

## Empresas familiares: estructura de capital y riqueza socioemocional

Family businesses: capital structure and socio-emotional wealth

*Victor G Aguilar*  
Universidad de Cuenca, Ecuador  
victor.aguilar@ucuenca.edu.ec

Redalyc: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=456061607011>

*Anahí Briozzo*  
Universidad Nacional del Sur, Argentina  
abriozzo@gmail.com

Recepción: 06 Septiembre 2019  
Aprobación: 27 Diciembre 2019

### RESUMEN:

En este artículo se revisan los aportes teórico-conceptuales y empíricos, más destacables relacionados con las decisiones de financiamiento en empresas familiares, con el objetivo de contextualizar a la firma familiar como un área de estudio por sí misma. El análisis bibliográfico sigue un método que da cuenta de un recorrido conceptual por los elementos más importantes en la empresa familiar contrarrestándolos con lo comúnmente observado para las empresas no familiares e incluyendo para tal efecto, la mención a trabajos que presenten resultados empíricos. La revisión da como resultado el hallazgo de coincidencias entre distintos trabajos, en cuanto se refiere a la existencia en la empresa familiar, de una realidad socioemocional y otra puramente de negocios, por lo tanto, la existencia de un aparente conflicto en las decisiones derivadas de la contradicción entre lo normativo y lo comportamental, utilizando como elemento básico del análisis, a las decisiones sobre estructura de capital. La relevancia del trabajo resulta de la esquematización del problema bajo estudio y la detección de vacíos de conocimiento, lo que sirve como base para futuras investigaciones. Las limitaciones se derivan del riesgo de no detectar en la revisión de antecedentes aportes innovadores, aunque con bajo número de citas.

**PALABRAS CLAVE:** empresas familiares, estructura de capital, maximización de valor, riqueza socioemocional, decisiones de financiamiento.

### ABSTRACT:

This article reviews the most significant theoretical, conceptual and empirical literature related to the financing decisions adopted in family owned business. The purpose is to conceptualize family business as an independent study area. The bibliographic analysis has been designed to recount a conceptual itinerary that contrasts the most important elements of family business literature with what is most commonly observed in non-family business research -these includes studies that present empirical results. Using capital structure as the main unit of analysis, the review shows certain coincidences amongst different works that point to the existence of a socioemotional reality and another purely corporate. The coexistence of both realities results in an apparent conflict in family business decisions that stems from the contradiction between the normative and the behavioral approach. The relevance of the work results from the schematization of the problem under study and the detection of knowledge gaps, which serves as the basis for future research. The limitations derive from the risk of not detecting innovative contributions in the background check, although with a low number of citations.

**KEYWORDS:** family businesses, capital structure, value maximization, socioemotional wealth , financing decisions.

### INTRODUCCIÓN

Como lo han mencionado en diversos aportes (Gomez-Mejia et al., 2014; Minichilli, Brogi, & Calabró, 2016; Schulze, 2016), las decisiones que bajo el paraguas de la economía normativa existen para la búsqueda de la maximización del valor de un negocio y aquellas decisiones que buscan un tipo de riqueza que es diferente, porque no es monetaria sino del tipo emocional, afectiva, de creación y sostenimiento de lazos; coexisten en el fenómeno organizativo conocido como empresa familiar.

Si bien, en algunas empresas tal coexistencia resulta más (o menos) explícita que en otras pues entran en juego el nivel de profesionalización, el de compromiso con terceros (acreedores) o el nivel de enraizamiento

familiar; en toda empresa de este tipo, ambas riquezas están presentes (Arenas & Rico, 2014; Hernández-Trasobares & Galve-Górriz, 2016). Por un lado, todo negocio busca la generación de riqueza monetaria y por otro, la presencia de relaciones afectivas y por tanto, la búsqueda de la riqueza socioemocional es connatural a la empresa familiar (Kalm & Gomez-Mejia, 2016). De cualquier manera, al parecer se encara una realidad, que enfrenta lo normativo (maximizar el valor) con lo conductual (comportamiento humano).

La literatura sobre la temática, tal como se ha indicado, señala una “convivencia” entre la búsqueda de la riqueza monetaria y la que preserva la riqueza familiar. Es así que en las grandes decisiones a la que están abocadas las empresas familiares, coexisten estas dos riquezas. Por ejemplo, la decisión de estructura de capital es muy importante en este contexto porque profundiza el conflicto entre los dos aspectos indicados pues dicha elección implica la posibilidad de abrir el capital a inversionistas no familiares.

Este artículo realiza un recorrido por el estado del arte de los dos elementos señalados, usando para ejemplificar los hechos, las decisiones de estructura de capital en las empresas familiares, y busca dejar como resultado sus principales diferencias, sus contradicciones, los elementos que las separan y también aquellos que les son comunes. Este trabajo aporta a la discusión de la temática pues, aunque existen trabajos que dan cuenta de varios elementos de la empresa familiar y que exponen la disyuntiva de decisión entre los objetivos empresariales y familiares, lo hacen en aspectos específicos como la sucesión (Arenas & Rico, 2014; Duh, 2014), la propiedad familiar (García-Borbolla, Herrera, Larrán, Sánchez, y Suárez, 2009), el costo de agencia y la presencia de un CEO extranjero y cómo este hecho cambia la decisión de financiamiento (Lardon, Deloof, & Jorissen, 2017), la tipología societaria (Serrano, 2015), el comportamiento organizacional (Gagné, Sharma, & De Massis, 2014), diversificación (Muñoz-Bullón, Sanchez-Bueno & Suárez-González, 2018), entre otros varios elementos.

En una primera sección se mencionarán aspectos generales sobre el fenómeno de la empresa familiar y se complementarán con una revisión de trabajos que resultan útiles para entender el alcance y contexto de las decisiones de financiamiento en este tipo de organizaciones, sin perder la perspectiva de cómo funciona dicha decisión en empresas que no son familiares a la luz de las teorías sobre estructura de capital existentes. A cuenta seguida, se profundiza en los aspectos relacionados con la riqueza socioemocional con el fin de dejar planteada la importancia que tiene este elemento en la organización familiar. La última sección señala algunas conclusiones y deja expuestos los elementos vinculados a la empresa familiar

## LA EMPRESA FAMILIAR COMO OBJETO DE ESTUDIO

Partamos del análisis del concepto de empresa familiar. El informe sobre empresas familiares elaborado por el Parlamento Europeo, en el panel de expertos en Empresas Familiares, concluye que no existe una “definición concreta, sencilla y armonizada de empresa familiar” (Niebler, 2015). Sin embargo, del vasto abanico de definiciones existentes, algunas de ellas concentran como elemento principal de la definición, el peso de la familia en la estructura de propiedad pues el control de la empresa es un aspecto importante para la familia. (Dyer & Dyer, 2009).

Es importante resaltar que la diversidad conceptual es resultado de las particularidades que reflejan el contexto cultural de aquella geografía en la que las empresas familiares desarrollan su labor, contexto que además ha venido modificándose a lo largo del tiempo (Astrachan, Klein, & Smyrniotis, 2002). En ese sentido, extender la discusión a una enumeración de las distintas definiciones que pueden existir para la empresa familiar resultaría superfluo, pues resulta más oportuno mantener las características conceptuales básicas que son notablemente comunes para la empresa familiar a lo largo del mundo. Stewart, (2003) va más allá al señalar que no es factible definir a la empresa familiar a lo largo de las culturas y que más bien, se debería abordar la temática desde la perspectiva de “negocios basados en la familia” y no en empresas familiares.

Para el fin que se persigue, que es estudiar a la empresa familiar en el contexto de la coexistencia entre los objetivos empresariales y familiares, se considera que la definición más apropiada es como sigue:

Negocios que se rigen y / o se manejan con la intención de dar forma y perseguir la visión del negocio, sostenido por una coalición dominante controlada por los miembros de la misma familia o de un pequeño número de familias de una manera potencialmente sostenible a través de generaciones de la familia o de las familias (Chrisman & Chua, 2005, p. 556).

