



GERENCIA PARA EL DESARROLLO

83

# Desempeño y estructura de capital en las empresas familiares

Alfredo Mendiola  
Carlos Aguirre  
Jaime Coronado  
José Palomo



**esan**  
ediciones

## **Desempeño y estructura de capital en las empresas familiares**

# **Desempeño y estructura de capital en las empresas familiares**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre  
Jaime Coronado • José Palomo



*Desempeño y estructura de capital en las empresas familiares*  
Serie Gerencia para el Desarrollo 83

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Jaime Coronado, José Palomo, 2017

© Universidad ESAN, 2021  
Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú  
[www.esan.edu.pe](http://www.esan.edu.pe) [esanediciones@esan.edu.pe](mailto:esanediciones@esan.edu.pe)

Primera edición digital  
Lima, abril del 2021

ISBN 978-612-4437-27-4

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2021-05535

DIRECCIÓN EDITORIAL  
Ada Ampuero

CORRECCIÓN DE ESTILO Y EDICIÓN  
Ada Ampuero

DISEÑO DE CARÁTULA  
Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN  
Blanca Peirano

PUBLICADO  
Mayo del 2021

# Índice

---

Introducción	7
1. Las empresas familiares: revisión de literatura	12
1. Definiciones de empresa familiar	12
2. Diferencias entre empresas familiares y empresas no familiares	15
3. Empresas familiares y su desempeño (rentabilidad)	18
3.1. Teorías que explican la relación entre empresas familiares y desempeño	19
3.1.1. Teoría de la agencia	19
3.1.2. Teoría de las ventajas competitivas	20
3.1.3. Teoría de los beneficios privados de control	21
3.2. La teoría de la agencia en el rendimiento de las empresas familiares	22
3.3. Factores que influyen en la rentabilidad de las empresas familiares	24
3.4. Estudios realizados sobre rendimiento en las empresas familiares	26
4. Empresas familiares y su estructura de capital	28
4.1. Teorías sobre la estructura de capital	28
4.1.1. Teoría del trade-off	30
4.1.2. Teoría del pecking order	30
4.1.3. Teoría de la irrelevancia, de Franco Modigliani y Merton Miller	30
4.1.4. Teoría de la agencia	31
4.2. La deuda como beneficio en las empresas familiares	32
4.3. Factores que influyen en la estructura de capital	33
4.4. Comportamiento conservador en las empresas familiares	35
4.5. Estudios sobre la estructura de capital en las empresas familiares	36

2. Planteamiento del modelo	39
1. Hipótesis	39
2. Recolección de datos y muestra	40
3. Variables	40
4. Análisis estadístico	41
5. Especificaciones y desarrollo del modelo	46
5.1. Modelo 1	46
Modelo 1: fixed effect	47
Modelo 1: random effects	47
Modelo 1: test de Hausman	49
Resultados del modelo panel fixed effect	50
Conclusiones del modelo	52
5.2. Modelo 2	52
Modelo 2: fixed effect	52
Modelo 2: random effects	53
Modelo 2: test de Hausman	54
Resultados del modelo panel fixed effect	54
Conclusiones del modelo	56
5.3. Modelo 3	56
Modelo 3: fixed effect	56
Modelo 3: random effects	57
Modelo 3: test de Hausman	58
Resultados del modelo panel fixed effect	58
Conclusiones del modelo	60
Conclusiones	61
Bibliografía	64
Anexos	77
1. Empresas tomadas como muestra	78
2. Resultados del modelo 1	81
3. Resultados del modelo 2	84
4. Resultados del modelo 3	87
Sobre los autores	90

# Introducción

---

En el Perú, diversas empresas pueden dar ejemplo de crecimiento y desarrollo: Banco de Crédito, Alicorp, Gloria, Ibérica, Laive, San Fernando, Aje, Corporación Lindley Inka Kola, Grupo Graña y Montero, entre otras. Todas estas empresas tienen algo en común: haber sido creadas por una persona o una familia y haber logrado acumular riqueza en los años ochenta y noventa, a pesar de que entonces la economía peruana atravesaba épocas difíciles, y la inversión extranjera era escasa.

