clientela que producen las imperfecciones del mercado. Desde el contexto de mercados imperfectos surgen otras tres teorías (teoría de irrelevancia de Miller, teoría del trade-off y la teoría de la jerarquía de preferencias) que pretenden involucrar algunas

deficiencias del mercado, tales como los impuestos de personas físicas, los costos de dificultades financieras, los costos de agencia y la información asimétrica



Fuente: Rivera (2010)

## 1. Figura 01: Modelos de Financiamiento

Berlingeri (2003) en su estudio "Trade off o Pecking Order, una investigación sobre las decisiones de financiamiento, evalúa el grado en que las predicciones del modelo se ajustan a la realidad de las empresas. La conclusión más relevante, es que la POT explica mejor la conducta financiera de las organizaciones, pero encuentra que dicho modelo no es aplicable cuando se trata de empresas jóvenes y en crecimiento o con empresas de países emergentes. (Sarmiento, 2005), en su investigación confronta los resultados teóricos y empíricos sobre los determinantes en la construcción de la estructura de capital. A través de dicho estudio se explica que existen diferentes prácticas que se aplican en el momento de tomar una decisión de financiamiento de fuente menos costosa. Además, determina que, elegidas la estructura financiera, esta se convierte en óptima cuando esta permite maximizar el valor de la firma al menor costo. Esto, dentro del contexto de que, según la PO, al respetar el mandato de los accionistas, la mejor selección es el autofinanciamiento.

En un estudio posterior, en donde se toma una muestra de 39 empresas en un periodo de tiempo de 10 años, se identifica que en concordancia con la PO las empresas más grandes están más diversificadas y por tanto presentan menores costos de asimetrías de información, lo que les genera la necesidad de un desapalancamiento del negocio. Contrasta sus resultados contra otra teoría "Static Tradeoff" que sugiere que las empresas con mayores capitales presentan menores costos de bancarrota, son menos riesgosas y por tanto la estructura de capital es influenciada por las condiciones que va presentando progresivamente el mercado (Wadnigar, 2008).

En su estudio Mongrut, Fuenzalida, Pezo & Teply (2010) contrariamente a lo esperado rechaza la afirmación de la jerarquización financiera, es

decir, determina que la PO no contribuye a explicar la política endeudamiento de las empresas en el periodo analizado. Dicha conclusión sugiere que las organizaciones tienen predilección por contraer deuda en lugar de recurrir al autofinanciamiento con los fondos generados. Este resultado contradice el modelo de jerarquización financiera que sostiene que las empresas seleccionan sus fuentes de financiamiento en función del costo de capital de estas, posteriormente recurren al autofinanciamiento y tienen como última opción la emisión de acciones.

Mondragón (2011) describe que, la teoría de la jerarquía de las preferencias supone que la empresa no tiene una estructura óptima de capital, contrario a lo que sugiere la teoría del trade off. En su planteamiento, tiene en cuenta algunas imperfecciones de los mercados, en especial las relacionadas con la presencia de información asimétrica en ellos (Moreira Da Silva, 2006). En los mercados perfectos, la información no tiene costo y está disponible para todos los inversionistas sin restricción alguna, lo que implicaría que todos los participantes del mercado poseen información simétrica sobre todas las firmas que buscan financiación en él. Cuando los mercados no son perfectos y hay incertidumbre en ellos, puede haber diferencias en la disponibilidad de la información y son los directivos de las empresas los más aventajados en el acceso a ella. Por supuesto, esta situación genera la aparición de conflictos entre los administradores del ente, los accionistas, los acreedores y los potenciales inversores.

Un estudio mucho más acotado de Ferrer & Tresierra (2009) determina que los modelos que describen cómo se determinan las estructuras de capital se enfrentan a varias limitaciones cuando tratan de explicar el comportamiento financiero de las Pymes principalmente porque dichos supuestos teóricos sólo pueden ser verificados parcialmente en la estructura de capital finalmente adoptada. Esto, porque a diferencia de las grandes empresas, los problemas de asimetría de la

información son mayor por la informalidad y la falta de historial financiero y operativo. Además, por su misma naturaleza, las Pymes generalmente poseen la motivación de mantener la propiedad y el control del negocio, condicionando con esto sus propias decisiones financieras.

Asimismo, Mondragón–Hernández (2011), en la revisión teórica describe que la PO supone que las empresas no tienen una estructura óptima de capital como si lo afirma la teoría del trade off, sino, esta depende de la disponibilidad de información si es que se tratase de mercados perfectos. También, encuentra diferencias con las investigaciones de Modigliani & Miller por la noción de valor de mercado de la firma.

Aybar, Casino & López (2001), en su trabajo intenta obtener evidencia empírica acerca del cumplimiento de la PO en la definición de la estructura financiera de las empresas, diferenciando en sus hipótesis de trabajo, las Pymes y la gran empresa, teniendo como resultado que en las empresas pequeñas se cumple parcialmente dicha teoría y confirma que las oportunidades de crecimiento si influyen de manera relevante en la estructura financiera adoptada estas organizaciones. En la revisión teórica del estudio, se explica que el enfoque PO se aplica de forma específica también a las pequeñas empresas, donde las asimetrías de información son mayores. Esto, se sustenta en la frecuencia con la que dichas empresas son gestionadas por un solo director que es accionista principal o único del capital accionario. Dicha decisión, tiene como objetivo evitar el intrusismo en la gestión, pero no necesariamente sea el fin principal conseguir una estructura de capital óptima. Por otro lado, Jiménez & Palacin (2006), observan que las empresas medianas y pequeñas tienen diferencias relevantes en su nivel de deuda, escenario que no se repite en el grupo de las grandes empresas.

Otro estudio importante, realizado por Briozzo, Vigier, Castillo, Pesce & Speroni (2016) en el que analizan si existen características diferenciales en las pequeñas y medianas empresas en función de su tamaño y su constitución legal en empresas de la Argentina. El resultado que se obtiene es que las empresas de mayor tamaño si deciden por la obtención de deuda. Por su parte Kahneman (2015), afirma que la heurística de juicios es útil, pero a veces conduce a graves errores sistemáticos. Dicho estudio se concentra en los sesgos, ya que estos proporcionan evidencia relevante sobre la heurística de los juicios.

Según Pandey (2001), la jerarquización financiera es el modelo que mejor explica la estructura de capital en el caso de las empresas de Malasia. La deuda se dividió en deuda de corto plazo, de largo plazo y deuda total. A diferencia de los resultados mostrados en los países desarrollados, las oportunidades de inversión no tienen un impacto significativo en la deuda. De acuerdo con la investigación de Singh y Kumar (2008), la evidencia sugiere la presencia de un óptimo de endeudamiento en las empresas indias, es decir, el apalancamiento objetivo explicaría mejor la política de endeudamiento de las empresas indias. En lo que respecta a las investigaciones que abarcan un mayor número de países, Farhat, Cotei y Abugri (2009) realizaron un estudio con datos de 37 países y encontraron que en aquellos donde los mercados financieros se encuentran menos desarrollados y las empresas usan menos el mercado de capitales como fuente de financiamiento, estas poseen un costo de capital propio más elevado, utilizan más sus propios recursos y más la deuda de corto plazo, que empresas en países donde los mercados financieros están más desarrollados.

Rivera (2001) concluye en su estudio lo siguiente, la teoría de la jerarquía financiera se contrapone a todo trabajo analítico orientado a identificar los factores determinantes de la estructura óptima de capital, al sostener que las empresas siguen una secuencia de

preferencias jerárquicas sobre las distintas fuentes de financiación que va seleccionando a medida que las más apetecidas se vayan agotando. El nivel de preferencias empieza por la utilización de fondos internos (autofinanciación), en segundo lugar se decide por el endeudamiento bancario, posteriormente la emisión de títulos de renta fija y dejando como última alternativa la emisión de acciones propias. De esta forma las empresas no tienen un ratio de endeudamiento objetivo, y su ratio en un momento dado no es más que el resultado de su particular historia de restricciones. En versiones más actualizadas se ha enfatizado en las limitaciones originadas por la información asimétrica, y los costos de dificultades financieras sobre la estructura de capital.

Wadnipar (2008), expresan lo siguiente, (Swinnen, Voordecker y Vandemaele (1999) explican que Titman y Wessels (1988), Rajan y Zingales (1995) y Graha (1996) encontraron que en mercados perfectos las empresas ajustan inmediatamente su tasa de deuda óptima; sin embargo, cuando se presentan imperfecciones en el mercado tales como costos de transacción, ajustes y restricciones del Estado, las empresas no alcanzan una tasa de deuda óptima de forma inmediata, sino en un intervalo de tiempo. Spies (1974), Taggart (1977) Jalilvand y Harris (1984) y Ozcan (2001) mostraron que el comportamiento financiero de las empresas se explica mejor por un modelo parcial de ajustes integrado por dos etapas. La primera consiste en la obtención de la información para alcanzar la tasa de deuda óptima, y la segunda se refiere a un ajuste gradual de la estructura de capital de las empresas para alcanzar la tasa de deuda objetiva. Por otro lado, la segunda teoría se basa en los costos de asimetrías de información y afirma que las empresas determinan su estructura de capital óptima por la diferencia entre el flujo de caja interno y el déficit financiero. Para esto imponen una jerarquía en sus decisiones financieras que se representan en el siguiente orden:

- a. Las empresas prefieren financiamiento interno (utilidades retenidas).
- b. Si se necesita financiamiento externo, escogen deudas seguras antes que riesgosas.
- c. Ponen a la venta acciones. Esta posibilidad se puede presentar en un nivel muy bajo.

Asimismo, Wadnigar & Cruz (2008) afirman lo siguiente, Dividendos (DIV). La teoría del Pecking Order establece que las empresas deben adaptar el pago de los dividendos a sus oportunidades de inversión; sin embargo, existen políticas de dividendos establecidas por los accionistas que no lo permiten y, por tanto, muchas veces en ausencia de fondos generados internamente, las empresas prefieren recurrir a la emisión de deuda segura, en segundo lugar, a deuda riesgosa y, en última medida, a la venta de acciones para financiar el pago de los dividendos. Se concluye que en esta teoría la relación entre la deuda y los dividendos es positiva. La teoría de Static Tradeoff predice, por el contrario, una relación negativa. La explicación de esto se fundamenta en la teoría de los Costos de Agencia formulada por Michael Jensen, en la cual explica que, cuando se presenta un exceso de flujo de caja en la empresa, los accionistas tratan de evitar que los directivos utilicen el dinero de forma inapropiada. En relación con el tema de dividendos y deuda, los accionistas tienen dos opciones para evitar que se utilice el dinero en la generación de proyectos con vpn negativo: incrementar el nivel de deuda adquirida por la empresa o adoptar una política intensa de reparto de dividendos, es decir que el nivel de dividendos y la deuda estarían relacionados de forma negativa. La teoría de Pecking Order afirma que una unidad de incremento en la inversión en activos fijos se debería reflejar de la misma forma en el nivel de deuda de la empresa. De la misma forma la teoría de Static Tradeoff afirma que la inversión y la deuda están positivamente relacionadas, ya que las

inversiones realizadas en activos fijos permiten aumentar el nivel de activos tangibles en la empresa, con lo cual se tendría un mayor colateral para servicio a la deuda. En el caso del capital de trabajo la teoría de Pecking Order establece que la relación entre cambios en el capital de trabajo y la deuda es positiva. De igual forma la teoría de Static Tradeoff predice lo mismo. Frank y Goyal (2002) explican que cuando una empresa adquiere deuda a largo plazo y recibe el efectivo tiene la opción de invertir el dinero en capital de trabajo mientras lo utiliza para su opción inicialmente considerada.

## **CAPITULO III**

### **MARCO REFERENCIAL**

### **3 Marco referencial**

#### **3.1 La Región Tacna**

Según el (Banco Central de Reserva, 2014):

La región Tacna cuenta con elevado potencial de desarrollo y cuenta para ello con tres fortalezas principales: ingentes riquezas naturales, una posición geográfica privilegiada y un elevado capital humano. Efectivamente Tacna cuenta con grandes reservas mineras, cuya explotación sostenible permitirá consolidarla como una de las regiones con el mayor ingreso per cápita del país. La ubicación geográfica de Tacna, en la frontera con Chile y Bolivia y cerca del mercado argentino, permitiría un desarrollo comercial con el sur y su interconexión con el resto del país.