En cuanto al desarrollo teórico de la temática se podría decir que constituye un estudio relativamente nuevo. El entorno teórico que envuelve a la empresa familiar permite ir más allá de la sola conceptualización. La discusión teórica, y consecuentemente la comprobación en la práctica de los distintos elementos medibles y no medibles, vinculados a la empresa familiar son importantes y de reciente data. Según Benavides, Guzmán y García (2011) la primera mención específica en revista indexada, sobre la empresa familiar se realizó en 1961.

A partir de ahí, cientos de artículos centrados en la dinámica de la empresa familiar han aparecido ocupándose de temas específicos como la sucesión familiar (ver tabla 1). Sin embargo, de acuerdo a Evert, Martin, McLeod, y Payne, (2016) se debe continuar mejorando la legitimidad del tema con sus campos adyacentes.

Para Basco (2006), el estudio de las empresas familiares es un espacio nuevo para la investigación. Los distintos trabajos realizados se plantean según el autor, algunas interrogantes que constituyen la base para el desarrollo de estudios sobre empresa familiar. Entre aquellas preguntas que son vitales para lo indicado se tiene: ¿Por qué estudiar la empresa familiar?, ¿cómo vincular los aspectos teóricos existentes en finanzas desde la visión de la empresa familiar?, ¿Explican esas teorías fehacientemente los distintos procesos existentes en la dinámica de la empresa familiar? En definitiva, la pregunta fundamental que recogen todas estas interrogantes es: ¿Las empresas familiares, por su configuración, sus características, sus propias dinámicas poseen elementos teóricos a desarrollar y que resulten ser exclusivos, únicos y, por tanto, pertenecientes sólo a esa realidad?

La empresa familiar además de ser la más antigua forma de organización empresarial, es un elemento efectivo en el desarrollo económico, y en la generación de puestos de trabajo (Ramadani, Bexheti, Rexhepi, Ratten, & Ibraimi, 2017). Sin embargo, su todavía escasa representación en la literatura podría deberse a que el ámbito de la dirección de empresas no ha visto a la empresa familiar como una exclusividad teórica y por lo tanto ha venido apuntando sus estudios a la dirección estratégica, a la teoría de las organizaciones y al emprendedurismo (Basco, 2006). Daspit, Chrisman, Sharma, Pearson y Long (2017), señalan que efectivamente son la sucesión y el gobierno los aspectos que más notoriedad han tenido en la literatura, pero a la par, admiten la existencia de un amplio espacio para la investigación, que desde distintas perspectivas, den cuenta de otros aspectos relacionados con este tipo de firmas. De hecho, se critica que la mayoría de trabajos enfoquen por separado las variables familia y negocios, siendo escasas las elaboraciones académicas que tratan a los elementos dentro de una sola temática (Dyer y Dyer, 2009).

Su importancia (y no solo económica) no está en discusión. En economías desarrolladas, como la alemana, dentro de las 100 mayores empresas, más del 41% son empresas familiares y dentro del total de empresas medianas y pequeñas este valor alcanza el 99% (Finnigan, 2017), para el caso de empresas familiares en países emergentes con escaso desarrollo del mercado de valores, su importancia sería aún mayor en el contexto general, es decir para la economía en su conjunto (Fernández, Lluch & Barbero, 2015).

El tiempo ha venido dando la razón a quienes encuentran en esta temática un medio pródigo para la investigación y un campo amplio para el análisis desde varias perspectivas. En la década de los ochenta el promedio fue de 30 artículos por año, pasando luego a un número de 565 artículos para la primera década de este milenio y se estima que tal número llegará a ser superior a 800 artículos por año en el futuro próximo (Daspit et al., 2017). En cuanto a la distribución geográfica de la investigación en la temática, existe una significativa prevalencia de estudios en Norteamérica y Europa, siendo aún despreciable la investigación en otras zonas geográficas (De Masis A, Sharma P, Chua J, Chrisman J., 2012).

En síntesis, el estudio de la empresa familiar se torna atractivo porque la disyuntiva entre objetivos familiares y objetivos de negocio se encuentra sostenidamente presente, mientras el negocio recoja las

características de una empresa familiar Ward, J. (2016). Autores como Chua, Chrisman, & Steier, (2003) señalan que proveer de cargos elevados a familiares poco o nada preparados para esas responsabilidades incidirían directamente en el objetivo de maximizar el valor del negocio; por otro lado Seong, Goh, Tan, & Mohd, (2017) encontraron que las empresas familiares no están exentas de los conflictos entre principales, y por lo tanto del problema de agencia, el cual, puede incluso transferirse a problemáticas familiares con la incursión de lo socioemocional. En definitiva, se podría decir que la empresa familiar es un espacio en el que coexistirían rendimientos monetarios y de creación de valor para el negocio y rendimientos que no siendo monetarios reivindican valores familiarmente necesarios; siendo este un hecho que a priori, justifica plenamente el estudio de la empresa familiar como un grupo especial. El hecho (como el del ejemplo antes citado acerca de los costos de agencia) que merece ser analizado, es la medida en la cual estos dos rendimientos podrían estar contrapuestos. Queda pendiente determinar si existe en el grupo familiar la búsqueda concreta que capta las externalidades positivas (los retornos no económicos) de la gestión del negocio, o si son derivaciones espontáneas que aparecen por el solo hecho de que la toma de decisiones se la realiza desde una perspectiva familiar. Tal como se ha podido recabar de la literatura existente, la respuesta dependería de características como el tamaño, la generación al mando, el nivel de formación del administrador-familiar y otras especificidades. Se admite por tanto, la influencia del grupo familiar en la dinámica del comportamiento organizacional de una firma (Gagné, 2014)

## EMPRESAS FAMILIARES: SUS BASES NO ECONÓMICAS

En el fenómeno de la empresa familiar convergen una multiplicidad de factores como la cohesión, la confianza e incluso los límites familiares (Dyer & Dyer, 2009), lo que hace que su estudio resulte un ejercicio complejo. En definitiva, no es una tarea fácil entender la serie de matices que configuran las decisiones en la empresa familiar, pues conviven requerimientos puramente económicos con los integralmente familiares, intereses que no a menudo concuerdan entre sí. A continuación, se hace una revisión de los elementos no económicos que incidirían en las decisiones de estructura de capital en las empresas familiares.

Como apuntan Bastos (2009) existen factores idiosincráticos desconocidos pero fundamentales en la determinación del financiamiento empresarial, además, de que la empresa familiar de acuerdo a Sánchez, Carrasco, Danvila, y Sastre, (2017) refleja una cultura de clanes y no tanto de jerarquía como sí ocurre en las no familiares. Consecuentemente, la empresa familiar debe entenderse como un sistema complejo que está parcialmente condicionado por relaciones emocionales, las cuales incluyen elementos y decisiones que no están en conformidad con la lógica del mercado (Daspit, 2017).

¿Por qué es posible señalar que la interacción entre elementos racionales de mercado y aquellos idiosincráticos, no necesariamente racionales, denominados también socioemocionales, hace que el fenómeno sea complejo? Las respuestas suelen vincularse al tema de las decisiones de estructura de capital, y se centran en un elemento de trascendencia: la pérdida de control. (Gómez-Guillamón, García-Pérez-de-Lema & Garrido, 2015).

La pérdida de control y los límites familiares son por tanto notablemente importantes en las decisiones empresariales por parte de la familia. Aghion y Bolton (1992) plantean que el mejor de los mundos para el empresariado familiar sería el poder emitir acciones sin derecho a voto, con lo cual además de ser un acuerdo que no agrada a los inversionistas, implica una declaración de que el control es altamente valorado. En las empresas familiares, el mencionado control genera comportamientos que abonan la aparición de elementos no económicos, que configuran una organización única, un campo de estudio en sí mismo.