Este tipo de empresas, ya sean pequeñas, medianas o grandes, llamadas empresas familiares, son en la actualidad uno de los motores de la economía peruana. En efecto, Fidel Jaramillo, representante en el Perú del Banco Interamericano de Desarrollo (*El Economista América*, 2014), afirmó que nuestro país cuenta con 660 mil empresas de iniciativas familiares, que estas representan el 80% del total de las empresas peruanas, y que aportarían el 60% del empleo en el país. De acuerdo con las estadísticas de Perú Top Publications (Cavanagh Cantopher, 2011), el 64.6% de las empresas del sector privado se definen a sí mismas como familiares. Fuera del ámbito nacional, en Europa, entre los años 2001 y 2010, de un total de 832 empresas que cotizaban en la bolsa de valores, el 31% eran empresas familiares, las cuales obtenían una rentabilidad promedio mayor (12%) que la obtenida por las empresas no familiares (9%); mientras que en Estados Unidos, entre los años 2002 y 2009, el 40% de un total de 420 empresas eran empresas familiares cuya relación deuda capital estaba entre el 35% y el 65%, mientras que en la no familiares la relación deuda capital es de

40% y 60%. En general, las empresas familiares constituyen la columna vertebral de muchas economías; en la mayoría de países concentran entre el 45% y el 70% del PBI, según Jon Martínez Echezárraga (2004) de la ESE Business School.

Si bien se puede decir que la empresa familiar es la forma predominante de organización empresarial en el Perú, esto no significa que este tipo de empresa logre mejores resultados que las empresas no familiares, en razón de que lo que se busca en un negocio o empresa es el mayor beneficio para el accionista. En este sentido, el presente trabajo tiene por propósito establecer si en el mercado peruano existen diferencias entre las empresas familiares y las no familiares en cuanto a sus resultados (rendimientos), así como establecer si la estructura de capital de ambos tipos de empresa, familiar y no familiar, presentan diferencias sustanciales.

En el mundo académico no hay un concepto unificado de empresa familiar, lo que aumenta el interés por profundizar en su estudio con el fin de conocer sus particularidades y la interacción que se produce en su interior entre propiedad, familia y empresa (Uhlener, 2002). Sin embargo, casi todas las definiciones de empresa familiar giran en torno a tres aspectos: 1) la propiedad o el control de la empresa, 2) el poder que la familia ejerce sobre la empresa y 3) la intención de transferir la empresa a generaciones venideras (Casillas, Díaz & Vásquez, 2005).

En razón de lo mencionado, conviene también analizar otras diferencias con las empresas no familiares, como el tamaño, el crecimiento, la antigüedad y el grado de formación gerencial de sus directivos, así como determinar el efecto de estas variables en el rendimiento. Igualmente, es necesario establecer los factores que influyen en la rentabilidad de las empresas familiares, de forma que se pueda determinar la incidencia de la familia en la empresa, y si la primera es de vital importancia para la productividad, la competitividad y la sostenibilidad de la segunda.

Algunos autores consideran que la familia es un factor de debilidad en la empresa y acarrea una mayor tendencia a la desaparición de esta (Gallo, Cappuyns & Estapé, 1995). Para otros, el efecto de la familia sobre la empresa sería justamente el inverso: la familia reforzaría a la empresa, no solo la haría longeva, sino que propiciaría un nivel de desempeño

superior al de las empresas no familiares (Rosenblatt, De Mik, Anderson & Johnson, 1985). Esta diversidad de definiciones ha originado un gran número de trabajos empíricos que buscan dar claridad a la relación entre empresa familiar y rendimiento, y entre empresa familiar y estructura de capital. Sin embargo, estas investigaciones han generado diversas discusiones, dado lo contradictorio de sus hallazgos (Smyrniotis, Tanewsky & Romano, 1998).