#### **3.2 Dinámica Poblacional de la Región**

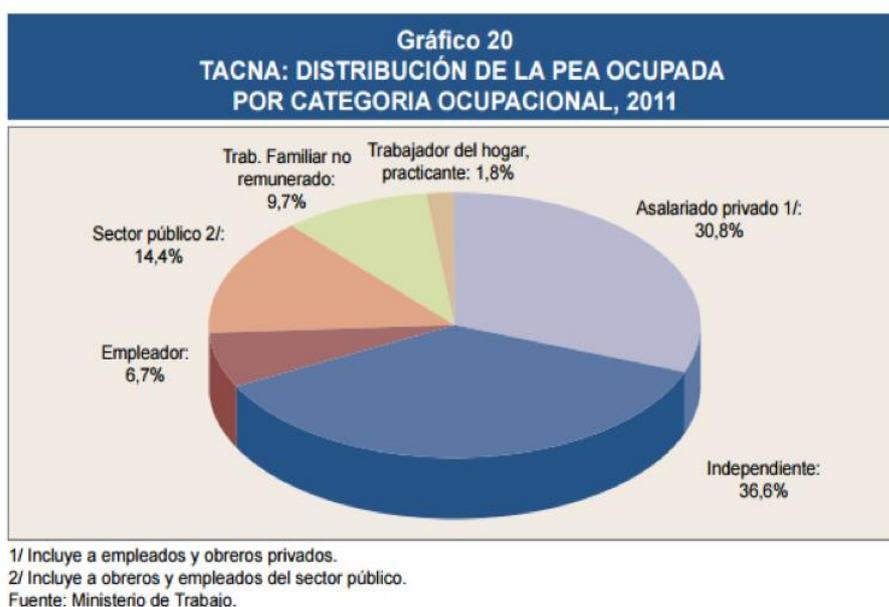
En base a las cifras determinadas por (Banco Central de Reserva, 2014)

En el 2007, la población de la Región Tacna era de 289 mil habitantes representando el 1,2 por ciento de la población total del país, cuando en 1940 era de 0,6 por ciento. Entre 1940 y el 2007, la población de la región ha crecido a una tasa promedio anual de 3,1 por ciento y la urbana a 4 por ciento anual llegando a ser esta última casi 14 veces más que la de 1940. En el último periodo censal (1993-2007), el crecimiento poblacional de la región fue de 2 por ciento promedio anual y la del área rural, 0,8 por ciento.

#### **3.3 La Población Económicamente Activa**

En el informe Económico Social elaborado por el (Banco Central de Reserva, 2014) se describe lo siguiente:

El Ministerio de Trabajo, teniendo como fuente a la ENAHO (INEI), proporciona información sobre el empleo en la Región Tacna. Se aprecia que del total de la población en edad de trabajar, el 71,3 por ciento es población económicamente activa (141 379 personas) y el resto es población inactiva (conformada por pensionistas, estudiantes, etc.). Los ocupados son alrededor de 134 mil personas (94,8 por ciento de la PEA) y los desocupados, 7 mil personas.



**Fuente:** (Banco Central de Reserva, 2014)

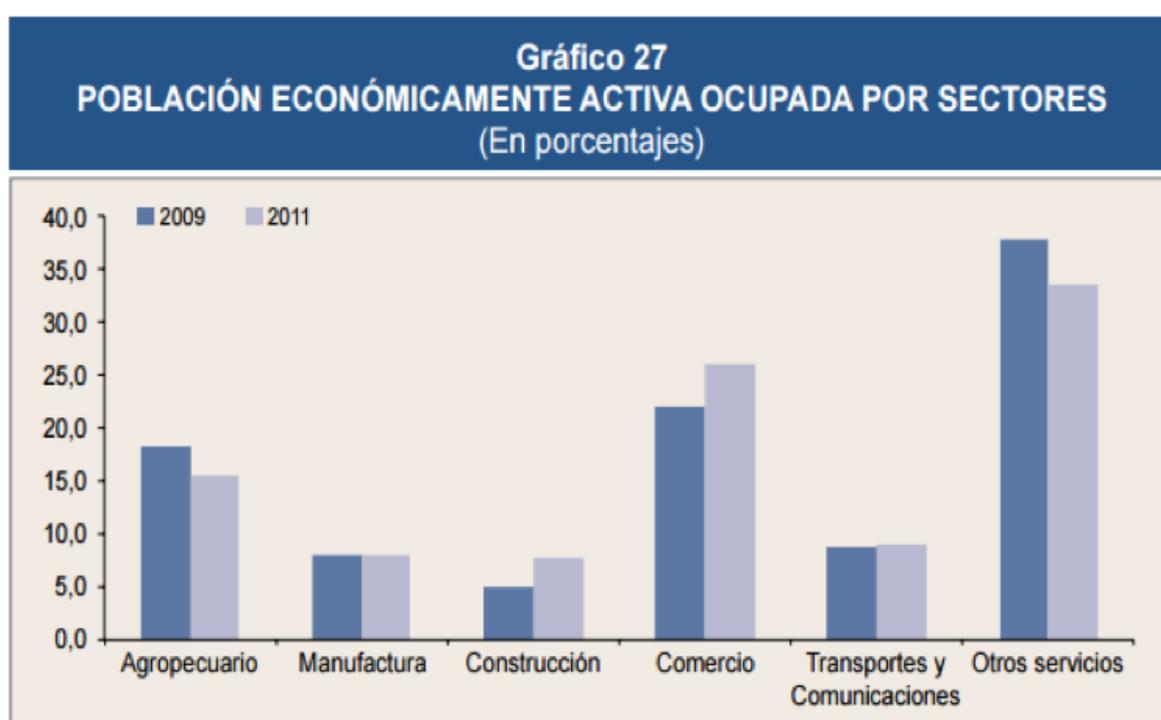
## 2. Figura 02: PEA en Tacna

Una gran parte de la población económicamente activa en la región Tacna conformado por los independientes, el asalariado privado, el trabajador familiar no remunerado, los trabajadores del hogar tienen relación con la participación de las empresas familiares en la economía local. Por tanto se puede determinar que la influencia de las empresas familiares en Tacna es determinante para su sostenimiento y desarrollo.

Esta PEA ocupada trabaja fundamentalmente en el principal motor de la economía local que son los servicios y el comercio que agrupan la mayor parte de la población económicamente activa. La industria extractiva, que comprende las ramas de agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y minería participa de manera minoritaria en dichas estadísticas.

Si apreciamos la PEA sectorial determinada por el (Banco Central de Reserva, 2014)

**Fuente:** (Banco Central de Reserva, 2014)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática.

### 3. Figura 03: PEA por sectores

Sobre el desarrollo de la región Tacna en los últimos 10 años, la actividad productiva pese a ser todavía insuficiente y poco competitiva incluso a nivel nacional registró un crecimiento anual de 4,7 por ciento, algo menor que la tendencia nacional cuyo promedio ha sido del 6,3 por ciento%.

Este resultado responde, sin embargo no a un fortalecimiento del parque industrial, sino al mayor precio de los metales a nivel

internacional. Dicha actividad extractiva se contrajo cerca de 1 por ciento promedio anual en el dicho periodo.

### **3.4 La Empresa Familiar**

Al respecto (Pascual, 2015) expone que:

El estudio de la Empresa Familiar ha alcanzado un notable protagonismo durante las dos últimas décadas, y ello queda patente en la proliferación de literatura sobre este tipo de empresas.

A finales de los sesenta empezaron a aparecer los primeros artículos especializados en el estudio de la Empresa Familiar. Durante los setenta se comenzaron a realizar los primeros estudios y se formularon los modelos sobre su estructura y comportamiento organizacional. En los ochenta ya se investigó en mayor profundidad la Empresa Familiar, y desde hace algo más de 20 años se ha producido el verdadero auge del interés por este tipo de empresas, convirtiéndose en uno de los temas de investigación más relevantes. Esto es debido a la importancia de la Empresa Familiar en las principales economías del mundo. (p.04)

(Pascual, 2015) expone que:

El concepto de Empresa Familiar puede abarcar muy diversas características, las cuales son consideradas más o menos importantes según el autor o autores de los que se trate. Algunas dimensiones determinantes en la delimitación del concepto son: la propiedad y dirección mayoritariamente en manos de una familia, la transferencia del negocio a través de las distintas generaciones, y la implicación de dicha familia en todo lo concerniente a la empresa. (p.06)

(Andrade, 2015), presenta las diferencias entre las empresas familiares y las no familiares en el siguiente cuadro:

Tipos de empresa	Empresa familiar	Empresa no familiar
<b>Rasgos</b>		
Propiedad	En manos de una misma familia	No existe una propiedad familiar mayoritaria
Nexos afectivos con los propietarios	Valores culturales y tradicionales de la familia están enraizados en la organización	Ninguno o en grado menor. Las empresas anónimas están menos relacionadas afectivamente
Visión y futuro	Compartida y sustentada en una motivación y en la confianza más allá de los aspectos económicos	Basada en aspectos económicos y en una motivación semi impuesta
Poder y control de la actividad empresarial	Miembros de la misma familia	No tienen porque estar relacionados familiarmente
Continuidad del negocio	Forma sucesoral (hereditario)	No son determinados por factores hereditarios
Legitimidad	Podría ser cuestionada, como consecuencia de una no aceptación de la sucesión	La legitimidad está amparada por la base legal.
Capacidad de dirigir	El propietario siempre tiene la posibilidad de ejercer la dirección de la empresa	La dirección está basada en habilidades y estilos de gerencia
Valoración de la propiedad	Debido a su estructura de propiedad familiar, la valoración que se haga de las acciones de propiedad pudieran verse sub valuadas ante una eventual venta del componente accionario	Por no existir impedimento en la estructura accionaria de tipo familiar, la valoración de las acciones puede ser más realista y transparente
Empleo, salario y dividendos	Puede generarse distorsión basada en las relaciones afectivas de los integrantes con la empresa	Hay una tendencia a dejar de lado las relaciones afectivas para actuar sobre estas variables
Confianza, disciplina y comunicación	Tiende a ser más laxa e informal. Objetivos son menos claros y están menos definidos. Comunicación tiende a ser extraoficial	Existe mayor formalidad en los objetivos y en la comunicación

Fuente: Pascal (2002)

#### 4. Figura 04: Empresa familiar y no familiar

La empresa familiar pareciera estar signada por el conflicto, y ello es debido a las características propias que tienen esas organizaciones

de reflejar no sólo las avenencias particulares de sus relaciones, sino las discrepancias emocionales que son propias de los ambientes familiares y de negocios. La empresa familiar debe cargar el peso de una estructura emocional que lejos de brindarle apoyo y soporte para su existencia, pudiera significar el rompimiento de lazos psicológicos de alta trascendencia personal entre sus miembros. Los conflictos aparecen cuando las reglas, roles o necesidades del sistema familiar se introducen en las reglas, roles o necesidades del sistema del negocio. También pueden ocurrir conflictos cuando los patrones de comunicación de un sistema se tratan de instalar en el otro o cuando se generan enfrentamientos de intereses entre los dos sistemas. (p.08)

## **CAPITULO IV**

### **RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **4 Metodología**

##### **4.1 Tipo de investigación**

La presente investigación es aplicada ya que utilizarán conceptos, teorías, modelos y definiciones para generar una verdad propia en respuesta de las hipótesis propuestas. Es de enfoque mixto ya que se utilizaran datos cuantitativos y cualitativos para el cumplimiento de los objetivos de investigación. Asimismo, es descriptiva porque expondrá datos sin alteración previa del investigador y es relacional ya que se pretende establecer el grado de influencia de la variable independiente sobre la dependiente.

##### **4.2 Diseño**

La investigación es no experimental, ya que no manipula deliberadamente las variables de investigación y es transeccional, porque se recabará la información en un solo momento y tiempo único.

##### **4.3 Población**

Para efectos del estudio se ha determinado como población el total de clientes con préstamos activos en el Banco Scotiabank, sede Tacna

##### **4.4 Muestra**

Para efectos de la investigación se considera una muestra no probabilística y a conveniencia de 21 personas. Esto por la dificultad

de recabar respuestas que sean valiosas para el presente trabajo de investigación

## **4.5 Técnicas e instrumentos de recolección de datos**

### **4.5.1 Procedimientos**

Para el recojo de la información se aplicará la técnica de la encuesta a través de un cuestionario estructurado en base a los lineamientos para el determinar el nivel de conductualidad en las decisiones de las empresas postulado por Kahneman & Tversky

Para su aplicación se solicitará autorización a los directivos de la entidad para aplicar cuestionarios estructurados a las personas que posean información relevante que ayude a medir las variables de investigación.

Finalmente, para todos los casos la información se codificó y trasladará hacia un software estadístico (SPSS 21.0) con la finalidad de emitir la información necesaria para validar las hipótesis planteadas.

### **4.5.2 Técnicas**

Para la recolección de información se utilizará la técnica de la encuesta a través de un cuestionario estructurado.