Como se ha dicho, la empresa familiar es una organización compleja en la que coexisten dos organizaciones paralelas (la puramente empresarial y la familiar) en un intrincado sistema de relaciones. Cada una de ellas tiene ciertas particularidades que configuran dos puntos de vista que pueden llegar a ser opuestos y, por consiguiente, en la medida en la cual el interés familiar supere al empresarial, las decisiones pasan a tener

un mayor componente sentimental que económico racional (Miller, Breton-Miller, Minichilli, Corbetta & Pittino, 2014). Entre las consecuencias de esta dinámica dual, estaría la necesidad de lograr la identificación del colaborador no familiar con la visión de la empresa y en profesionalizar al colaborador familiar (Déniz-Déniz, Cabrera-Suárez, & Martín-Santana, 2018) De hecho, contar con nuevas generaciones familiares más preparadas académicamente, marcan una diferencia: “Familias como los Rosenthal deciden concentrarse en la expansión de sus empresas y en la formación de sucesores en el extranjero”(Fernández, Lluch y Barbero, 2015).

Por tanto, existe un componente racional desde la perspectiva empresarial y un componente no racional si la perspectiva es familiar, en una suerte de coexistencia inevitable. Resulta relativamente simple asumir que lo no racional condiciona a las decisiones racionales, sin embargo dadas las características de un tipo de organización tan específica, no se puede descartar de inicio, que la presencia de la familia no aporte ninguna ventaja a la empresa como tal y que la visión que desean implantar no sea beneficiosa para la firma (Goshen & Hamdani, 2016). Además, la medición de esta otra riqueza debe pasar por un filtro inicial: se debe evidenciar su presencia antes de medir sus efectos (Schulze & Kellermanns, 2015)

En este estudio es necesario aclarar aún más los conceptos. Se entiende como decisiones no racionales (racionalidad económica) aquellas que desvirtúan lo que representan acciones que poseen la denominada lógica de mercado, en otras palabras, aquellas que enfrentan a lo normativo [1]. Por lo tanto, las decisiones denominadas no racionales serían aquellas que no satisfacen los requerimientos fundamentales en cuanto a consistencia y coherencia (Kahneman & Tversky, 1981).

Consecuentemente, si la empresa familiar toma decisiones alejadas de lo considerado coherente, tales decisiones resultarían no racionales y caerían en lo que configuraría un comportamiento irracional en la vida económica de las empresas, cercano a lo que estudia la economía del comportamiento (Thaler, 2018). De hecho, la literatura ha marcado un camino para ampliar el estudio de la transmisión del conocimiento entre generaciones considerando la existencia de valores no económicos (Carr & Ring, 2017). La complejidad, además, viene dada porque no son sinónimos para los fines pertinentes, lo socioemocional, lo cultural y lo idiosincrático. Por lo tanto, las aristas son distintas y es así que obedecerían a distintos orígenes, generan distintas motivaciones, aunque sus efectos, al menos desde el punto de vista de la rentabilidad, para solo referirnos a una variable, podrían ser coincidentes. En las siguientes subsecciones se desarrollan estos aspectos.

## EL ASPECTO IDIOSINCRÁTICO EN LA EMPRESA FAMILIAR

Según Duréndez, Madrid-Guijarro, & Hernández-Cánovas, (2019) la idiosincrasia que caracteriza a la empresa familiar promueve un nuevo campo de estudio, es la base de una cultura empresarial especial poseedora de rasgos únicos. La literatura al respecto, señala que la idiosincrasia es vista como un aspecto positivo para el desarrollo empresarial. La idiosincrasia se torna especialmente importante en la sucesión sin dejar de ser relevante para otro tipo de decisiones. Bjuggren y Sund (2001) sostienen la idea de que el conocimiento experimental sobre una base idiosincrática resulta ser altamente relevante para obtener ventajas competitivas e incluso el éxito del negocio. Esto concuerda con la idea de que para la sucesión, quien recibe la posta incluso involuntariamente, puede asimilar características idiosincráticas del conocimiento y su contexto como una forma para que en el proceso de transferencia entre generaciones se preserve la base familiar que estructura el carácter competitivo del negocio y por tanto se transmita la identidad familiar (Cabrera-Suárez, García-Almeida, & De Saá-Pérez, 2018). Por lo tanto, estas perspectivas concuerdan en que los rasgos y distintivos propios del colectivo familiar, además de ser fundamentales para asegurar la sucesión en el espacio que la familia empresaria ha decidido, resultan claves para marcar diferencias en términos competitivos con negocios de otro tipo de configuración e incluso con aquellos con la misma característica familiar (Berrone & Cruz, 2012).

Algunos trabajos como el de Lozano (2015), encontraron que incluso las decisiones de acumulación de efectivo pueden ser resultado de las idiosincrasias familiares; lo cual reafirma la existencia de un carácter distintivo en la empresa familiar.

## EL ASPECTO CULTURAL EN LA EMPRESA FAMILIAR Y EL SISTEMA DE VALORES.

Si bien existe abundante literatura sobre la cultura empresarial, tal categoría desde la dimensión familiar tiene otra perspectiva. Por ejemplo, es factible asumir que los propietarios resuelven problemas y toman decisiones de su empresa otorgándole un elevado valor a la opinión de sus familiares, quizás la misma con la que se resuelven los problemas estrictamente familiares (Astrachan, 2002) porque los principios y su cultura como tal, pueden ser trasladados del régimen familiar al empresarial con relativa facilidad. De acuerdo con Astrachan (2002), los valores empresariales y los valores familiares pueden llegar a estar superpuestos, sin embargo, la medición del grado de superposición puede resultar complejo dado que la definición y el tiempo no pueden dejarse de soslayo. De hecho, los valores de una empresa podrían sustentarse en los valores familiares y sin embargo en la generación actual de aquella familia, tales valores pueden ser distintos. La cultura en el negocio familiar es uno de los elementos fundamentales para que la firma sobreviva luego de la primera generación (Ramadani & Hoy, 2015).

Astrachan (2002) evaluaron tres subescalas de la relación empresarial familiar -experiencia, poder y cultura [2]- y encontraron dos elementos claves relacionados con la última: el primero, que en el negocio familiar los valores familiares y los valores del negocio o corporativos se solapan en una suerte de intercambio constante y sostenido. El segundo, que la cultura crea un compromiso en los miembros de la familia que forman parte del negocio, en una forma que no necesariamente está presente en un ambiente empresarial no familiar. Aislado este hecho de otras variables de influencia, aquellas familias empresarias revestidas de valores y principios que pueden trasladar esas condiciones a una cultura organizacional, tendrían más éxito que aquellas que no poseen tales virtudes, de tal forma que logran perpetuarse a través del tiempo y de las generaciones venideras (Fernández, 2015).

Coincidiendo con lo descrito en líneas anteriores, Abdul, Abdullah y Atiqah (2015) encontraron una relación positiva y altamente significativa entre la visión de la familia y el liderazgo, con los factores familiares culturales reflejados en la cohesión cognitiva y la devoción familiar. Nuevamente, se debe notar que un sistema de valores de este tipo podría estar más próximo a lo que se ha venido denominando componente no racional y, consecuentemente, estar en contraposición con los resultados puramente empresariales, reduciendo el valor de la empresa (Moreno, 2014).

## EL ASPECTO SOCIOEMOCIONAL EN LA EMPRESA FAMILIAR

Lo socioemocional en la empresa familiar toma un caris superlativo. De hecho estaría al nivel de la riqueza financiera (reflejada en el valor del negocio) propiamente dicha (Koropp, Grichnik & Kellermanns, 2013; Muñoz-Bullona, Sanchez-Buenoa, 2017). Consecuentemente es factible para la perspectiva de la empresa familiar, hablar de la existencia de una riqueza socioemocional, y como riqueza, resulta posible la búsqueda de su maximización. Siguiendo a Berrone, Cruz, y Gomez-Mejia (2012) la riqueza socioemocional es el paradigma más importante en la investigación de la empresa familiar. De acuerdo con los autores, esta riqueza es el principal diferenciador que posee la empresa familiar, elemento que la hace única, específica, y que además ayuda a explicar la razón por la que la familia empresaria muestra un comportamiento claramente distintivo. En tal sentido: valores, cultura e idiosincrasia son elementos que edifican lo socioemocional.