En este trabajo se busca explicar la rentabilidad de las empresas familiares, para lo cual se recurre a diversas teorías, como la teoría de la agencia, la ventaja competitiva, y los beneficios privados de control. Desde el punto de vista de la teoría de la agencia (Jensen & Meckling, 1976), la familia impacta visiblemente en forma positiva en el rendimiento de la empresa, al haber menos costes de agencia, ya que el principal y el agente son la misma persona, con lo que se evitan los problemas de asimetría de la información. A la inversa, otros autores señalan otros costes, como el altruismo y el nepotismo familiar, que causan efectos negativos en los resultados (Pérez-González, 2006), aunque estos sean difíciles de medir. Muchos otros piensan que el retrato típico de una empresa familiar es el de una organización que sufre de restricciones de capital, disputas entre generaciones, atrincheramiento ejecutivo y nepotismo, lo que perjudica el desempeño (Allen & Panian, 1982; Gomez-Mejia, Larrazza-Kintana & Makri, 2003). Sin embargo, hay quienes argumentan que las empresas familiares son más rentables, teniendo en cuenta la teoría de las ventajas competitivas y la teoría de los beneficios privados de control, en las cuales la diferencia clave radica en el grupo de accionistas para quienes se maximiza el valor. Ambas teorías son consistentes con la eficiencia económica (ROA, deuda/capital, utilidad neta).

El otro aspecto de interés de este trabajo es la estructura de capital como un beneficio financiero. Con este fin se revisan las principales teorías sobre estructura de capital, como la de *trade off*, la de *pecking order*, la teoría de Modigliani y Miller, y la teoría de la agencia. La toma de decisiones financieras es un reto de gestión significativo para las empresas en general, familiares y no familiares, pues se debe contar con un capital financiero que pueda aportar al crecimiento y a la supervivencia de la empresa (Mahéroul, 2004; Van Auken, Kaufmann & Herrmann, 2009). En esta investigación se analizan los factores que influyen en la estructura de capital:

sector de actividad, tamaño de la empresa, coste de deuda, estructura de propiedad; así como el comportamiento conservador del propietario respecto al uso de la deuda en las empresas familiares, que es muy reducido en comparación con el de las empresas no familiares, debido a la preferencia por fondos propios y, en algunos casos, a una estructura óptima a largo plazo (Coleman & Carsky, 1999; McConaughy, Matthews & Fialko, 2001).

En función de la literatura revisada para establecer si existen diferencias entre la empresa familiar y la no familiar respecto a la rentabilidad y la estructura de capital, se ha elegido el estudio de las variables que miden los márgenes de rendimiento: activo fijo, liquidez, estructura accionaria, endeudamiento, crecimiento económico, valor de mercado, valor patrimonial, entre otras. Para ello se realiza un estudio empírico de corte transversal con una muestra de 133 empresas, entre familiares y no familiares, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, considerando su sector de actividad económica.

Resumiendo, la investigación presentada en este libro busca responder estas preguntas: ¿existen diferencias en la rentabilidad y la estructura de capital entre las empresas familiares y las empresas no familiares, no financieras, que listan en la Bolsa de Valores de Lima?, ¿cuáles son las bases teóricas que explican que las empresas familiares tengan una rentabilidad mayor y una estructura de capital más eficiente que las empresas no familiares?, ¿cuáles son los factores que inciden en el desempeño en las empresas familiares?, ¿cuáles son los factores que inciden en la relación deuda/capital en las empresas familiares?

En el primer capítulo se revisa la literatura relacionada con el desempeño de las empresas y su estructura de capital, buscando determinar si hay diferencias que puedan explicarse por el tipo de empresa: familiar o no familiar. Con este objetivo se analizan modelos propuestos por diversos autores para formular un modelo adecuado que permita estudiar la relación entre desempeño y empresa familiar para el caso del Perú.

El segundo capítulo presenta la formulación del modelo y las hipótesis enunciadas que permitirán determinar si las empresas familiares son más rentables que las no familiares y si ambos tipos de empresa difieren también en su comportamiento respecto a la relación deuda/capital. Luego se

procede a recolectar los datos mediante el *software* financiero Bloomberg y se validan las hipótesis con un análisis de regresión. Finalmente, en las conclusiones se analizan los resultados obtenidos, con lo que se contribuye al debate sobre el tema en mención.

# 1

---

## Las empresas familiares: revisión de literatura

La literatura sobre empresa familiar es amplia, aunque hasta hoy no se cuenta con una única y precisa definición de esta forma empresarial, lo que constituye una barrera al desarrollo de la investigación (Smyrnios, Tanewsky & Romano, 1998).

La dificultad para llegar a una definición consensuada se debe, en gran medida, a que los negocios familiares son realidades multidimensionales por naturaleza (Uhlener, 2002), y cada autor los define según las características que, a su criterio, mejor los define.