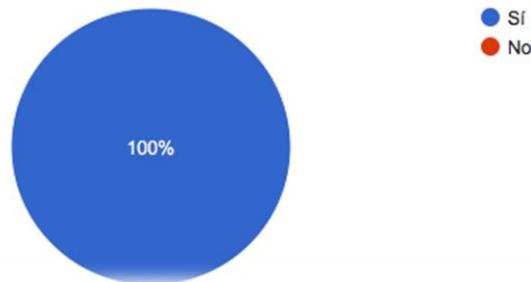
### **4.5.3 Instrumentos**

El instrumento a utilizar es un cuestionario estructurado

## **4.6 Resultados obtenidos**

Tengo alguna influencia en las decisiones de financiamiento de la empresa como por ejemplo: la solicitud de prést... con proveedores, leasing, entre otros

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 5. Figura 05: Influencia en las decisiones de financiamiento

### Interpretación:

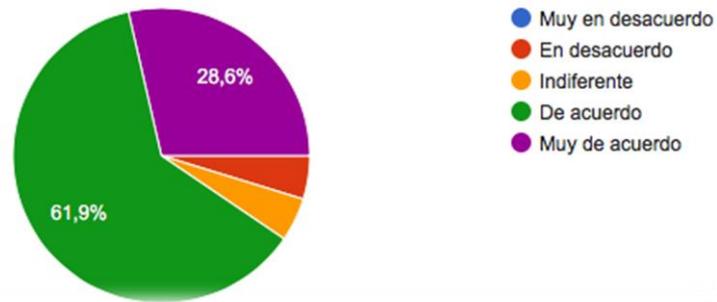
Los resultados evidencian que los encuestados tienen relación y/o influencia con las decisiones de financiamiento de la empresa. Esto porque se encuestó principalmente a dueños de las empresas que tienen algún tipo de producto financiero con el Banco.

Esta característica es el punto de partida para que los resultados de la investigación sean confiables respecto a las posiciones que dicho propietarios toman de acuerdo a los diferentes escenarios que se le van presentando y determinar si dichas posturas las toman en un escenario de conductualidad o racionalidad.

### 4.6.1 Respecto a la variable “Optimismo”

### En tiempos difíciles, suelo esperar lo mejor

21 respuestas



Ç

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 6. Figura 06: Suelo esperar lo mejor

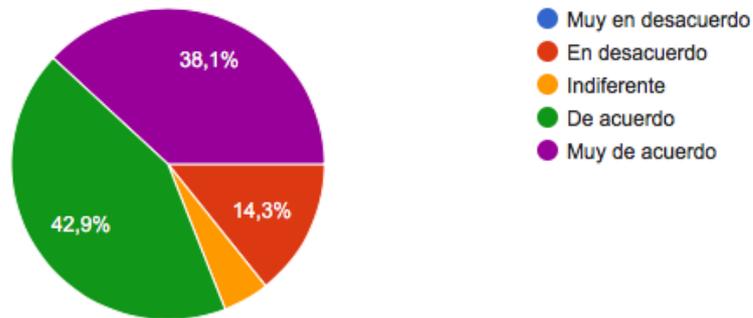
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 90% con afirmación positiva es reflejo de que son optimistas respecto al futuro. Dichas preguntas están basadas en un cuestionario de "Orientación hacia la vida"

Esta característica es el punto de partida para poder verificar el nivel de optimismo de los encuestados, puesto que se asume que ante un mayor nivel de optimismo las decisiones son menos racionales y por tanto ingresan al terreno de la conductualidad que la investigación postula.

## Me resulta fácil relajarme.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 7. Figura 07: Resulta fácil relajarme

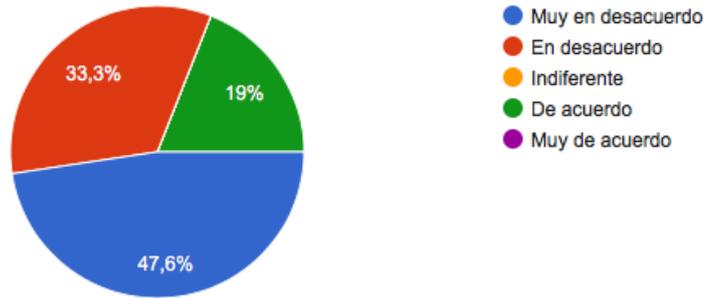
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 81% con afirmación positiva, se puede determinar que las personas pueden "liberarse" de las influencias emocionales y por tanto la calidad de sus decisiones pueden ser mejores. Esto también contribuye a la determinación del optimismo

Personas que no poseen estas características, es decir no optimistas, pueden ver afectadas sus decisiones de financiamiento hacia estructuras menos apalancadas por el "temor" a que no se puedan cumplir con los compromisos bancarios adquiridos.

Si algo malo me tiene que pasar, estoy seguro de que me pasará.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 8. Figura 08: Si algo malo tiene que pasar, pasará

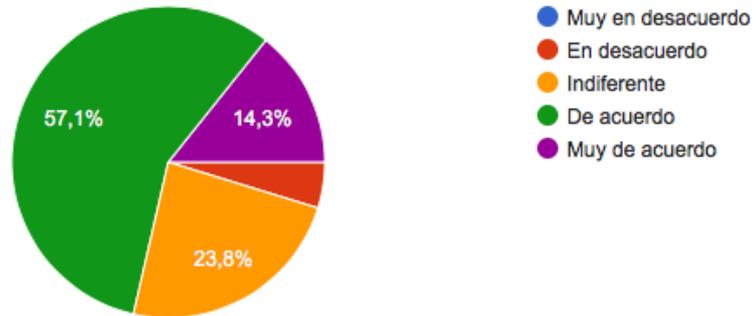
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 81% con afirmación negativa, se puede determinar que las personas sienten que pueden evitar las cosas malas y que no necesariamente les “pasé”.

Esto contribuye al escenario de amplio optimismo en el que las decisiones que se toman tienen las características de velocidad, asociatividad y emocionalidad que están presentes en escenarios altamente conductuales.

## Siempre soy optimista respecto al futuro

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 9. Figura 09: Soy optimista respecto al futuro

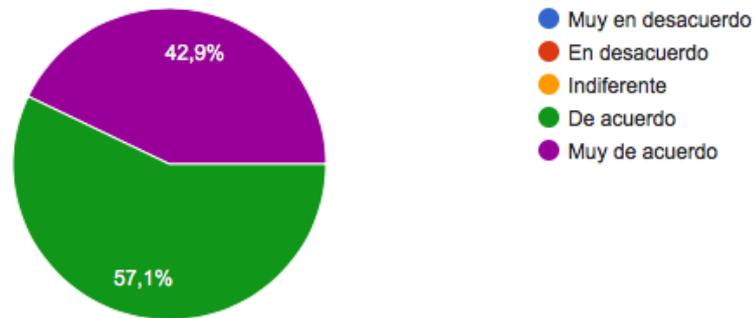
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 71% con afirmación positiva, se puede determinar que las personas sienten que el futuro para ellos es adecuado

Esto contribuye al escenario del optimismo en el que las decisiones que se toman tienen las características de velocidad, asociatividad y emocionalidad que están presentes en escenarios altamente conductuales.

## Disfruto bastante de mis amistades.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 10. Figura 10: Disfruto de mis amistades

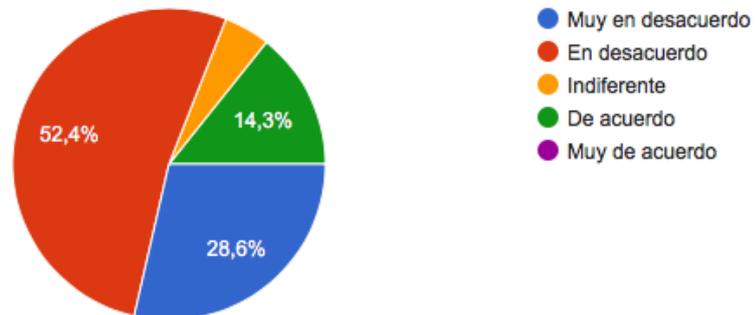
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas al 100% con afirmación positiva, se puede determinar que las personas disfrutan de sus amistades y por tanto son en parte emocionales y pueden dejarse llevar por el razonamiento “en manada”

Esto contribuye al escenario del optimismo en el que las decisiones que se toman tienen las características de velocidad, asociatividad y emocionalidad que están presentes en escenarios altamente conductuales.

## Casi nunca cuento con que me sucedan cosas buenas.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 11. Figura 11: No espero cosas buenas

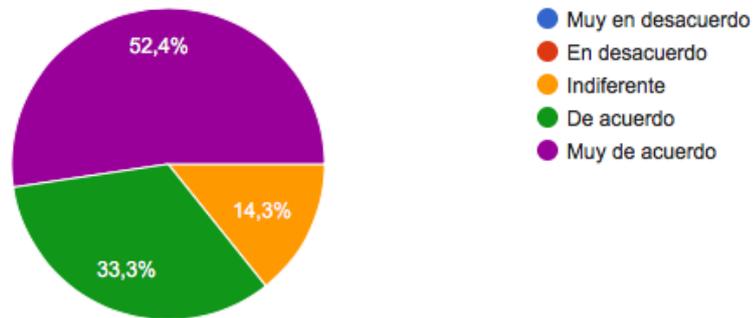
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas superiores al 81% con afirmación negativa, se puede determinar que las personas esperan siempre escenarios positivos en su accionar. Aunque, es de observar que un 14.3% se encuentra en el rango de las personas que no esperan escenarios que les favorezcan.

Esto contribuye al escenario del optimismo en el que las decisiones que se toman tienen las características de velocidad, asociatividad y emocionalidad que están presentes en escenarios altamente conductuales.

## En general, espero que me ocurran más cosas buenas que malas.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 12. Figura 12: Espero que me ocurran más cosas buenas que malas

#### Interpretación:

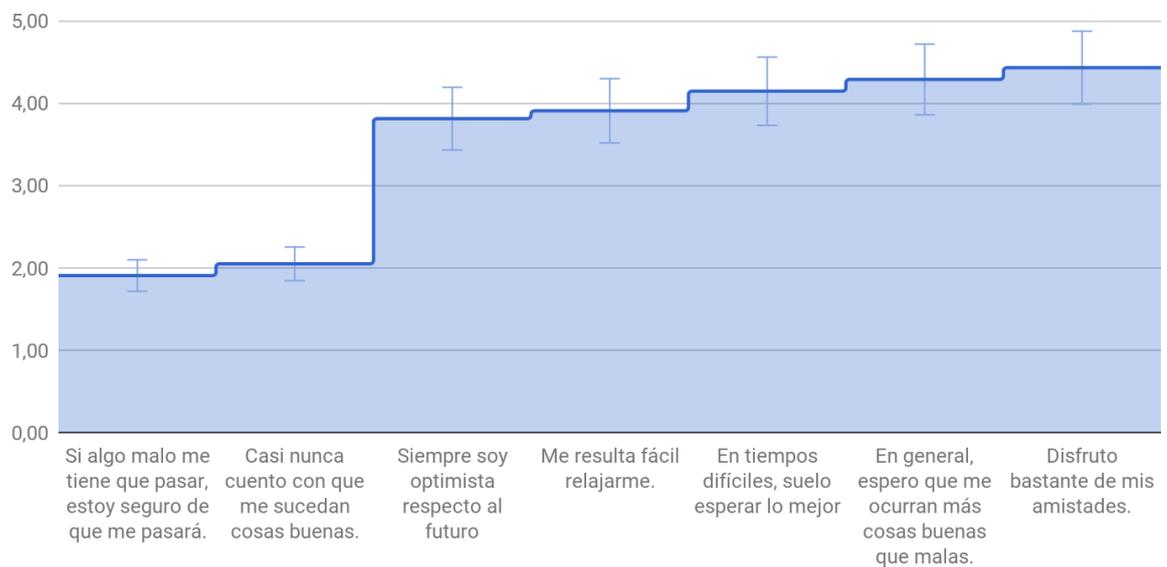
Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas superiores al 85% con afirmación positiva, se puede determinar que las personas esperan siempre un escenario en el que le sucedan cosas buenas. Sin embargo un 14.3% de estas se mantiene en una posición de cautela ante dicha afirmación

Una cantidad de respuestas afirmativas con el enunciado, muestra que los encuestados al ser optimistas ante los eventos también pueden ser propensos a tomar decisiones con la característica de la "rapidez", situación que escapa a un escenario enteramente racional.