La riqueza emocional es un constructo relativamente reciente en cuanto a su investigación, cuya referencia podría estar cercana a lo que Romano (2001) denominaron, refiriéndose al propietario de la empresa familiar,

“construcción de un estilo de vida”, el cual, según estos investigadores, está en detrimento del crecimiento empresarial y que Schulze & Kellermanns, (2015) lo plantearon como “utilidades afectivas”. Miller and Le Breton-Miller (2014) reconocen que la telaraña de causas y efectos, la ambigüedad en cuanto a su naturaleza y a sus dimensiones, entre otras dificultades, han venido creando confusión. En ese mismo tenor Chua, Chrisman, De Massi, (2015) plantean que la riqueza socioemocional se modifica en función de los flujos provenientes del stock no económico y que esto condiciona el comportamiento empresarial.; mientras que (Cabrera-Suárez, 2018) van más y analizan la relación entre innovación tecnológica y riqueza emocional.

La riqueza socioemocional aparece como temática con el trabajo de Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, y Moyano-Fuentes, (2007). Estos autores argumentan que las empresas familiares priorizan el cuidado de su riqueza emocional y que para preservarlo se hallan dispuestas a asumir riesgos de mercado, pese a que, empresarialmente hablando, poseen mayor aversión al riesgo. Por esta razón, resultaría errado pensar que las empresas familiares retardan sus opciones de crecimiento por su renuencia a diversificar la propiedad. Argumentan que este punto de vista no toma en consideración que las firmas familiares no se encuentran exclusivamente interesadas en los rendimientos económicos, sino además en su riqueza socioemocional. En ese sentido, sostienen que pueden estar dispuestas a enfrentar un riesgo mayor en relación a su desempeño para preservar esta riqueza, pues su pérdida implicaría eliminar la intimidad familiar, reducir su estatus y no cumplir con las expectativas creadas por la familia. Dicha riqueza socioemocional se halla entonces tan atada a la organización empresarial que representa un objetivo de cumplimiento por y para sí misma.

Gómez-Mejía (2007) en su estudio plantean como variable dependiente la pérdida de control, pues esta refleja el sentido que la familia empresaria le otorga a esta forma de riqueza. Con el fin de plantear la importancia que tiene para la familia empresaria el aspecto socioemocional, ejemplifican la cadena de beneficios de pertenecer a una cooperativa: tributarios, subsidios estatales, facilidades de financiamiento, asesoría, facilidades para la adquisición de equipos, capacitación, economías de escala, garantía de precios, canales de distribución del producto; en definitiva ventajas que al tomarlas supondrían decisiones económicamente racionales, pues todas apuntan a reducir el riesgo de desempeño (riesgo de negocio) y; contrarrestan estos elementos con el costo de ingresar al cooperativismo que para ellos, también es evidente: condiciones y reglas son impuestas por la cooperativa, pérdida del nombre del negocio, prohibición de realizar actividades paralelas como otras líneas de negocio, pérdida de gobernabilidad, pues para todos los efectos prácticos, el negocio depende de las decisiones de un gobierno cooperativo y solo se tiene derecho a un voto, imposibilidad de decisiones propias en cuanto a uso de tecnología, métodos de producción, entre otros, y finalmente, la aceptación del ingreso al negocio de una supervisión y auditoría externa. En resumen: una formal pérdida de control [3]. Sus hallazgos, luego de la aplicación de métodos econométricos, encuentran evidencia fuerte a favor de que el abandono de la riqueza socioemocional es notablemente importante para la familia empresaria y que, por lo tanto, se hallan dispuestos a asumir mayor riesgo del negocio si eso implica mitigar esa pérdida [4]. En palabras de los autores: “cuando las empresas familiares se enfrentan a un dilema de elección estratégica que implica: “(1) un alto grado de certeza de ganancias financieras mejoradas y una mejor probabilidad de supervivencia, pero pérdida de control familiar y (2) un mayor riesgo de disminución de desempeño y fracaso empresarial catastrófico, pero retención del control familiar, el claro ganador es la decisión “de riesgo” (Gómez-Mejía, 2007). Consecuentemente, se ha encontrado evidencia de la existencia de un sesgo familiar hacia la riqueza socioemocional en detrimento de la económica. Este hecho concuerda con algunos hallazgos: el de Vos, Yeh, Carter, y Tagg, (2007) que encuentran que la capacidad de controlar y mantener el negocio tiene como costo el sacrificar el crecimiento significativo por uno moderado, y el de Briozzo y Vigier, (2014) que comprueban que el uso de préstamos personales, en detrimento de otras fuentes de financiamiento, genera altos costos emocionales relacionados con la quiebra.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., y Trujillo, M. A. (2013) estudiaron la aversión al riesgo y la pérdida de control para empresas familiares colombianas. Los autores encuentran que existen dos motivaciones distintas que determinan la estructura de capital de las empresas familiares: una de ellas se basa en que la

aversión al riesgo presiona a las empresas hacia niveles de deuda más bajos, y una segunda que se basa en la necesidad de financiar el crecimiento sin pérdida de control, que hace que las empresas familiares prefieran niveles de deuda más altos.

Para Schulze y Kellermanns, (2015), es necesario establecer una teoría positiva para la riqueza socioemocional, pues queda flotando la perspectiva de si la riqueza socioemocional como patrimonio innegablemente familiar, contribuye a la vitalidad de la empresa, como el hecho de que el aspecto socioemocional contribuye a debilitar los conflictos de agencia. Los autores concluyen expresando la necesidad de que la investigación haga frente al estudio de teorías positivas que puedan desafiar ciertos paradigmas existentes. Si las empresas familiares son el tipo de organización dominante en el mercado, no es descabellado pensar que lo socioemocional debe tener elementos positivos que deberían ser descubiertos y evidenciados.

Daspit (2017) también estudian la importancia que lo socioemocional posee para la empresa familiar. Para ellos, se producen efectos paradójicos, pues objetivos no económicos pueden generar resultados beneficiosos para el bienestar de la firma, y sin embargo, pueden existir otros que minen tales resultados. Es quizás por esto, que existen varios trabajos empíricos que otorgan distintos resultados cuando se evalúa la productividad y/o el rendimiento de la empresa familiar. Como ejemplos tenemos que García-Borbolla, Herrera, Larrán, Sánchez y Suárez, (2009) estudiando pequeñas y medianas empresas españolas, no encuentran que la estrategia empresarial tenga efectos en la rentabilidad, pero si ese análisis se hace para empresas familiares, sí existe un efecto beneficioso.

Cuando se trata el tema socioemocional, se observa con facilidad que su presencia se halla en cada una de las decisiones empresariales, desde las más básicas hasta algunas más complejas como la diversificación, la estructura de capital (analizada en líneas anteriores), la política de dividendos entre otras. Siendo así, es útil aproximarse a la revisión de estas relaciones a través de alguna literatura existente. Hernández-Trasobares y Galve-Gorriz, (2016) estudian las estrategias de diversificación en empresas familiares y empresas no familiares españolas. La hipótesis planteada es la siguiente: si la diversificación implica tomar partida de nuevas actividades que suponen la consecución de mayores recursos, la empresa familiar se mostrará más aversa a asumir una estrategia de crecimiento, si esto significa deteriorar su riqueza socioemocional. Incluso si el agente es un miembro no familiar, no estará interesado en la diversificación, si esto supone no cumplir el interés del propietario en cuanto se refiere a proteger la riqueza socioemocional. Los autores analizaron 99 empresas cotizantes, matrices de grupos empresariales mayoritariamente familiares, hallando que las empresas familiares son renuentes a la diversificación total pero no lo son en cuanto a la diversificación relacionada, hecho que estaría explicando la extensión piramidal a partir de una empresa madre, habitualmente la primera empresa familiar y consecuentemente explicaría la aparición de grupos económico-familiares. Siguiendo a (Khanna & Yafeh, 2015) la diversificación puede ser entendida como una forma de extender el linaje, y por lo tanto una manera de gestionar los activos familiares, lo cual reivindica las diferencias que podrían hallarse en cuanto a resultados, cuando se trata de grupos económico-familiares. Esto hace necesario encontrar y luego entender, las razones por las cuales nuevas empresas emanadas del grupo familiar, no pueden ser estructuradas sin la tutela del grupo económico familiar.