### 1. Definiciones de empresa familiar

El típico negocio familiar se ha caracterizado como una organización controlada y generalmente gestionada por varios miembros de la familia (Shanker & Astrachan, 1996; Lansberg, 1999). Así, Casillas, Díaz y Vásquez (2005) indican que la definición de empresas familiares gira en torno a tres aspectos: 1) la propiedad o el control de la empresa, establecido por el porcentaje de participación de la familia en el capital o por el hecho de que un familiar admita que controla su empresa; 2) el poder que la familia ejerce sobre la empresa, identificado a partir del trabajo desempeñado en la empresa por algunos miembros de la familia; en muchos casos se hace referencia a que la familia propietaria desempeña funciones ejecutivas en la empresa o a que el director general de

la empresa es un miembro de la familia propietaria; 3) la intención de transferir la empresa a generaciones venideras, manifestada por el deseo de mantener en el futuro la participación de la familia en la empresa, por la intervención de la familia propietaria en la empresa o por el hecho de que los descendientes directos del fundador tienen el control sobre la gestión o propiedad de la empresa.

Para definir mejor una empresa familiar se debe tener claridad respecto a los conceptos de 'fundador' o 'propietario' y 'familia fundadora'. Según Villalonga y Amit (2006b), 'fundador' se refiere a quien haya fundado la empresa o una empresa predecesora; también se aplica a varios fundadores, ya sea porque hubo dos o más cofundadores o porque la empresa nace de una fusión de empresas familiares. Se considera familia fundadora a la que tiene mayor participación en el voto. Por ejemplo, las familias de los cofundadores de Hewlett-Packard, Bill Hewlett y David Packard, son grandes accionistas con presencia en la junta directiva.

La persona que generalmente es reconocida como fundadora de una empresa es la responsable de su crecimiento y su desarrollo temprano; sin embargo, no siempre se atribuye el rol de fundador a quien inició la empresa o el negocio predecesor. Por ejemplo, la familia Ochs-Sulzberger del New York Times, la familia Graham del Washington Post y la familia Galvin de Motorola no fundaron sus empresas, las adquirieron cuando estas estaban en bancarrota.

Asimismo, Villalonga y Amit (2006b) examinan una amplia variedad de definiciones basadas en diferentes generaciones y niveles de propiedad y/o gestión individual o familiar. Estas son:

- Uno o más miembros de la familia son CEO, directores o accionistas mayoritarios.
- Hay por lo menos un CEO de la familia y un director de la familia.
- La familia es la más grande accionista con derecho a voto.
- La familia es la mayor accionista.
- Uno o más miembros de la familia, a partir de la segunda o posterior generación, son CEO, directores o accionistas mayoritarios.

- La familia es la mayor accionista con derecho a voto y tiene al menos un CEO de la familia y un director de la familia.
- La familia es la mayor accionista y tiene al menos el 20% de los votos.
- Uno o más miembros de la familia son directores o accionistas mayoritarios, pero no hay CEO de la familia.
- La familia es la mayor accionista con derecho a voto, tiene al menos el 20% de los votos, un CEO de la familia y un director de familia, y está en la segunda o una generación posterior.

Otra definición similar es la de Ginebra (1997), quien considera que la empresa es familiar cuando:

- Es de un grupo conformado por padres e hijos, es decir, que se extiende a dos generaciones; pueden existir nietos del fundador, pero sin relevancia.
- El control accionario real lo tiene la familia.
- La familia es el grupo que dirige.
- Los activos familiares comprometidos en la empresa suponen por lo menos el 25% del patrimonio familiar total.

Otros autores proponen que la definición de una empresa familiar puede englobar un aspecto teórico y un aspecto operacional (indicadores cuantificables). La definición teórica remite a un patrón único y definido de propiedad, gobierno, administración y sucesión, el cual es muy diferente al de la empresa no familiar. La definición operacional pretende cuantificar el grado de implicación de la familia en la empresa, tomando en consideración la propiedad, la gestión y la sucesión. Se afirma que una empresa familiar es aquella en la cual la familia posee la mayoría de las acciones, o la que es gestionada por los familiares, o en la que existe la intención de traspasarla a la siguiente generación (Wong Cam, 2010).