**Tabla 1: Resultados sobre “Optimismo”**

Si algo malo me tiene que pasar, estoy seguro de que me pasará.	1,90
Casi nunca cuento con que me sucedan cosas buenas.	2,05
Siempre soy optimista respecto al futuro	3,81
Me resulta fácil relajarme.	3,90
En tiempos difíciles, suelo esperar lo mejor	4,14
En general, espero que me ocurran más cosas buenas que malas.	4,29
Disfruto bastante de mis amistades.	4,43

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 13. Figura 13: Optimismo

**Interpretación:**

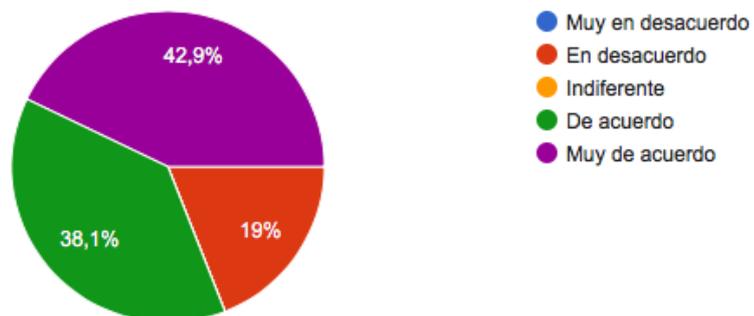
Sobre el exceso de optimismo, dicha anomalía ocasiona la sobrestimación de la frecuencia y probabilidad con la que se obtendrán resultados favorables, esto influye en las decisiones financieras que toman los individuos, puesto que los orienta a optar por estructuras de capital demasiado apalancadas con una fuerte presencia de costos operacionales y financieros permanentes.

Los resultados presentados identifican un buen nivel de optimismo entre los entrevistados.

#### 4.6.2 Respecto a la variable “Exceso de Confianza”

**No me disgusto fácilmente.**

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

#### 14. Figura 14: No me disgusto fácilmente

##### Interpretación:

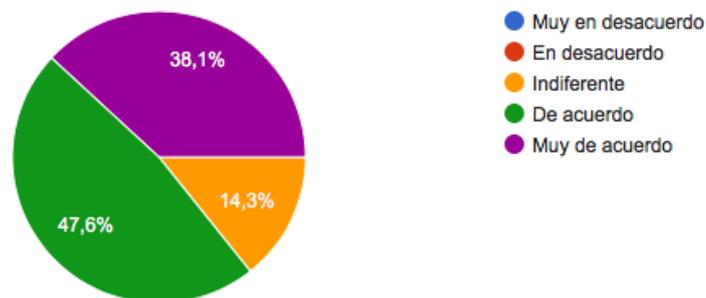
Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 81% con afirmación positiva es reflejo de que si bien los encuestados pueden “al menos eso creen” controlar sus

emociones y no llegar a extremos que puedan hacerlos tomar decisiones que después no puedan controlar.

Esta característica si bien es cierto va en sentido contrario a la conductualidad que la tesis pretende defender, es una pregunta que luego tiene que ser validada con respuestas que tratar de probar la racionalidad o emocionalidad de los encuestados.

### Me considero un buen trabajador en relación al resto de mis compañeros

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 15. Figura 15: Me considero buen trabajador

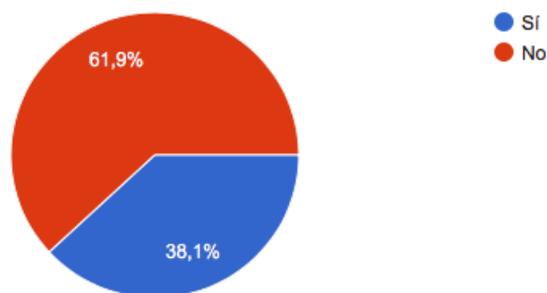
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados con un nivel de respuestas mayor al 85% con afirmación positiva es reflejo del exceso de confianza que poseen los encuestados. Si dicho escenario se confirma con los resultados posteriores, podría indicar un escenario en donde las personas tienen la probabilidad de tomar decisiones “arriesgadas” por su optimismo frente a la vida.

Por tanto, dicha característica podría generar en las personas decisiones que se orienten hacia estructuras de financiamiento muy apalancadas, comprometiendo esto la sostenibilidad del negocio.

Imagine que obtuvo pérdidas en un último negocio. Pero, usted tiene la oportunidad de volver a invertir y recup... ¿estaría dispuesto a volver a invertir?

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 16. Figura 16: Puedo invertir en poco tiempo

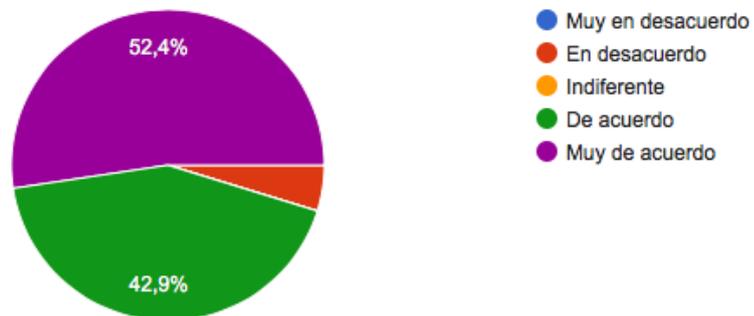
### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados en un 62% consideran que basan sus decisiones en experiencias anteriores, y que por tanto una experiencia negativa influye en las decisiones que puedan tomar. Además, dicho resultado va en contra del exceso de confianza deseado por un ambiente de predominancia conductual, a pesar de un importante 38% que afirma si podría volver a colocar su capital en dicha opción.

Esto también refleja una natural aversión al riesgo por quienes son gestores de empresas cuyos capitales no son muy abundantes y que también en su mayoría son de una constitución que proteccionistas hacia sus recursos.

## Es importante para mí mantenerme ocupado.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 17. Figura 17: Importante mantenerse ocupado

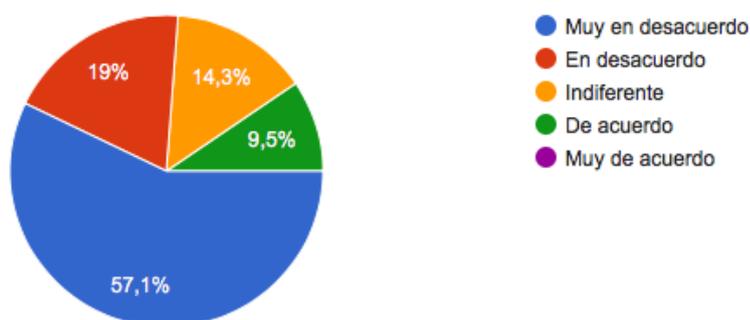
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados en un 97% consideran que es importante mantenerse ocupados, mientras que solo un 3% acepta lo contrario. Esto contribuye a un escenario en el que las personas son propensas a enfrentar diversas actividades sintiéndose preparados para ello.

Un resultado muy positivo a dicha afirmación, contribuye a un escenario en el que se puede determinar un exceso de confianza que puede tener consecuencias en la calidad de las decisiones que se toman en las empresas.

## Rara vez espero que las cosas salgan a mi manera.

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 18. Figura 18: Rara vez espero que las cosas salgan a mi manera

#### Interpretación:

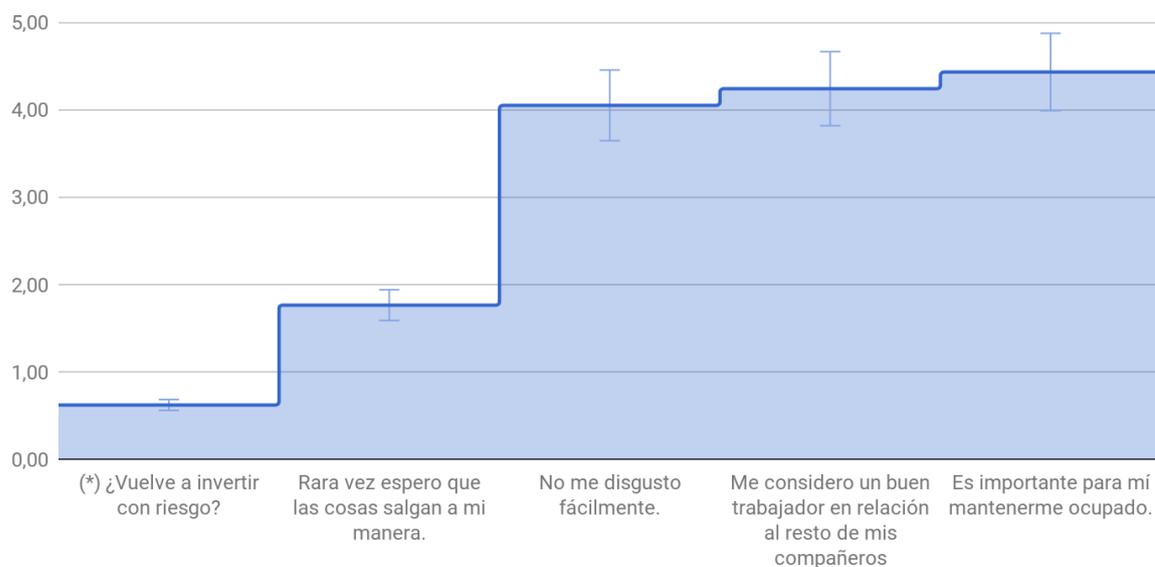
Los resultados evidencian que los encuestados en un 57% Muy en desacuerdo y 19% En desacuerdo sienten que si las cosas pueden ser favorables para sus intereses en el futuro. Sin embargo, hay que resaltar que un 24% si predice que las cosas le pueden salir mal.

Un resultado negativo a dicha afirmación, contribuye a un escenario en el que se puede determinar un exceso de confianza que puede tener consecuencias en la calidad de las decisiones que se toman en las empresas.

#### Tabla 2: Resultados sobre “Confianza”

(*) ¿Vuelve a invertir con riesgo?	0,62
Rara vez espero que las cosas salgan a mi manera.	1,76
No me disgusto fácilmente.	4,05
Me considero un buen trabajador en relación al resto de mis compañeros	4,24
Es importante para mí mantenerme ocupado.	4,43

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 19. Figura 19: Exceso de Confianza

#### Interpretación:

Sobre el exceso de confianza, dicha variable intenta medir las consecuencias que tiene en las decisiones de las personas en entornos donde la calidad del juicio es ambigua en el corto plazo, suelen creer que tienen mayores capacidades, habilidades y conocimientos de los que realmente poseen o que estos se encuentran por encima del promedio, alejándose de la racionalidad y acercándose a la “corazonada”. Las consecuencias del exceso de confianza en el campo de las finanzas pueden estar relacionadas al sobreendeudamiento por la creencia de futuros resultados positivos de la empresa obviando la coyuntura desfavorable en la que se pueda encontrar la organización. Los resultados consolidados expresan un buen nivel de confianza.

### 4.6.3 Respecto a la variable “Teoría Prospectiva”

Imagine que está Ud. en un concurso y le ofrecen: Marque la alternativa que elegiría

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 20. Figura 20: Elección por lanzamiento 1

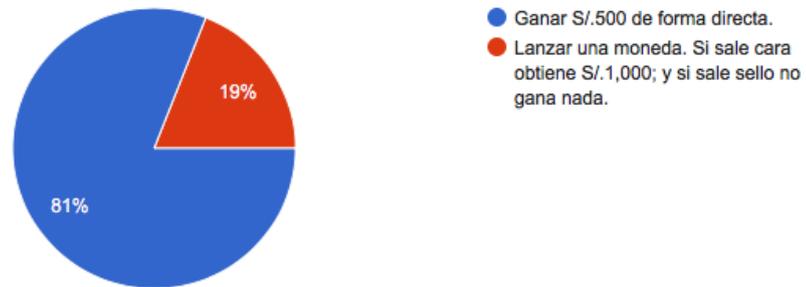
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados prefieren un premio seguro de S/. 9,000 antes que la posibilidades de arriesgar todo, pero por una recompensa mucho mayor como son los S/. 60,000.

Dicho comportamiento es coherente con la aversión al riesgo que generalmente acompañan a los empresarios con capitales menores. Esto porque dichos emprendimientos no tienen mucho margen de error, puesto que una mala decisión de inversión podría comprometer la sostenibilidad de la organización.

Su hermano decide regalarle S/.1,000; luego dispone darle una oportunidad adicional de ganar dinero, por lo que le ofrece las siguientes opciones

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 21. Figura 21: Elección por lanzamiento 2

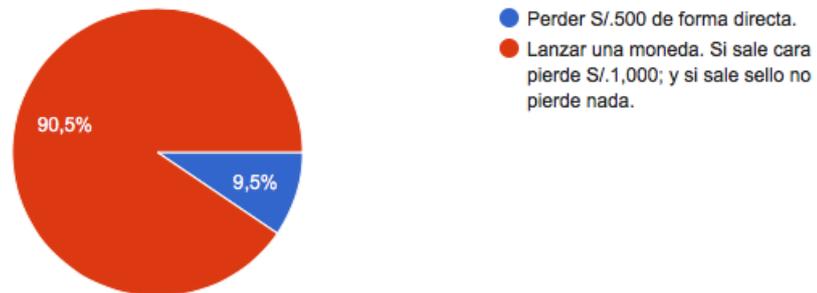
### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados prefieren un premio seguro de S/. 500 antes que la posibilidades de arriesgar todo, pero por una recompensa algo mayor como son los S/. 1,000. que plantea la pregunta.