## EMPRESAS FAMILIARES Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

En este apartado, a la luz de las teorías sobre estructura de capital mayormente tratadas en el ámbito académico: Trade off, Pecking order y costos de agencia [5] se analizan los resultados de algunos trabajos que resultan representativos por su número de citas y por lo tanto, regularmente tomados como referencia en el estudio de la temática, con el fin de ampliar la visión de la empresa familiar en relación con la decisión financiera de estructurar el capital.



La literatura sobre empresa familiar ha venido creciendo paulatinamente, (Tabla 1). En una mayoría de trabajos, especialmente en recientes años, los objetivos de investigación apuntan a la exposición de diferencias existentes entre empresas familiares y no familiares tomando como variables de comparación el tamaño del negocio, el comportamiento del administrador y las decisiones en los aspectos claves de la gestión financiera: estructura de capital, presupuesto de capital y política de dividendos.

Tabla 1. Investigación en tópicos relacionados con la empresa familiar

Año	Science Direct		DIALNET	SCIELO	TOTAL
	Family Firm	Family firm & financing	Firmas- Negocios- Empresas familiares	Firmas- Negocios- Empresas familiares	
2018	225	145	41	9	420
2017	195	115	15	16	341
2016	189	107	46	15	357
2015	154	110	34	14	312
2014	156	97	36	13	302
2013	157	92	35	12	296
2012	106	67	45	12	230
2011	116	66	34	11	227
2010	83	53	35	11	182
2009	54	33	36	10	133
2008	67	42	21	7	137
2007	60	38	23	7	128

Repositorios Dialnet, Scielo, Science Direct a octubre 2019

Tales diferencias se observan en aspectos muy puntuales como la “racionalidad no-económica”, la idiosincrasia familiar, y elementos de la psicología social como las decisiones socioemocionales (Koropp, Kellermanns, Grichnik & Stanley, 2014; Arenas & Rico, 2014; Menon, 2016; Sánchez-Matamoros & Fernández-Roca, 2017; Firfiray, Shainaz;Larraza & Martin;Gómez-Mejía, 2018).

Mazagatos, Puente, y García. (2009) analizan 672 empresas españolas y concluyen que el deseo de perpetuar el control familiar lleva a una jerarquía financiera. Sin embargo, con los cambios generacionales se debilitan los lazos familiares y varía la ponderación de las fuentes de financiación.

Keasey, Martinez, y Pindado, (2015) encontraron que en empresas familiares los propietarios prefieren un compromiso de deuda al levantamiento de capital a través del mercado de valores para no diluir la propiedad. Esto que podría calificarse como entendible desde la óptica familiar, no es necesariamente económicamente racional. Ese hecho condiciona la estructura de capital pues las fuentes de financiamiento disponibles se limitan al fondo interno libre de costo de flotación, los nuevos aportes de los socios existentes o a la deuda.

Chaklader y Chawla, (2016) investigaron sobre los determinantes de estructura de capital para 500 empresas que cotizan en la National Stock Exchange (NSC) en la India, para el periodo 2008-2015, y encontraron que el crecimiento, la rentabilidad, la tangibilidad, la liquidez, el tamaño y el escudo fiscal sin deuda sobre el apalancamiento financiero, sustentan los postulados de la teoría del Trade-Off mientras que únicamente la liquidez sustenta los postulados de la teoría de la jerarquización (Pecking order). Sin

embargo, el estudio no distingue empresas familiares de no familiares por lo que no se puede trasladar ninguna conclusión a la firma familiar.

Considerando a la empresa familiar, Ampenberger, Schmid, Achleitne y Kaserer (2011), estudiaron las decisiones de estructura de capital para 660 empresas alemanas de las cuales 390 calificaron como empresas familiares al menos para un año de la muestra. Los autores encontraron niveles de apalancamiento financiero significativamente más bajos en las empresas familiares frente a las no familiares. En cuanto se refiere al trade-off, las empresas familiares poseen una perspectiva diferente frente a los costos y beneficios de la deuda, en comparación con la que poseen los inversionistas de empresas no familiares. En la empresa familiar existiría una aversión superior relativa frente a la posibilidad de caer en default. Sin embargo, mencionan los autores, no se podrían dejar de lado explicaciones adicionales al hallazgo, que tienen que ver con evitar una pérdida de control, el cual podría resentirse si los acreedores tuviesen un grado de supervisión que limite el accionar del negocio familiar; y el acceso restringido (quizás autoimpuesto para no perder el control) a los mercados de valores, como resultado que refleja las características puras de la empresa familiar.

Las decisiones de financiamiento en empresas familiares, también pueden verse influenciadas por el desempeño financiero histórico y en esa medida, condicionar las decisiones financieras futuras. Es decir, si el desempeño histórico ha dejado satisfacciones, se mejorarían las expectativas de desempeño en el futuro (Mahto & Khanin, 2015); encuentran además, que la satisfacción con el desempeño pasado es proporcional a la toma de riesgos y por lo tanto las empresas familiares, tal como ocurre con otro tipo de firmas, podrían asumir mayor riesgo orientadas por su desempeño anterior. Como se puede notar, el estudio no se decanta hacia ninguna de las teorías usualmente aceptadas sobre estructura de capital, sin embargo, constituye una perspectiva diferente a la contribución para determinar qué puede haber detrás de las decisiones financieras familiares. Es útil también dejar claro que, aunque se comprueban sus hipótesis, Mahton y Khanin (2015) no señalan qué base de racionalidad económica existe en las empresas familiares para las decisiones de financiamiento.

Ahora bien, para establecer posibles diferencias entre países, cabe la pregunta: ¿Qué tan importante resulta el análisis de la institucionalidad vigente en los países, en cuanto a su incidencia en las decisiones de estructura de capital? Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, (2016) encuentran que existen particularidades para cada país que hacen que persistan diferencias no despreciables entre ellos en lo que se refiere a la toma de decisiones de estructura de capital, en virtud, precisamente de especificidades institucionales y Miller, Amore, Le Breton-Miller, Minichilli, y Quarato, (2018) encontraron a su vez, que las empresas varían conforme sus entornos institucionales y, por lo tanto, reflejan diferentes modos y niveles de distinción; además, señalan que las empresas familiares son más aptas para ajustarse a normas financieras que otro tipo de organizaciones.

Un trabajo que también evalúa la incidencia de la institucionalidad es el de Bastos, Nakamura y Bassi, (2009) quienes investigaron los determinantes de la estructura de capital para 388 empresas abiertas latinoamericanas con domicilio en México, Brasil, Argentina, Chile y Perú.

El estudio buscó evidencias analizando tres teorías de estructura de capital: Pecking Order, Trade Off y Costos de Agencia. La metodología utilizada por los autores fue de datos de panel, con el nivel de endeudamiento en seis construcciones diferentes para la variable explicada y como variables explicativas algunos factores específicos de la empresa y factores macroeconómicos e institucionales del país al que pertenece la empresa en la muestra.

Los hallazgos muestran una prevalencia de la Teoría del Pecking Order para los países estudiados, a través de la significancia y signos de las variables: liquidez, rendimiento del activo y en parte el indicador Valor de mercado/valor en libros. Solo la variable carga fiscal comprueba la teoría del Trade off. Para la teoría de agencia, se acepta parcialmente la variable Valor de mercado/valor en libros y completamente la de oportunidades de crecimiento.