Una definición de empresa familiar aplicada a Latinoamérica es la de Treviño-Rodríguez (2010), según la cual una empresa debe cumplir algunos principios básicos para ser considerada familiar:

- Que la familia o varias familias posean por lo menos el 51% de las acciones del negocio y/o una cantidad suficientemente grande de capital en relación con los otros accionistas, de tal forma que tengan voz y voto al momento de definir el rumbo estratégico de la empresa.
- Que una o varias familias intervengan en la gestión, organización y/o administración estratégica de la empresa.
- Que la familia tenga vocación de continuidad, es decir, de transferir el patrimonio de la empresa a las siguientes generaciones.
- Que existan miembros de las siguientes generaciones interesados en continuar la empresa, mantenerla viva y transmitirla a las subsiguientes generaciones.
- Que la familia fomente la transmisión del conocimiento entre generaciones y que cada generación aporte a la base del conocimiento familiar existente, pero que estos aportes estén enmarcados en los valores y costumbres familiares, de tal forma que se mantenga el capital humano e intelectual de la familia.
- Que la familia actúe como guardiana o custodia de la riqueza familiar creada por cada generación. El término de riqueza considera no solo el patrimonio, sino también la reputación y el prestigio ganados.

Teniendo en cuenta que no hay consenso entre los investigadores sobre la definición de empresas familiares, en lo que respecta a este trabajo se considera empresa familiar a aquella en la que participa por lo menos un miembro de la misma familia como propietario o gerente, y este ejerce el control dentro de la empresa con, por lo menos, el 15% del total de las acciones.

## **2. Diferencias entre empresas familiares y empresas no familiares**

La cultura organizacional es uno de los aspectos en que difieren las empresas familiares de las que no lo son. En la empresa familiar hay un mayor número de partes interesadas (*stakeholders*); las interacciones entre los individuos son, por lo general, más complejas; los accionistas muestran

un mayor compromiso hacia la empresa; y el desarrollo de la organización está muy ligado a las necesidades e intereses de los miembros de la familia que la dirige (Molina Parra, Botero & Montoya, 2017).

Otros autores, como Duréndez Gómez-Guillamón y García Pérez de Lema (2005), señalan que las diferencias entre empresa familiar y empresa no familiar pueden encontrarse en el tamaño, el crecimiento, la antigüedad, el grado de formación gerencial de los directivos, así como en el rendimiento, medido con variables de *performance*, como la rentabilidad, y la estructura de capital, que mide el grado de endeudamiento.

Con el propósito de comprender las diferencias, conviene recurrir a la teoría de la agencia, específicamente al concepto básico de Ross (1973), según el cual esta teoría es una técnica empresarial por la cual una persona o empresa (el principal) solicita a otra persona (el agente) realizar un determinado trabajo en su nombre; ambos sujetos actúan respondiendo a sus propios intereses e intentan maximizar su utilidad.

Autores como Daily y Dollinger (1991, 1992, 1993) indican que el conflicto de intereses entre el gestor y el propietario trae como consecuencia la menor dimensión de la empresa familiar, ya que los gestores anteponen los objetivos de crecimiento de las ventas sobre otros de rendimiento.

En el Reino Unido, Westhead y Cowling (1997) plantearon como objetivo comprobar si existían diferencias de rendimiento y tamaño entre las empresas familiares y las no familiares que no cotizaban en bolsa; para ello realizaron una encuesta postal entre 427 empresas clasificadas por regiones geográficas y sectores de actividad. Sin embargo, no encontraron diferencias estadísticamente significativas entre ambos tipos de empresas en relación con el nivel de empleo y la cifra de ventas (variables que miden el tamaño de la empresa). Por otro lado, Reynolds (1995), en Estados Unidos, Westhead y Cowling (1998), en el Reino Unido, y Cromie, Stephenson y Montieth (1995), en Irlanda, sí hallaron que las empresas familiares son menores que las no familiares en términos de ventas y empleo.