Dicho comportamiento es coherente con la aversión al riesgo que generalmente acompañan a los empresarios con capitales menores. Esto porque dichos emprendimientos no tienen mucho margen de error, puesto que una mala decisión de inversión podría comprometer la sostenibilidad de la organización.

Esta vez suponga que su hermano le regaló S/.2,000. Ahora debe elegir entre

21 respuestas



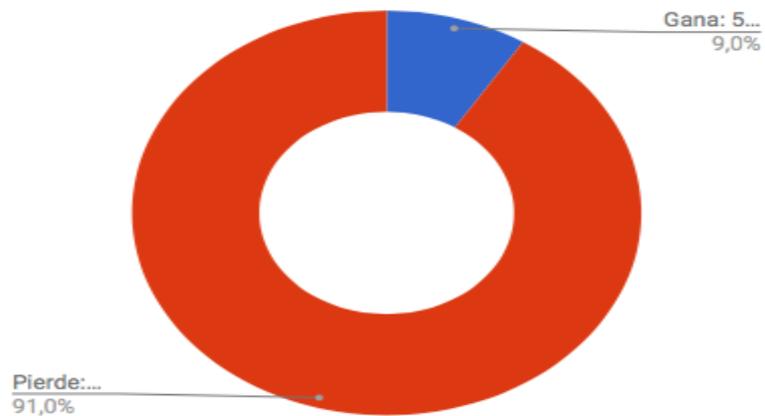
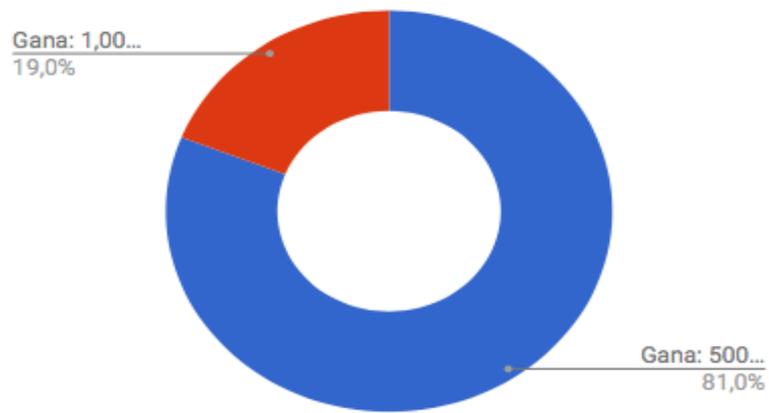
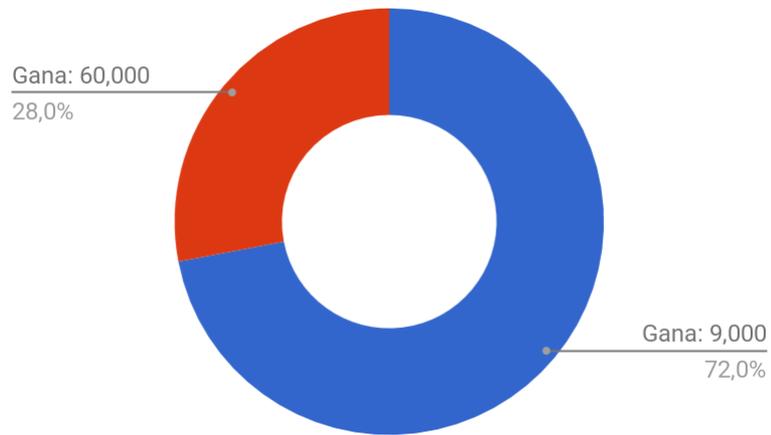
**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 22. Figura 22: Elección por lanzamiento 3

#### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados el resultado que se produce al lanzar una moneda puedan perder S/. 1,000, pero con la probabilidad de que al salir el lado contrario puedan no perder nada. Un menor porcentaje (9.5%) prefiere perder directamente S/. 500 sin opciones en el lanzamiento.

Dicho comportamiento es relativamente coherente con la aversión al riesgo que generalmente acompañan a los empresarios con capitales menores. Esto es natural por el rendimiento que las personas esperan al momento de colocar sus inversiones.



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**23. Figura 23: Resultados sobre la Teoría Prospectiva**

### Interpretación:

Como vemos los resultados en las figuras consolidadas, la elección de los encuestados es en los 3 casos a las opciones que les pueden generar las mayores pérdidas en detrimento de las opciones que producirían mayores rendimientos. Esto denota la aversión al riesgo de los entrevistados, lo que confirma la aplicación de la teoría prospectiva.

Sobre la teoría prospectiva, esta explica el proceso de toma de decisiones bajo riesgo e incertidumbre. Se basa en 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.

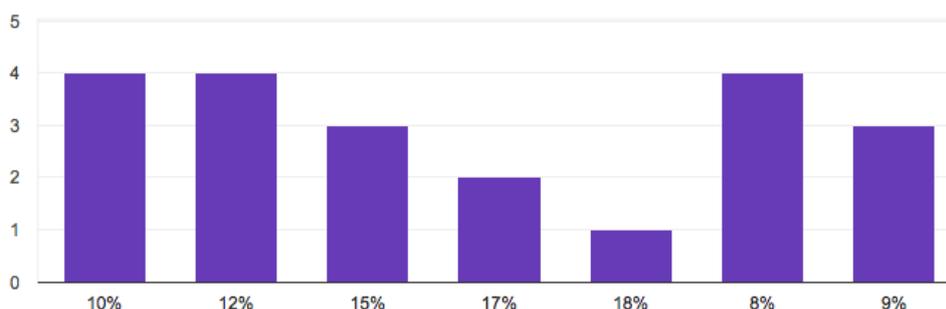
Por ejemplo, intenta explicar por qué los individuos primero venden los activos que les han generado mayores retornos, pero conservan por mucho más tiempo aquellos bienes que si bien es cierto les han generado pérdidas, se espera que en algún momento puedan generar el retorno esperado, alejándose de la racionalidad en dicha decisión.

#### 4.6.4 Respecto a la variable “Anclaje y Ajuste”

La tasa de desempleo reportada en Alemania a fines de 2015 fue de 5.5%.

¿Cuál cree usted que fue la tasa de de...leo en Perú durante el mismo período?

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

#### 24. Figura 24: Tasa de desempleo en Alemania - Perú

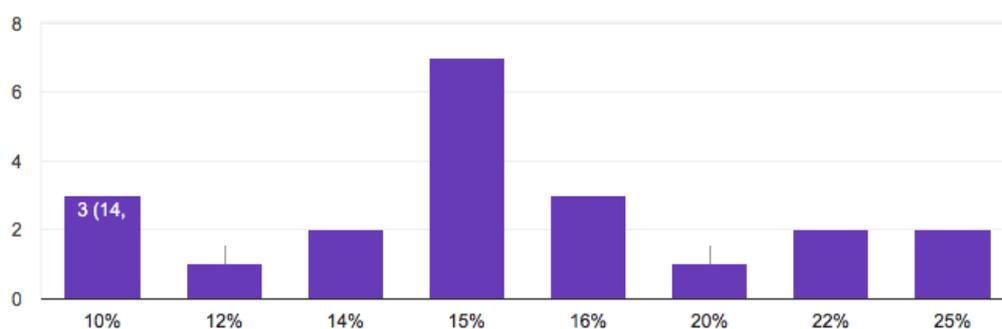
##### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados indican que los resultados de la tasa de desempleo en Perú varían con mayor frecuencia entre 8%, 10% y 12%, todos índices superiores a Alemania, porque asumen como verdad que un país como el Perú “debe” de tener indicadores de desempleo menores.

Dicho resultado para que pueda explicar el “anclaje y ajuste” debe de complementarse con un siguiente postulado de tasa de desempleo. Si las personas no se dejaran guiar por experiencias anteriores y creerlas verdaderas y aplicables en un escenario futuro, entonces la tasa de desempleo para el Perú debería de ser igual al presente enunciado.

La tasa de desempleo reportada en España fines de 2015 fue de 19%. ¿Cuál cree usted que fue la tasa de desempleo en Perú durante el mismo período?

21 respuestas

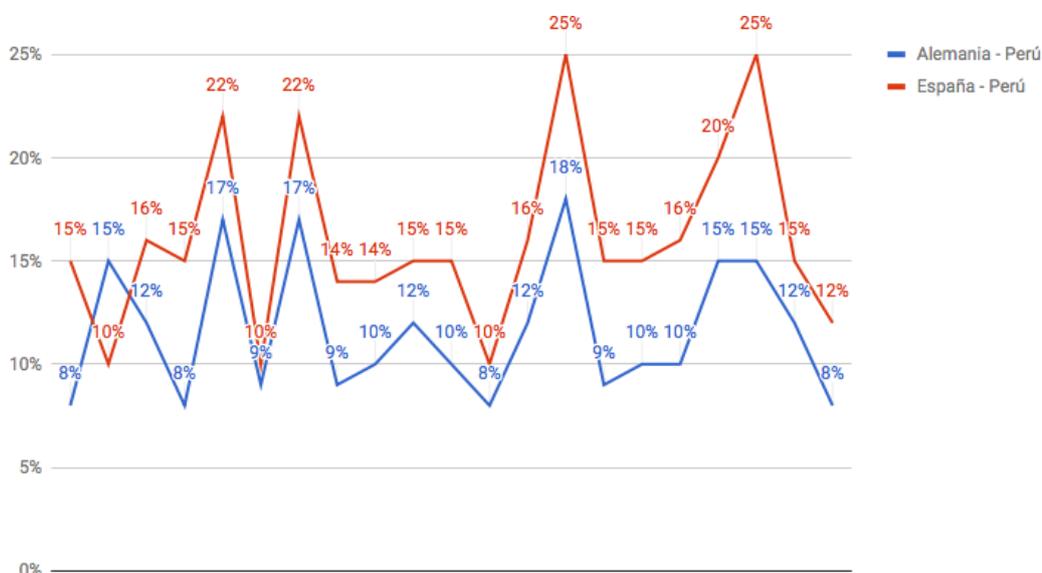


**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

#### 25. Figura 25: Tasa de desempleo en España - Perú

##### Interpretación:

Los resultados evidencian que los encuestados indican que los resultados de la tasa de desempleo en Perú varían con mayor frecuencia entre 10%, 15% y 16%, todos índices inferiores a España (en un escenario de crisis económica), porque asumen como verdad que un país como el Perú tiene mejores indicadores económicos que España en estos últimos años. Dicho resultado como lo planteaba el resultado anterior, es coherente con el factor de “anclaje y ajuste”, puesto que al tener dos preguntas en donde se encuentra un elemento común como la tasa de desempleo en el Perú, deberían de ser iguales, pero no lo son porque se asumen “verdades” conceptos que nos pueden llevar a cometer errores al momento de tomar una decisión.



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 26. Figura 26: Anclaje y Ajuste

### Interpretación:

Como podemos apreciar en los resultados consolidados a la pregunta comparativa de las tasas de desempleo del Perú en relación a Alemania y España, se indaga colocando como referencia (anclaje)

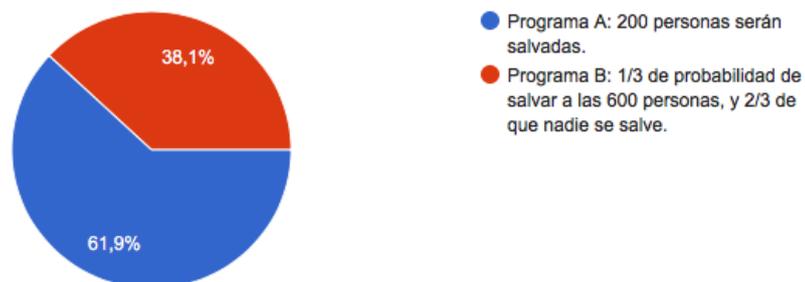
un país con mejor economía y otro con indicadores menos favorables, por tanto si el factor de anclaje y ajuste no estuviera presente la tasa de desempleo en el Perú que responden los encuestados debería ser la misma, pero las personas respondieron con tasas de desempleo diferentes que prueba la presencia de referencias anteriores que pueden fácilmente llevarnos a tomar decisiones erróneas.