Por otro lado, tamaño y activos tangibles, no otorgaron ninguna evidencia empírica que corrobore alguna teoría. El estudio no considera en su análisis la condición de empresa familiar, pero admite que

algunos elementos idiosincráticos desconocidos parecen tener influencia en las decisiones de financiamiento empresarial. En todo caso, resultados divergentes suelen ser un hecho común en las pruebas empíricas de la teorías de estructura de capital (Padilla, Rivera, & Ospina, 2015; Pratono, A. H., & Hutomo, 2018). Cuando se incluyen variables macroeconómicas e institucionales, solo el crecimiento del PIB corrobora lo postulado por la teoría del Pecking Order.

Un trabajo con el mismo objetivo es el realizado por Céspedes, González, & Molina, (2010) quienes estudian los determinantes de la estructura de capital para un grupo de países de Latinoamérica, usando variables similares a las utilizadas por Bastos et al., (2009), pero con una diferencia fundamental al incluir la variable “concentración de la propiedad” para explicar las decisiones de estructura de capital. La variable deuda es modelada como variable dependiente bajo tres constructos. La metodología usa datos de panel para la aplicación de las regresiones, y la muestra incluye 806 firmas latinoamericanas (Brasil, Chile, Perú Colombia, Venezuela y Argentina).

Algunos resultados se resaltan: la variable rentabilidad sobre activos, corrobora la teoría del Pecking Order pues tal como menciona esta teoría, la relación esperada es negativa y por lo tanto descarta la teoría del Trade Off para la cual se espera que a mayor rentabilidad, mayor deuda se tome; siendo este resultado coherente con hallazgos previos, incluso para estudios realizados para países desarrollados. La variable oportunidades de crecimiento, tiene una relación positiva con la variable explicada (nivel de deuda) para su primera construcción[6]. Este hecho es coherente con la teoría del Pecking Order, pero además, y este es un hallazgo interesante: “la relación positiva...entre el endeudamiento y las oportunidades de crecimiento en Latinoamérica pueden ser explicadas por el deseo de las firmas latinoamericanas de evitar la emisión de acciones y la consecuente pérdida de control” (Céspedes, 2010). En otras palabras, el modelo planteado, al revisar el vínculo entre la propiedad del negocio y la deuda, encuentra un tipo de relación que es consistente con el hecho de que las firmas buscan evitar el abrir el capital porque sus accionistas no desean perder el control que se logra con el derecho al voto.

En síntesis, no existe un consenso sobre el comportamiento de las empresas familiares en cuanto a sus decisiones de financiamiento. Además, no se puede dejar de lado el hecho de que las características propias de la familia propietaria, como por ejemplo el nivel de homogeneidad en el grupo tomador de decisiones, la institucionalidad y la normativa del país en el que se halla el grupo económico-familiar son elementos a considerar y que definen una u otra teoría o la combinación de alguna de ellas. Al parecer sigue siendo palpable el hecho de que:

...” la importancia de utilizar teorías que también ayudan a explicar los factores de comportamiento (por ejemplo, las necesidades de los propietarios de estar en control) que afectan los procesos de toma de decisiones de la estructura financiera... los practicantes e investigadores deben considerar la interacción dinámica entre las características del negocio (por ejemplo, tamaño o industria), aspectos del comportamiento del financiamiento de negocios (por ejemplo, objetivos empresariales) y factores financieros (por ejemplo, niveles de engranaje) cuando se trabaja en la investigación a la familia empresaria...” (Romano, 2001)

Para finalizar, presentamos el esquema conceptual referido en la figura 1. La intención es sintetizar lo mencionado hasta el momento. A fines de estudiar la decisión de estructura de capital en empresas familiares, es necesario complementar la visión clásica de la administración financiera, basada en los elementos empresariales dan como resultado la denominada riqueza económica, con los factores familiares resultan en riqueza socioemocional. Estas dos riquezas en la empresa familiar coexisten y esa coexistencia determinaría el valor del negocio. La esencia de esta temática es la respuesta a la pregunta de si son o no compatibles tales riquezas en la creación del valor del negocio.

CONCLUSIONES

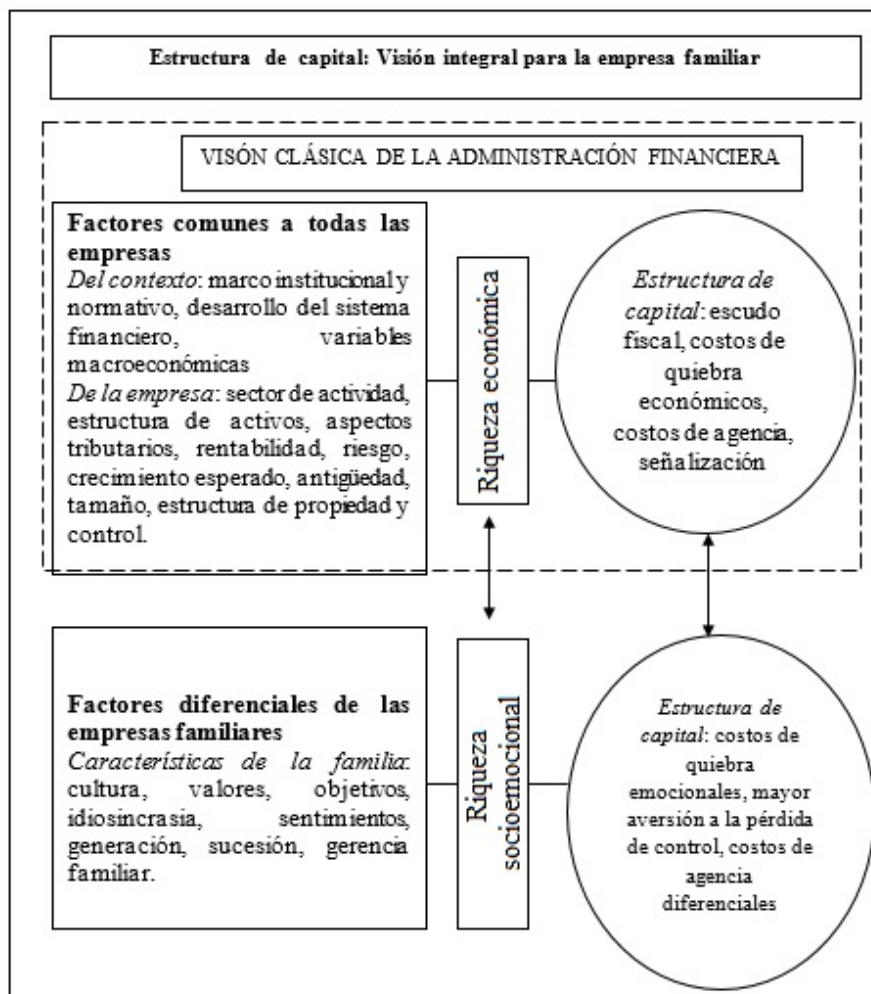


Figura 1. Estructura de capital: Visión integral para la empresa familiar  
Elaboración propia

La empresa familiar es un fenómeno único. Su principal característica es la convivencia de dos realidades: la que se refiere a la firma y por tanto supone decisiones que buscan lo que normativamente establece la Administración Financiera, esto es la maximización del valor del negocio, y otra que tiene que ver con la base familiar y que se decanta por preservar y aumentar, lo que varios autores citados en este trabajo, han dado por denominar riqueza socioemocional. Aunque, como se ha mencionado, las empresas familiares mostrarían mayor aversión al riesgo que las no familiares, podrían estar dispuestas a tomar decisiones de riesgo, si hacerlo implica la preservación de la riqueza socioemocional. Por tanto, aunque exista una coincidencia en la medida en la cual, tantas empresas no familiares como familiares buscan maximizar su valor, para estas últimas, el objetivo socioemocional resulta importante.