En cuanto al crecimiento, en Estados Unidos Mishra y McConaughy (1999) llevaron a cabo un estudio con una muestra de 210 empresas, tan-

to familiares como no familiares, de cuyos resultados concluyeron que las empresas familiares poseen un menor potencial de crecimiento que aquellas que no reúnen el carácter de familiar. En España, los estudios desarrollados por Gallo *et al.* (1995) y Gallo, Tápies y Cappuyns (2000) mostraron que las grandes empresas familiares son menos viables que las grandes empresas no familiares, comprobando que las preferencias sobre crecimiento, riesgo y control de la propiedad son el principal factor al que se puede atribuir la existencia de una «lógica financiera peculiar» en la empresa familiar. Este planteamiento se basa en la teoría de la agencia, que sugiere que los gestores ajenos a la familia persiguen objetivos personales diferentes de los que mantienen los propietarios del capital, por ello se explica que los directivos externos antepongan el objetivo de crecimiento sobre el de rentabilidad. Daily y Dollinger (1992, 1993) han constatado que las empresas familiares reflejan menores tasas de crecimiento que las empresas no familiares como consecuencia de una clara diferencia entre las estrategias corporativas de ambos tipos de empresas. Así, los objetivos del gerente son diferentes en función de si pertenece o no a la familia. Si es un profesional externo, aplicará estrategias de gestión que promuevan objetivos de crecimiento en mayor medida que aquellas otras empresas gestionadas por la propia familia. De forma contraria, McConaughy, Walker, Henderson y Mishra (1998) y McConaughy, Matthews y Fialko (2001) comprobaron que las empresas familiares reflejan una mayor tasa de crecimiento de las ventas que las no familiares. Desde otro punto de vista, también se ha verificado que el tamaño, el sector de actividad, así como la presencia de inversores institucionales tienen influencia sobre el crecimiento de las empresas familiares (Hufft, 1999).

Sobre el tiempo en el mercado, las empresas familiares tienen una vida media superior a las no familiares, tal y como encontraron los estudios de Leach *et al.* (1990) y Westhead y Cowling (1998). Estos dos últimos autores señalan que las empresas familiares son generalmente más antiguas que las no familiares; tienen más probabilidades de sobrevivir, pero menos probabilidades de seguir creciendo. Recientemente, en España, Monreal, Calvo-Flores, García, Meroño, Ortiz y Sabater (2002) confirmaron que las empresas familiares viven más tiempo. A la inversa, Daily y Dollinger (1992 y 1993) encontraron que la empresa familiar suele durar menos que la no familiar, basándose en la dificultad de la empresa familiar para sobrevivir a la sucesión del fundador. Los estudios empíricos llevados a

cabo tanto en Estados Unidos como en Europa evidencian que solo sobrevive el 33% de las empresas familiares de primera generación y el 50% de la segunda y tercera generación (Ward, 2001).

Con relación al nivel de formación gerencial de los directivos, se puede decir que la formación y profesionalización de los directivos como política de personal de las empresas familiares es una de las claves de su desarrollo y continuidad (Gallo, Tapies & Cappuyns, 2000, 2004; Amat, 2002). Las empresas familiares se enfrentan a problemas de mala gestión porque el fundador tratará que sus familiares ocupen los puestos de gestión aun cuando no tengan la suficiente capacidad y, por tanto, se darán casos en que se queden en la empresa directivos ineficientes. Asimismo, el fuerte compromiso de los directivos familiares con respecto a los ideales de la familia puede producir situaciones en que la dirección tienda a ser menos eficiente en su gestión. La falta de profesionalización en la gestión de la empresa da lugar a ineficiencias, pues se antepone el bienestar de la familia a la búsqueda de la eficiencia económica (Cromie, Dunn, Sproull & Chalmers, 2001; Goffee, 1996).

Como se puede apreciar, hay diferencias relevantes entre empresas familiares y empresas no familiares; si bien ambas tienen la necesidad de un desempeño positivo constante, diversos factores apoyan el control familiar para ser relativamente mejores en rentabilidad que las no familiares. Estas diferencias en países como el Perú deberían darse dentro del mismo marco, y esto será validado mediante el modelamiento que se realizará más adelante. Para este trabajo, la diferencia más marcada entre la empresa familiar y la no familiar es la cultura organizacional: si el doble vínculo, laboral y familiar, es bien manejado por el fundador o propietario, será un factor importante para los resultados de la empresa.