Sobre el heurístico de anclaje (Tversky, 1974), expresan que los individuos al efectuar estimaciones, suelen iniciar con un valor referencial que puede haber sido sugerido en la formulación del problema o con el cual están familiarizados, realizando modificaciones posteriores que les permitan llegar a la respuesta final. No obstante, estos ajustes generalmente son insuficientes, lo que genera que los resultados se encuentren sesgados hacia el punto de partida. Es decir, muchas veces al momento de tomar una decisión, se parte con información que no es confiable y por el factor de anclaje se considera como verdad, lo que finalmente influye en la determinación final.

#### 4.6.5 Respecto a la variable “Enmarcado”

El gobierno se está preparando para combatir una epidemia la cual se espera que acabe con la vida de 600 pe...ntados. ¿Cuál de ellos elegiría usted?

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 27. Figura 27: Enmarcado y análisis de opciones 1

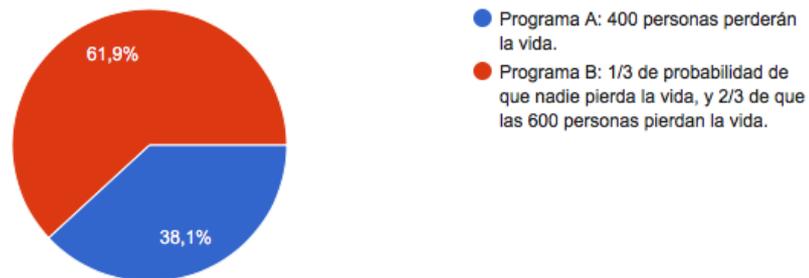
### Interpretación:

Los resultados evidencian que si bien es cierto los encuestados eligen ambas opciones, con mayor preferencia por la segunda opción que propone salvar  $\frac{1}{3}$  de las 600 personas y la probabilidad que  $\frac{2}{3}$  de estos no se pueda salvar, refleja que un mal entendimiento de un escenario planteado (como puede ser la elección de una estructura de financiamiento) puede conducir a errores.

Si analizamos las respuestas ambas opciones nos darían el mismo resultado, es decir igual se salvarán 200 personas y perecerán 400.

Una empresa de biotecnología toma conocimiento de la epidemia y de las medidas que el gobierno estaba evalua...medad. ¿Cuál de ellas elegiría usted?

21 respuestas



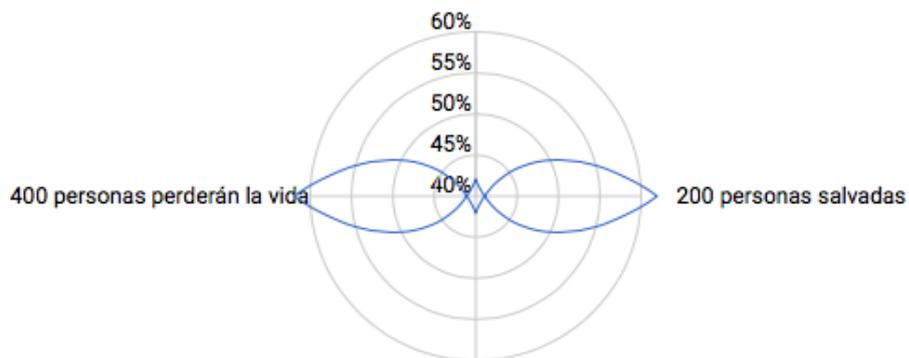
**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 28. Figura 28: Enmarcado y análisis de opciones 2

### Interpretación:

Los resultados evidencian que si bien es cierto los encuestados eligen ambas opciones, con mayor preferencia por la segunda opción que propone salvar a todas las personas con una probabilidad de  $\frac{1}{3}$  frente a un escenario en donde la probabilidad  $\frac{2}{3}$  de que las 600 personas

pierdan la vida, mientras la primera opción (38.1%) supone de por sí que 400 personas perderán la vida. Esto refleja, al igual que la pregunta anterior, que un mal entendimiento de un escenario planteado (como puede ser la elección de una estructura de financiamiento) puede conducir a errores.



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

## 29. Figura 29: El Efecto de Enmarcado

### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas entrevistadas presentan respuestas diferentes ante enunciados que deberían llevar al encuestado a una única respuesta: en las dos opciones siempre 400 personas pierden la vida y 200 salvan la vida. Por tanto los resultados evidencian la presencia del efecto de enmarcado en el grupo de entrevistados.

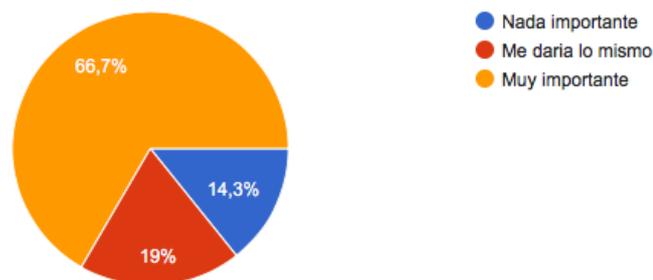
Este efecto refleja que un mal análisis o entendimiento de la situación, escenario o coyuntura puede distorsionar una decisión que

inicialmente era absolutamente racional y convertirse en una determinación que se desvíe de lo correcto.

#### 4.6.6 Respecto a la variable “Costo Hundido”

Suponga que hace 6 años usted adquirió un departamento al contado. Actualmente tiene la intención de vend...recio al cual adquirió dicho inmueble?

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 30. Figura 30: Considerar escenario anterior

#### Interpretación:

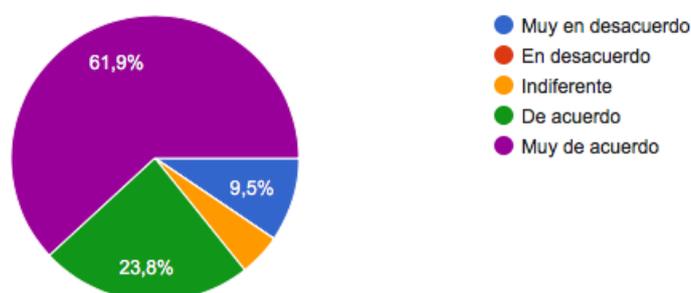
Los resultados evidencian que para las personas encuestadas es “Muy Importante” (66%) el precio de adquisición que tuvo el inmueble hace 6 años. Es decir, presentar un nivel alto del factor “costo hundido”.

Dicho concepto, describe que la tendencia a considerar costos no recuperables como un factor incluyente en la decisión, puede generar perjuicios económicos provenientes del desperdicio de recursos en oportunidades no viables que podrían utilizarse para financiar negocios rentables.

#### 4.6.7 Respecto a la variable “Financiamiento”

Prefiero el financiamiento interno (préstamo de socios, familiares, etc) que el externo (Bancos, Cajas Municipales, entre otros)

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 31. Figura 31: Prefiero el financiamiento interno

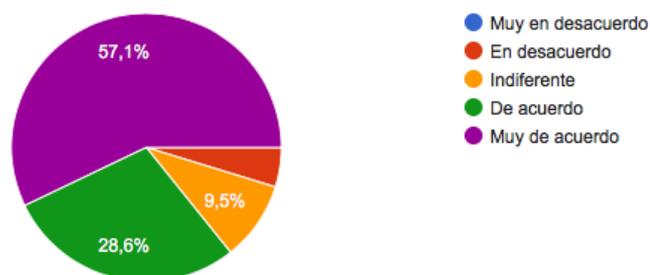
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que para las personas encuestadas prefieren el financiamiento interno a través de préstamos de los mismos socios, de familiares antes que comprometerse con obligaciones bancarias.

Dicha decisión evidentemente tiene sus ventajas, puesto que le ahorra costos financieros y presiona menos a sus activos para que generen liquidez, pero también tienen consecuencias negativas, como es la renuncia a la deducibilidad de impuestos y sobre todo a presentar una imagen de solvencia ante el mercado.

En la empresa tenemos como política tener retener utilidades para poder invertir las en años posteriores

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 32. Figura 32: Retención de utilidades

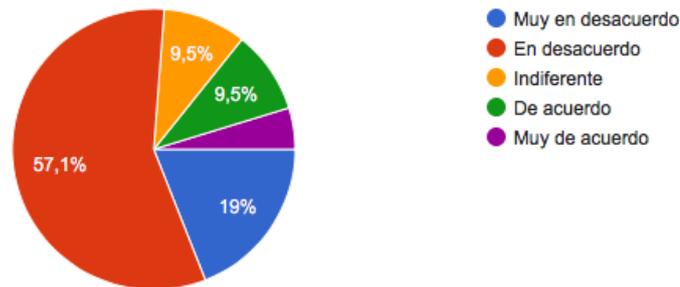
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas prefieren retener las utilidades que se generan a lo largo del ejercicio con la finalidad de poder invertir las posteriormente.

Dicha decisión es concordante con la pecking order theory, puesto que privilegia el ahorro interno como medio de financiamiento de las operaciones empresariales en desmedro del financiamiento externo o ingreso de otros socios a la institución.

## Si la empresa genera utilidades, prefiero que estas se distribuyan entre los socios

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 33. Figura 33: Distribución de utilidades

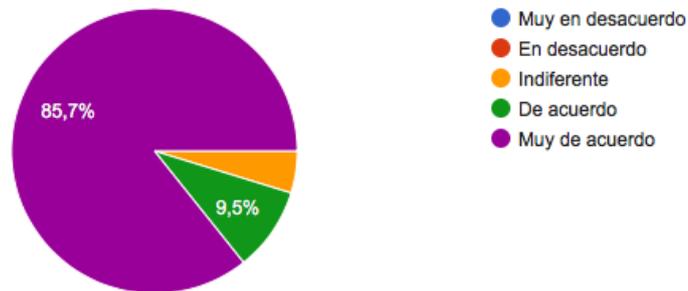
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas prefieren que las utilidades que la empresa genera no se repartan entre los socios (57% en desacuerdo y 19% muy en desacuerdo), puesto que privilegian el ahorro interno para sus futuras operaciones.

Dicha decisión es concordante con la pecking order theory, puesto que privilegia el ahorro interno como medio de financiamiento de las operaciones empresariales en desmedro del financiamiento externo o ingreso de otros socios a la institución.

## Si la empresa genera utilidades, prefiero que se reinviertan en la empresa

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 34. Figura 34: Reinversión en la empresa

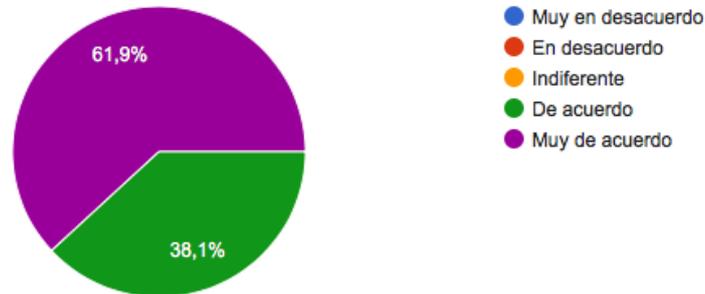
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas prefieren que las utilidades que la empresa genera se puedan invertir en la organización (85% Muy de acuerdo y 9% de acuerdo). Esto también, como las preguntas anteriores, refleja el privilegio por el ahorro interno en estas organizaciones.

Dicha decisión es concordante con la pecking order theory, puesto que privilegia el ahorro interno como medio de financiamiento de las operaciones empresariales en desmedro del financiamiento externo o ingreso de otros socios a la institución.

Pase lo que pase y siempre y cuando tengamos utilidades, una parte de las ganancias es distribuida entre los soci...el restante se reinvierte en la empresa

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 35. Figura 35: Reinversión en la empresa y los socios

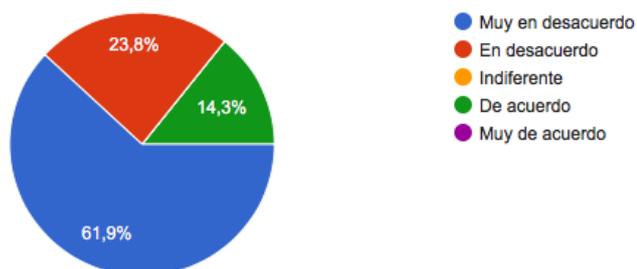
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas prefieren que las utilidades que la empresa genera se puedan invertir en la organización (62% Muy de acuerdo y 38% de acuerdo), pero que también puedan ser distribuidas utilidades a los socios en forma de dividendos. Esta es una decisión común en las empresas, más aún si son familiares.