El fenómeno es complejo porque esta convivencia supone la posibilidad de fricción en la toma de decisiones. Un ejemplo claro de aquello se puede observar en la decisión de estructura de capital, que evidencia este choque entre la economía normativa y la economía del comportamiento. La decisión de no abrir el capital al público podría estar sustentada en evitar la pérdida de control, mantener en conocimiento de la sociedad que detrás de la firma hay un solo apellido, el no perder la representatividad, la solera, mantener privilegios, o simplemente cuidar cierta raigambre y tradición, elementos que para las empresas no familiares no tienen un alto grado de correspondencia con los objetivos de la firma.

El estudio de la empresa familiar es un fenómeno de avance progresivo. Sin embargo, contiene múltiples elementos que proponen un campo extenso para la investigación.

La revisión de los trabajos existentes sobre la temática, permite concluir que la visión clásica de la administración financiera, centrada en la riqueza económica, no puede tomarse como el único marco conceptual para estudiar la estructura de capital en empresas familiares. Existe la necesidad de encontrar mecanismos que logren vincular las teorías existentes sobre estructura de capital, con las características de las empresas familiares. Queda latente la percepción de que la teoría más cercana es la que postergaría el uso de emisión de acciones con el objetivo de no perder el control de la organización en cuanto al voto, en los sistemas de dirección.

Útil resulta, por tanto, dejar planteada la necesidad de dar continuidad a la investigación en el tema del financiamiento de empresas familiares para algunos aspectos que se consideran importantes.

a) Las decisiones de riqueza socioemocional en empresas familiares que además forman parte de grupos económicos familiares

b) Una taxonomía de los diferentes elementos que influyen en el comportamiento de la empresa familiar: cultura, valores, idiosincrasia, entre otros.

c) Los elementos que diferencia una empresa familiar en un país emergente, y la establecida en un país desarrollado

d) El efecto monetario en la rentabilidad de los negocios, producido por decisiones de carácter socioemocional

e) La forma en la que las teorías administrativas, económicas y organizacionales se acoplan a la realidad de la firma familiar y como consecuencia, la posibilidad de que exista algún grado de exclusividad teórica para explicar hechos concretos de la empresa familiar

#### CONTRIBUCIÓN DE LOS AUTORES:

Conceptualización; Víctor Aguilar, Anahí Briozzo; Curación de datos: Víctor Aguilar, Anahí Briozzo, Análisis formal e Investigación: Víctor Aguilar, Metodología: Víctor Aguilar, Anahí Briozzo; Validación, Visualización y Redacción del borrador original: Víctor Aguilar; Redacción de revisión y edición: Anahí Briozzo.

#### REFERENCIAS

- Abdul, M., Abdullah, A., & Atiqah, N. (2015). Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms#: Malaysian evidence. *Procedia Economics and Finance*, 31(15), 44–55. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01130-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01130-2)
- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). Incomplete Approach to Contracts Financial Contracting. *The Review of Economic Studies*, 59(3), 473–494. <https://doi.org/10.2307/2297860>
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2011). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank- based economy, 49(0) No 2009-05, CEFS Working Paper Series, Technische Universität München (TUM), Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)
- Arenas, H. A., & Rico, D. (2014). La empresa familiar, el protocolo y la sucesión familiar. *Estudios Gerenciales*, 30(132), 252–258. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.02.013>
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, 15(1), 45–58. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x>

- Ayyagari, M., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2016). Institutions, Firm Financing and Growth, (August). Retrieved from <https://edi.opml.co.uk/wpcms/wp-content/uploads/2016/08/EDI-PF-PAPER-06.2-Demircug-Kunt-et-al.pdf>
- Basco, J. (2006). La investigación en la empresa familiar: un debate sobre la existencia de un campo independiente. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 12(1), 33–54.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na américa latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47–77. <https://doi.org/10.1590/s1678-69712009000600005>
- Benavides, C. A., Guzmán, V. F., & García, C. Q. (2011). Evolución de la literatura sobre empresa familiar como disciplina científica. *Cuadernos de Economía y Dirección de La Empresa*, 14(2), 78–90. <https://doi.org/10.1016/j.cede.2011.02.004>
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bjuggren, P.-O., & Sund, L.-G. (2001). Strategic Decision Making in Intergenerational Successions of Small- and Medium-Size Family-Owned Businesses. *Family Business Review*, 14(1), 11–23. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2001.00011.x>
- Briozzo, A., & Vigier, H. (2014). The role of personal loans in the financing of SMEs. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 27(2), 209–225. <https://doi.org/10.1108/ARLA-10-2013-0167>
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), 248–254. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.03.010>
- Cabrera-Suárez, M. K., García-Almeida, D. J., & De Saá-Pérez, P. (2018). A Dynamic Network Model of the Successor's Knowledge Construction From the Resource- and Knowledge-Based View of the Family Firm. *Family Business Review*, 31(2), 178–197. <https://doi.org/10.1177/0894486518776867>
- Carr JC, Ring JK. Family firm knowledge integration and noneconomic value creation: *JMI JMI. J Manage Issues*. 2017;29(1):30-56.4. <https://search.proquest.com/docview/1927464727?accountid=36749>
- Chaklader, B. C. D. (2016). A Study of Determinants of Capital Structure through Panel Data Analysis of Firms Listed in NSE CNX 500, *Vision: The Journal of Business Perspective*, 20 (4), 268–277. <https://doi.org/10.1177/0972262916668700>
- Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2005). *E T & P*, 555–575
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Steier, L. P. (2003). Extending the Theoretical Horizons of Family Business Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 331–338. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.00012>
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Long, R. G. (2017). A Strategic Management Perspective of the Family Firm: Past Trends, New Insights, and Future Directions. *Journal of Managerial Issues*, 29(1), 6–29.
- Déniz-Déniz, María de la Cruz, Cabrera-Suárez, María Katuska, Martín-Santana, Josefa (2018), Orientation Toward Key Non-family Stakeholders and Economic Performance in Family Firms: The Role of Family Identification with the Firm: *Journal of Business Ethics A European Review*, 27, 15-28, Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/beer.12155>
- Duh, M. (2014). Family business succession as knowledge creation process. *Kybernetes*, 43(5), 699–714. <https://doi.org/10.1108/K-08-2013-0172>
- Duréndez, A., Madrid-Guijarro, A., & Hernández-Cánovas, G. (2019). Do Family Firms' Specific Governance Mechanisms Moderate the Cost of Debt? *Australian Accounting Review*, 29(1), 49–63. <https://doi.org/10.1111/auar.12217>
- Dyer, W. G., & Dyer, W. J. (2009). Putting the family Into family business research. *Family Business Review*, 22(3), 216–219. <https://doi.org/10.1177/0894486509333042>
- Evert, R. E., Martin, J. A., McLeod, M. S., & Payne, G. T. (2016). Empirics in Family Business Research: Progress, Challenges, and the Path Ahead. *Family Business Review*, 29(1), 17–43. <https://doi.org/10.1177/0894486515593869>