Dicha decisión es concordante con la pecking order theory, puesto que privilegia el ahorro interno como medio de financiamiento de las operaciones empresariales en desmedro del financiamiento externo o ingreso de otros socios a la institución.

### Accedería a vender parte del capital o permitir el ingreso de un nuevo socio si es que requiero financiamiento

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 36. Figura 36: Permitir un nuevo socio

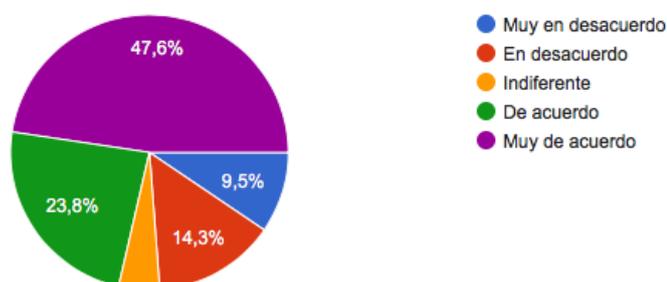
#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas rechazan casi totalmente el ingreso nuevos socios a la empresa por necesidades de recursos (62% Muy en desacuerdo y 24% en desacuerdo).

Dicha característica es concordante con las respuestas anteriores, puesto que los gestores entrevistados no gustan de perder parte del control de sus organizaciones, aún si esta fuera una necesidad para la sostenibilidad de la organización o su crecimiento.

### Prefiero pedirle prestado a un Banco antes de tener permitir el ingreso de un nuevo socio

21 respuestas



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 37. Figura 37: Financiamiento bancario

#### Interpretación:

Los resultados evidencian que las personas encuestadas prefieren recurrir a un préstamo bancario (Muy de acuerdo 48% y De acuerdo 24%) antes de permitir un nuevo socio con capitales. Esta opción ahora es elegida, pese a no ser la opción inicial, por el rechazo al financiamiento externo.

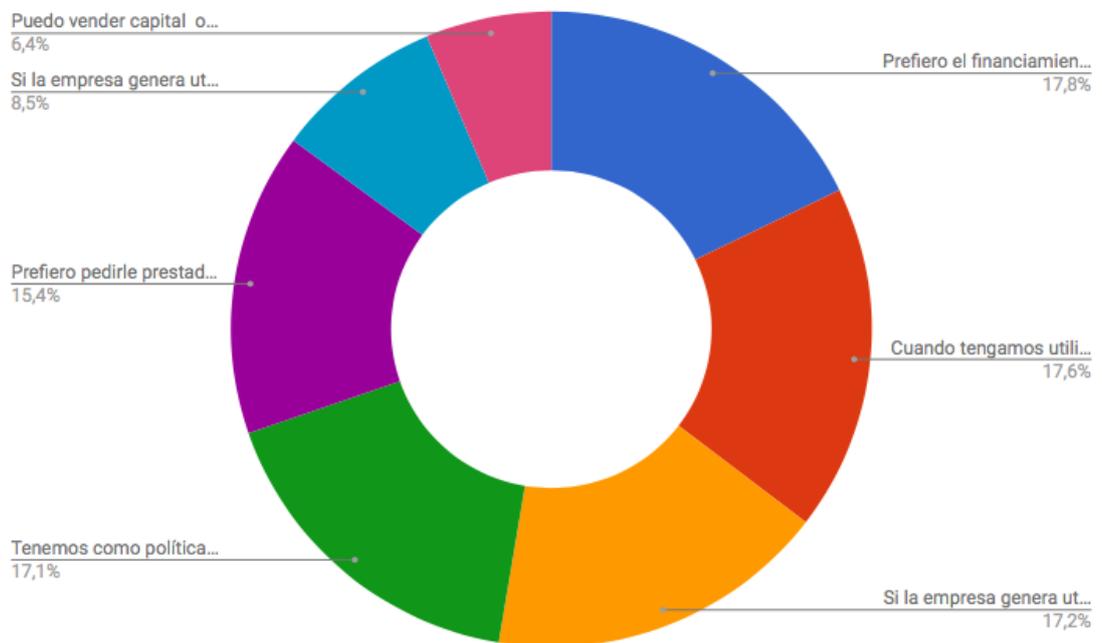
Dicha característica es concordante con las respuestas anteriores, puesto que los gestores entrevistados no gustan de perder parte del control de sus organizaciones, aún si esta fuera una necesidad para la sostenibilidad de la organización o su crecimiento.

#### Tabla 3: Resultados sobre la Decisión de Financiamiento

Prefiero el financiamiento interno que el externo	4,67
Cuando tengamos utilidades, una parte de las ganancias es para socios y otra es reinversión	4,62

Si la empresa genera utilidades, prefiero que se reinviertan en la empresa	4,52
Tenemos como política retener utilidades para poder invertir las	4,48
Prefiero pedirle prestado a un Banco antes de tener permitir el ingreso de un nuevo socio	4,05
Si la empresa genera utilidades, prefiero que estas se distribuyan entre los socios	2,24
Puedo vender capital o permitir el ingreso de un nuevo socio	1,67

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017



**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### 38. Figura 38: Financiamiento bancario

#### Interpretación:

Sobre las decisiones de financiamiento, la preferencia de quienes toman decisiones en las empresas investigadas es que una vez que determina el impuesto anual a la renta y se determinan las utilidades

definitivas, se decide por ingresar dichas ganancias al patrimonio empresarial con fines de inversión.

Además, 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. Dichos resultados se relacionan con el anhelo de las empresas (principalmente familiares) a no renunciar al “poder total” dentro de sus empresas, sacrificando un crecimiento más estructurado y de mayores oportunidades en otros mercados.

#### 4.7 Validación de las hipótesis

Para determinar la relación de cada una de las variables de las finanzas conductuales sobre las decisiones de financiamiento se presentan las siguientes relaciones:

**Tabla 4: Relación entre el Optimismo / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Optimismo	Finterno
Optimismo	Correlación de Pearson	1	-,023
	Sig. (bilateral)		,920
	N	21	21
Finterno	Correlación de Pearson	-,023	1
	Sig. (bilateral)	,920	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 5: Relación entre la Confianza / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Finterno	Confianza
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	1	,021
	Sig. (bilateral)		,928
	N	21	21
<b>Confianza</b>	Correlación de Pearson	,021	1
	Sig. (bilateral)	,928	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 6: Relación entre la Prospectiva / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Finterno	Prospectiva
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	1	,252
	Sig. (bilateral)		,270
	N	21	21
<b>Prospectiva</b>	Correlación de Pearson	,252	1
	Sig. (bilateral)	,270	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 7: Relación entre Anclaje y Ajuste / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Finterno	Anclaje
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	1	-,138
	Sig. (bilateral)		,551
	N	21	21

<b>Anclaje</b>	Correlación de Pearson	-,138	1
	Sig. (bilateral)	,551	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 8: Relación entre Enmarcado / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Finterno	Enmarcado
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	1	,084
	Sig. (bilateral)		,718
	N	21	21
<b>Enmarcado</b>	Correlación de Pearson	,084	1
	Sig. (bilateral)	,718	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 9: Relación entre Costo Hundido / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Finterno	Costo hundido
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	1	-,213
	Sig. (bilateral)		,353
	N	21	21
<b>Costo hundido</b>	Correlación de Pearson	-,213	1
	Sig. (bilateral)	,353	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 10: Relación entre Costo Hundido / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Conductualidad	Financiamiento
Conductualidad	Correlación de Pearson	1	,102
	Sig. (bilateral)		,660
	N	21	21
Financiamiento	Correlación de Pearson	,102	1
	Sig. (bilateral)	,660	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 11: Relación entre Conductualidad / Financiamiento Interno**

Correlaciones			
		Conductualidad	Finterno
Conductualidad	Correlación de Pearson	1	-,052
	Sig. (bilateral)		,823
	N	21	21
Finterno	Correlación de Pearson	-,052	1
	Sig. (bilateral)	,823	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 12: Matriz de Consolidación de Correlaciones**

Matriz de Correlaciones								
		Optimi	Confia	Prosp	Anclaje	Enmarc	Costo hundido	Finterno
<b>Optimismo</b>	Correlación de Pearson	1	,866**	,334	,113	,354	-,343	-,023
	Sig. (bilateral)		,000	,139	,626	,115	,128	,920
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Confianza</b>	Correlación de Pearson	,866**	1	,465*	,185	,413	-,230	,021
	Sig. (bilateral)	,000		,034	,421	,063	,317	,928
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Prosp</b>	Correlación de Pearson	,334	,465*	1	-,196	,440*	-,329	,252
	Sig. (bilateral)	,139	,034		,396	,046	,145	,270
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Anclaje</b>	Correlación de Pearson	,113	,185	-,196	1	,104	,297	-,138
	Sig. (bilateral)	,626	,421	,396		,653	,191	,551
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Enmarc</b>	Correlación de Pearson	,354	,413	,440*	,104	1	-,201	,084
	Sig. (bilateral)	,115	,063	,046	,653		,382	,718
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Costo hundido</b>	Correlación de Pearson	-,343	-,230	-,329	,297	-,201	1	-,213
	Sig. (bilateral)	,128	,317	,145	,191	,382		,353
	N	21	21	21	21	21	21	21
<b>Finterno</b>	Correlación de Pearson	-,023	,021	,252	-,138	,084	-,213	1
	Sig. (bilateral)	,920	,928	,270	,551	,718	,353	
	N	21	21	21	21	21	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

### **Interpretación:**

Sobre la hipótesis planteada:

H0: Las finanzas conductuales no tienen una relación significativa con las decisiones de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna

H1: Las finanzas conductuales tienen una relación significativa con las decisiones de financiamiento de las empresas familiares del sector industrial en Tacna

Se debe de concluir con lo siguiente:

- a. Estadísticamente se rechaza la afirmación de que la conductualidad tiene una relación significativa con las decisiones de financiamiento que se toman en las empresas familiares del sector industrial en Tacna. 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.

Sobre la hipótesis planteada:

H0: La estructura de financiamiento que prefieren los empresarios industriales de Tacna es la que privilegia el recurso interno

H1: La estructura de financiamiento que prefieren los empresarios industriales de Tacna es la que privilegia el recurso interno.

Se debe de concluir con lo siguiente:

- a. Sobre las decisiones de financiamiento, 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.

**Tabla 13: Relación entre Optimismo / Conductualidad**

Correlaciones			
		Optimismo	Conductualidad
<b>Optimismo</b>	Correlación de Pearson	1	,700**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	21	21
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	,700**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	21	21
<b>**.</b> La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).			

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 14: Relación entre Confianza / Conductualidad**

Correlaciones			
		Conductualidad	Confianza
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	1	,834**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	21	21
<b>Confianza</b>	Correlación de Pearson	,834**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	21	21
<b>**.</b> La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).			

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 15: Relación entre Prospectiva / Conductualidad**

Correlaciones			
		Conductualidad	Prospectiva
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	1	,437*
	Sig. (bilateral)		,048
	N	21	21
<b>Prospectiva</b>	Correlación de Pearson	,437*	1
	Sig. (bilateral)	,048	
	N	21	21
<b>*.</b> La correlación es significativa en el nivel 0,05 (2 colas).			

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 16: Relación entre Anclaje y Ajuste / Conductualidad**

Correlaciones			
		Conductualidad	Anclaje
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	1	,410
	Sig. (bilateral)		,065
	N	21	21
<b>Anclaje</b>	Correlación de Pearson	,410	1
	Sig. (bilateral)	,065	
	N	21	21

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 17: Relación entre Enmarcado / Conductualidad**

Correlaciones			
		Conductualidad	Enmarcado
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	1	,545*
	Sig. (bilateral)		,011
	N	21	21
<b>Enmarcado</b>	Correlación de Pearson	,545*	1
	Sig. (bilateral)	,011	
	N	21	21

\*. La correlación es significativa en el nivel 0,05 (2 colas).