- Fernández, P., Lluch, A., & Barbero, M. I. (2015). Familias empresarias y grandes empresas familiares en América Latina y España: una visión de largo plazo. Bilboa: Fundación BBVA. Recuperado de <https://books.google.com.ec/books?id=grQzCgAAQBAJ>
- Finnigan, M. (2017). Infographic#: German Family Businesses, 2016–2017. En: <http://www.campdenfb.com/article/infographic-german-family-businesses>
- Firfiray, Shainaz; Larraza, Martin; Gómez-Mejía, L. (2018). The Oxford handbook of productivity. UK: Oxford University Press. Recuperado de <https://books.google.com.ec>
- Gagné, M., Sharma, P., & De Massis, A. (2014). The study of organizational behaviour in family business. *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 23(5), 643–656. <https://doi.org/10.1080/1359432X.2014.906403>
- García-Borbolla, A., Herrera, J., Larrán, M., Sánchez, G., & Suárez, A. (2009). Análisis empírico de la influencia de la propiedad familiar sobre la orientación estratégica de las pequeñas y medianas empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 15(1), 45–59. [https://doi.org/10.1016/S1135-2523\(12\)60077-X](https://doi.org/10.1016/S1135-2523(12)60077-X)
- Gómez-Guimallon, A., García-Pérez-de-Lema, D. & Mariño, T. (2015). El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica, *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 44:2, 208-237, DOI: 10.1080/02102412.2015.1006428
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Goshen, Z., & Hamdani, A. (2016). Corporate control and idiosyncratic vision. *Yale Law Journal*, 125(3), 560–617.
- Hernández-Trasobares, A., & Galve-Górriz, C. (2016). Estrategias de diversificación en los grupos familiares y no familiares: Principales diferencias según el tipo de grupo no familiar. *Cuadernos de Gestión*, 16(1), 63–84. <https://doi.org/10.5295/cdg.140509ah>
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração*, 51(4), 409–411. <https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.08.002>
- Keasey, K, Martínez, B & Pindado, J (2015) Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34. 47 - 63. ISSN 0929-1199
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2015). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331–372. <https://doi.org/10.1257/jel.45.2.331>
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial Decision Making in Family Firms: An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307–327. <https://doi.org/10.1177/0894486514522483>
- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. (2013). Financial Attitudes in Family Firms: The Moderating Role of Family Commitment. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114–137. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2012.00380.x>
- Lardon, A., Deloof, M., & Jorissen, A. (2017). Outside CEOs, board control and the financing policy of small privately held family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 29–41. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2017.01.002>
- Lozano, M. (2015). Strategic decisions of family firms on cash accumulation. *Revista de Administração de Empresas*, 55(4), 461-466. <https://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150409>
- Mahto, R. V., & Khanin, D. (2015). Satisfaction with Past Financial Performance, Risk Taking, and Future Performance Expectations in the Family Business. *Journal of Small Business Management*, 53(3), 801–818. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12088>
- Menon, A. (2016). Family – business interaction in high performing family firms. Washington, USA: International Council for Small Business (ICSB). Retrieved from <https://search.proquest.com/docview/1952067808?accountid=36749>

- Miller, D., Amore, M. D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., & Quarato, F. (2018). Strategic distinctiveness in family firms: Firm institutional heterogeneity and configurational multidimensionality. *Journal of Family Business Strategy*, 9(1), 16–26. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2018.01.004>
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G., & Pittino, D. (2014). When do Non-Family CEOs Outperform in Family Firms? Agency and Behavioural Agency Perspectives, *Journal of Management Studies*, 51 (4). <https://doi.org/10.1111/joms.12076>
- Minichilli, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2016). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 552–568. <https://doi.org/10.1111/corg.12125>
- Moreno, I. (2014). La presencia de la familia en la propiedad y la gestión de la empresa y su impacto en la rentabilidad: caso Colombia, *Tec Empresaria*, 8, 33–41.
- Muñoz-Bullón, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification decisions among family firms: The role of family involvement and generational stage. *Business Research Quarterly*, 21, 39–52.
- Niebler, A. (2015). Informe sobre las empresas familiares en Europa. Documento de Sesión, 1-29
- Padilla, A. M., Rivera, J. A., & Ospina, J. H. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las mipymes del sector real participantes del premio innova. *Revista Finanzas y Política Económica*, 7(2), 359–380. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2015.7.2.8>
- Pratono, A. H., & Hutomo, M. F. C. (2018). Family Business Orientation: A literature review. <https://doi.org/10.31227/osf.io/9nwue>
- Ramadani, V., Bexheti, A., Rexhepi, G., Ratten, V., & Ibraimi, S. (2017). Succession issues in albanian family businesses: Exploratory research. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 19(3), 294–312. <https://doi.org/10.1080/19448953.2017.1277086>
- Ramadani, V., & Hoy. (2015). Context and Uniqueness of Family Businesses. Springer International Publishing Switzerland, 9–37. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-14209-8>
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotou, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)
- Sánchez-Matamoros, J. B., & Fernández-Roca, F. J. (2017). Family cohesion as a longevity factor in family businesses: The case of Persán. *Revista de Historia Industrial*, 26(70), 187–217.
- Sánchez, G., Carrasco, A. J., Danvila, I., & Sastre, M. Á. (2017). Organizational culture and family business: A configurational approach. *European Journal of Family Business*, 6(2), 99–107. <https://doi.org/10.1016/j.ejfb.2017.05.002>
- Schulze, W. S. (2016). Socio-Emotional Wealth and Family: Revisiting the Connection. *Management Research# The Journal of the Iberoamerican Academy of Management.*, 14(1), 85–105. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1108/MRJIAM-07-2015-0601%5CnDownloaded>
- Schulze, W. S., & Kellermanns, F. W. (2015a). Reifying socioemotional wealth. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 39(3), 447–459. <https://doi.org/10.1111/etap.12159>
- Seong, J. S. T., Goh, C. F., Tan, O. K., & Mohd, N. (2017). Principal-Principal Conflicts and Socioemotional Wealth in Family Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 9(10), 128. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n10p128>
- Serrano, J. M. (2015). Las empresas familiares: una caracterización empresarial y la tipología societaria de capital más adecuada. *Revista de Fomento Social*, 70, 75–110.
- Stewart, A. (2003). Help One Another, Use One Another: Toward an Anthropology of Family Business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 383–396. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.00016>
- Thaler, R. H. (2018). Behavioral economics: Past, present, and future. *Revista de Economía Institucional*, 20(38), 9–43. <https://doi.org/10.18601/01245996.v20n38.02>
- Vos, E., Yeh, A. J. Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking and Finance*, 31(9), 2648–2672. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.09.011>



Yoshinaga, C. E., & Ramalho, T. B. (2014). Finanças comportamentais no Brasil: Uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 16(53), 594–615. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v16i52.1865>

## NOTAS

- [1] Las finanzas del comportamiento enfrentaron a los conceptos de los mercados eficientes, cuando enunciaron hechos que probarían que los sujetos no siempre toman decisiones estrictamente racionales (Yoshinaga & Ramalho, 2014)
- [2] Los autores utilizaron un instrumento estandarizado denominado F-PEC el cual logra comparaciones entre distintas investigaciones y usa medidas de forma para variables dependientes, independientes, moderadoras o mediadoras.(Astrachan, 2002).
- [3] Una característica especial de la empresa familiar suele ser la descripción del apellido familiar en su denominación comercial. Si eso se pierde, hay un efecto directo en detrimento de la riqueza socioemocional.
- [4] La modelación consideró tres estadios para la empresa familiar: a) con administración a la fecha del estudio de la familia fundadora, b) administrada por una extensión de la familia, pero no la fundadora y c) de propiedad familiar pero administrada por un profesional no familiar
- [5] Trade off es una teoría de estructura de capital creada por Modigliani y Miller (1958, 1963) que en un principio fue planteada, con supuestos altamente restrictivos, hacia el uso de deuda como escudo fiscal, de tal forma que al utilizarla como única fuente de financiamiento se posibilita la maximización del valor del negocio. Posteriormente, con el relajamiento de los supuestos y por tanto con la inclusión de los costos de quiebra, se produce un intercambio entre beneficios fiscales y estos costos, que haría posible que un determinado nivel de deuda represente una estructura de capital óptima.
- [6] El estudio referido utiliza tres construcciones de variable dependiente: a) definida como el ratio de deuda total a corto y largo plazo sobre el total de deuda más el valor en libros del capital contable, b) el ratio del total de la deuda a corto y largo plazo, más deuda comercial de corto y largo plazo incluyendo papel comercial y bonos, sobre el total de deuda más el valor en libros del capital contable y; c) el numerador anterior sobre el valor de mercado del capital contable.

CC BY-NC

## INFORMACIÓN ADICIONAL

*Clasificación JEL:* G32, G41