**Fuente:** Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

**Tabla 18: Relación entre Costo Hundido / Conductualidad**

Correlaciones			
		Conductualidad	Costo hundido
<b>Conductualidad</b>	Correlación de Pearson	1	,221
	Sig. (bilateral)		,336
	N	21	21
<b>Costo hundido</b>	Correlación de Pearson	,221	1
	Sig. (bilateral)	,336	
	N	21	21

Fuente: Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

Tabla 19: Matriz de Consolidación de Correlaciones

Correlaciones							
		Optimismo	Confianza	Prospectiva	Anclaje	Enmarcado	Costo hundido
<b>Optimismo</b>	Correlación de Pearson	1	,866**	,334	,113	,354	-,343
	Sig. (bilateral)		,000	,139	,626	,115	,128
	N	21	21	21	21	21	21
<b>Confianza</b>	Correlación de Pearson	,866**	1	,465*	,185	,413	-,230
	Sig. (bilateral)	,000		,034	,421	,063	,317
	N	21	21	21	21	21	21
<b>Prospectiva</b>	Correlación de Pearson	,334	,465*	1	-,196	,440*	-,329
	Sig. (bilateral)	,139	,034		,396	,046	,145
	N	21	21	21	21	21	21
<b>Anclaje</b>	Correlación de Pearson	,113	,185	-,196	1	,104	,297
	Sig. (bilateral)	,626	,421	,396		,653	,191
	N	21	21	21	21	21	21
<b>Enmarcado</b>	Correlación de Pearson	,354	,413	,440*	,104	1	-,201
	Sig. (bilateral)	,115	,063	,046	,653		,382
	N	21	21	21	21	21	21
<b>Costo hundido</b>	Correlación de Pearson	-,343	-,230	-,329	,297	-,201	1
	Sig. (bilateral)	,128	,317	,145	,191	,382	
	N	21	21	21	21	21	21

\*\* La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).

Fuente: Instrumento aplicado en Noviembre del 2017

Interpretación:

Respecto a la tabla 12, la dimensión optimismo demuestra una relación media con la conductualidad (0.70) con un nivel de significancia menor a 0.05

Respecto a la tabla 13, la dimensión confianza demuestra una relación alta con la conductualidad (0.83) con un nivel de significancia menor a 0.05

Respecto a la tabla 14, la dimensión prospectiva demuestra una relación baja con la conductualidad (0.43) con un nivel de significancia menor a 0.05

Respecto a la tabla 15, la dimensión anclaje y ajuste demuestra una relación media con la conductualidad (0.41), pero se descarta estadísticamente por tener un nivel de significancia mayor a 0.05

Respecto a la tabla 16, la dimensión enmarcado demuestra una relación media con la conductualidad (0.54) con un nivel de significancia menor a 0.05

Respecto a la tabla 17, la dimensión costo hundido demuestra una relación media con la conductualidad (0.22), pero se descarta estadísticamente por tener un nivel de significancia mayor a 0.05

Respecto a la tabla 18, muestra el consolidado de correlaciones en la que se puede apreciar que la dimensión confianza es la que tiene mayor relación con la conductualidad en las decisiones financieras

Sobre la hipótesis planteada:

H0: Ninguno de los factores predomina sobre otro en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna

H1: El factor “Exceso de Confianza” es el más determinante en la toma de decisiones financieras de las empresas familiares del sector industrial en Tacna

Se debe de concluir con lo siguiente:

- b. Estadísticamente se confirma la afirmación de que el “Exceso de Confianza” es el factor que mayor incidencia tiene en la conductualidad de las finanzas con una relación de 0.83 y un nivel de confianza dentro del 0.05 predeterminado. Es de resaltar que el factor “Optimismo” es que tiene la segunda mayor influencia en la conductualidad financiera.

## CONCLUSIONES

Se concluye que la conductividad no tiene una relación significativa con las decisiones de financiamiento que se toman en las empresas familiares del sector industrial en Tacna. Al respecto, si bien es cierto los resultados de todas los factores que le corresponden a la conductividad 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, el "Exceso de Confianza" es el factor que mayor incidencia tiene en la conductividad de las finanzas con una relación de 0.83 y un nivel de confianza dentro del 0.05 predeterminado. El factor "Optimismo" es el factor que le sigue en orden de predominancia sobre las finanzas conductuales

## BIBLIOGRAFIA

- Alves. (2011). Behavioural influences in portuguese foreign direct investment. . *The journal of Socio-Economics*, 40, 394-403.
- 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.
- Bernoulli, D. (1738). *Teoría de la Utilidad Esperada*.
- Briozzo, A. V. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Journal of Management and Economics for Iberoameric*, 32(138), 71-81.
- Cárdenas, C. L. (7 de Enero de 2014). *Análisis de la Estructura de Capital de Empresas No Financieras en el Mercado de Valores Peruano: Una Aproximación Conductual*. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Recuperado el diciembre de 2017, de [http://repositorioacademico.upc.edu.pe/upc/bitstream/10757/322507/1/CARDENAS\\_CB.pdf](http://repositorioacademico.upc.edu.pe/upc/bitstream/10757/322507/1/CARDENAS_CB.pdf)
- Conthe, M. (2003). Psicología de las finanzas. *Encuentros multidisciplinares*, 5(15), 55-61.

Ferrer, M. &. (2009). *Las Pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital*. Compendium.

Fernández León (2017). Las finanzas conductuales en la toma de decisiones, *Fides et Ratio - Revista de Difusión cultural y científica de la Universidad La Salle en Bolivia*.

Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*, 56(4): 1533-1597.

Jiménez, F. &. (2006). *Determinantes de la estructura financiera de la empresa*. . *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(4), 9 – 24.

Kahneman, D. (2015). *Pensar Rápido, Pensar Despacio*. Barcelona: Debate.

Kahneman, D. y. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *Journal of Business*, 59(4), 251-278.

Mondragón-Hernández, S. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165-178.

Mongrut, S. F. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuaderno de Administración Bogotá*, 23 (41), 163-184.

Moreira Da Silva, C. &. (2006). *Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas*. "Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas". Obtenido de [https://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75182/1/DAEE\\_01\\_06\\_ContrastedelaTeor%C3%ADa.pdf](https://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75182/1/DAEE_01_06_ContrastedelaTeor%C3%ADa.pdf)

"Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas". Recuperado: [http://www.eco.uva.es/empresa/uploads/dt\\_01\\_06.pdf](http://www.eco.uva.es/empresa/uploads/dt_01_06.pdf)

Sarmiento, R. &. (2005). *La estructura de financiamiento de las empresas: una evidencia teórica y econométrica para Colombia (1997- 2004)*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.

Sewell, M. (2008). *Behavioural Finance*, [on line] London: Department of Computer Science.

Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1):83-104.

Tversky, A. &. (1973). *Cognitive Psychology en "Availibility: A Heuristic for judging frecuency and probability"*.

Tversky, A. &. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases Science. *New Series 185 (4157)*, 1124-1131.

Wadnipar, S. &. (2008). Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. *Revista Soluciones de Postgrado EIA*, 1(1), 23–43.

Velásquez, L., Tarqui, L. & Cáceres, R. (2016). *Las finanzas conductuales y su relación con las decisiones de financiamiento de las empresas familiares del sector comercial de la provincia de Tacna*. (Tesis inédita de maestría). Neumann Escuela de Postgrado, Tacna, Perú

## ANEXO I

### Instrumento Decisiones de Financiamiento

1. Puesto y/o labor que desempeña en la empresa
    - a. Único propietario
    - b. Socio
    - c. Trabajador
  2. En caso usted sea trabajador de la empresa, ¿cuál es el cargo que ocupa?
- 

3. Tengo alguna influencia en las decisiones de financiamiento de la empresa como por ejemplo: la solicitud de préstamos bancarios, créditos con proveedores, leasing, entre otro
  - a. Si
  - b. No

4. En tiempos difíciles, suelo esperar lo mejor

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

5. Me resulta fácil relajarme.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

6. Si algo malo me tiene que pasar, estoy seguro de que me pasará.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

7. Siempre soy optimista respecto al futuro.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

8. Disfruto bastante de mis amistades.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

9. Es importante para mí mantenerme ocupado.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

10. Rara vez espero que las cosas salgan a mi manera.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

11. No me disgusto fácilmente.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

12. Casi nunca cuento con que me sucedan cosas buenas.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

13. En general, espero que me ocurran más cosas buenas que malas.

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

14. ¿Cuán buen estudiante (o trabajador) se considera en relación al resto de sus compañeros?

Por debajo del promedio	1	2	3	Por encima del promedio
-------------------------	---	---	---	-------------------------

15. Durante el intervalo comprendido entre los años 2010 a 2016, el rendimiento anual que han tenido las empresas de su sector ha sido 10.5%. En cualquier año, ¿qué rentabilidad espera que su empresa genere?

- a. Por debajo del 10.5%
- b. Alrededor del 10.5%
- c. Superiores al 10.5%

16. Imagine que obtuvo pérdidas en un último negocio. Pero, usted tiene la oportunidad de volver a invertir y recuperar el capital perdido. No obstante, el siguiente negocio tendrá mayor dificultad y debe tomar una decisión hasta el día de mañana, por lo que no tendrá tiempo suficiente para analizar bien el negocio. A pesar de la situación descrita, ¿estaría dispuesto a volver a invertir?

- a. Si
- b. No

17. En el lanzamiento de una moneda, usted puede perder S/.50 o ganar S/.X. ¿Cuánto debería ser X para que usted decida aceptar la apuesta?

Respuesta: \_\_\_\_\_

18. Imagine que está Ud. en un concurso y le ofrecen: Marque la alternativa que elegiría

- a. Un premio de S/. 9,000 o;
- b. Lanzar un dado y si sale el número 6 ganar S/. 60,000; caso contrario, no ganar nada.

19. Su hermano decide regalarle S/.1,000; luego dispone darle una oportunidad adicional de ganar dinero, por lo que le ofrece las siguientes opciones:

- a. Ganar S/.500 de forma directa.
- b. Lanzar una moneda. Si sale cara obtiene S/.1,000; y si sale sello no gana nada.

20. Esta vez suponga que su hermano le regaló S/.2,000. Ahora debe elegir entre:

- a. Perder S/.500 de forma directa.
- b. Lanzar una moneda. Si sale cara pierde S/.1,000; y si sale sello no pierde nada.

21. El gobierno se está preparando para combatir una epidemia la cual se espera que acabe con la vida de 600 personas. Dos programas alternativos (mutuamente excluyentes) para combatir la enfermedad son presentados. ¿Cuál de ellos elegiría usted?

- a. Programa A: 200 personas serán salvadas.
- b. Programa B: 1/3 de probabilidad de salvar a las 600 personas, y 2/3 de que nadie se salve.

22. Una empresa de biotecnología toma conocimiento de la epidemia y de las medidas que el gobierno estaba evaluando, y efectúa las siguientes propuestas para combatir la enfermedad. ¿Cuál de ellas elegiría usted?

- a. Programa A: 400 personas perderán la vida.
- b. Programa B: 1/3 de probabilidad de que nadie pierda la vida, y 2/3 de que las 600 personas pierdan la vida.

23. Responda rápidamente:

La tasa de desempleo reportada en Alemania a fines de 2015 fue de 5.5%. ¿Cuál cree usted que fue la tasa de desempleo en Perú durante el mismo período? Respuesta: \_\_\_\_\_

La tasa de desempleo reportada en España fines de 2015 fue de 19%. ¿Cuál cree usted que fue la tasa de desempleo en Perú durante el mismo período? Respuesta: \_\_\_\_\_

24. 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 dicho inmueble?

- a. Muy importante
- b. Algo importante
- c. Nada importante

25. Pablo, quien tiene 31 años de edad y siempre fue muy brillante, se graduó con honores como bachiller en economía. En su época de estudiante

siempre estuvo ligado a causas que defendían la justicia social, llegando a participar en diversas manifestaciones. ¿Qué es más probable?

- a. Que Pablo sea profesor de inicial.
- b. Que Pablo sea profesor de inicial y pertenezca a asociaciones que promuevan la igualdad social.

26. Prefiero el financiamiento interno (préstamo de socios, familiares, etc) que el externo (Bancos, Cajas Municipales, entre otros)

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

27. En la empresa tenemos como política tener retener utilidades para poder invertirlas en años posteriores

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

28. Si la empresa genera utilidades, prefiero que estas se distribuyan entre los socios

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

29. Si la empresa genera utilidades, prefiero que se reinviertan en la empresa

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

30. Pase lo que pase y siempre y cuando tengamos utilidades, una parte de las ganancias es distribuida entre los socios y el restante se reinvierte en la empresa

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

31. Si es necesario acceder a un financiamiento externo vendería parte del capital de la empresa antes que pedir prestado a un banco

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

32. Prefiero pedirle prestado a un Banco antes de tener que vender parte de mi capital a terceros o convocar a nuevos socios

Muy en desacuerdo	1	2	3	4	5	Muy de acuerdo
-------------------	---	---	---	---	---	----------------

33. Edad \_\_\_\_\_

34. Rubro de la empresa \_\_\_\_\_

35. Estado civil

- a. Soltero
  - b. Casado
  - c. Divorciado
36. Número de hijos: \_\_\_\_\_
37. Nivel educativo
- a. Primaria
  - b. Secundaria
  - c. Superior Técnico incompleto
  - d. Superior Técnico completo
  - e. Superior Universitario incompleto
  - f. Superior Universitario completo
38. Distrito donde reside
- a. Alto del Alianza
  - b. Ciudad Nueva
  - c. Pocollay
  - d. Tacna
  - e. Gregorio Albarracin