### **3. Empresas familiares y su desempeño (rentabilidad)**

La definición de rentabilidad financiera, según Hosmalin (1966), es la confrontación de ingresos y gastos durante un periodo. Stickney, Weil, Schipper, Francis y Avolio (2012) definen la rentabilidad como el retorno sobre la inversión. Según otra definición, la rentabilidad o el desempeño es la

medida de la productividad de los recursos comprometidos en un negocio, cuya permanencia y crecimiento es necesario garantizar; y por ende, la generación del valor para los inversionistas (García, 2009).

Constantemente, las empresas analizan sus desempeños mediante diferentes indicadores financieros de origen contable. En las investigaciones, mayormente se usan el crecimiento en ventas, en activos y en utilidades; los indicadores de eficiencia: rotación de cartera, rotación de inventarios, rotación de activos fijos; los de eficacia: EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*), rendimientos sobre los activos (ROA, por sus siglas en inglés, *return on assets*) y rendimiento sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés, *return on equity*).

### **3.1. Teorías que explican la relación entre empresas familiares y desempeño**

Las teorías que mejor explican la rentabilidad en las empresas familiares son la teoría de la agencia, la teoría de las ventajas competitivas y la teoría de beneficios privados de control.

#### **3.1.1. Teoría de la agencia**

Aunque este tema se trató anteriormente, conviene volverlo a mencionar. De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), se puede definir como una relación contractual mediante la cual una persona, a quien se denomina principal, designa a otra, denominada agente, para que realice algún servicio en su beneficio; de esta manera el principal debe delegar en el agente cierta autoridad y capacidad de decisión.

Estos autores también señalan diferencias relevantes entre agente y principal: poseen motivaciones diferentes, lo que ocasiona que surjan conflictos de interés; operan en condiciones de información incompleta; y están dispuestos a asumir distintos niveles de riesgo.

La divergencia entre los intereses del agente y del principal da origen a los denominados problemas de agencia. Por ejemplo, los directivos pueden estar tentados a actuar según su propio interés en lugar de hacerlo en función de los intereses de los accionistas. Esto implicará la necesidad de

diseñar un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con objeto de asegurarse de que los directivos (agentes) actuarán en consonancia con los intereses de los accionistas (principales). Aplicar la teoría implica costes que, evidentemente, se denominan costes de agencia, cuya consideración es de suma importancia en el proceso de toma de decisiones empresariales (Mascareñas, 2007).

Por lo anterior, el entorno en el cual esta relación se desarrolla es incierto, puesto que se producen asimetrías informativas. En general, el agente dispone de información especializada a la cual el principal no tiene acceso, lo que genera no solo conflictos de interés, sino incluso riesgo moral.

### **3.1.2. Teoría de las ventajas competitivas**

Se dice que una empresa alcanza ventajas competitivas cuando obtiene rendimientos superiores (Dess & Davis, 1984), es decir, cuando su rentabilidad excede el costo de oportunidad de los recursos empleados para la provisión de su bien o servicio.

Demsetz y Lehn (1985) proponen cuatro determinantes de la concentración de la propiedad que entran en la categoría de ventaja competitiva: 1) tamaño maximizador del valor, 2) necesidades de monitoreo, 3) potencial de comodidad del resultado de una empresa y 4) regulación. En este trabajo nos centramos en los tres primeros, que son particularmente relevantes para los accionistas individuales y familiares.

*Tamaño maximizador del valor.* Si bien el tamaño de una empresa es importante, en las empresas familiares es un tema fundamental para competir con éxito en cualquier industria. Mientras más grande sea el tamaño de la empresa, más costoso será poseer una fracción de esta y concentrar la propiedad en las manos de unos cuantos accionistas.

*Necesidades de monitoreo.* La segunda explicación se basa en el conflicto de intereses entre propietarios y gerentes, la teoría de la agencia clásica de Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976). En las empresas familiares, la concentración de la propiedad mitiga este conflicto mediante una mayor alineación de los incentivos (si la propiedad se concentra en manos

de los propios administradores) o una mejor supervisión (si se concentra en manos de accionistas externos).

*Potencial de comodidad.* Demsetz (1983) señala la preferencia de algunos individuos por el «consumo en el trabajo» como una explicación candidata a la concentración de la propiedad. El concepto incluye tanto el consumo conocido por los dueños-gerentes, lo que refleja sus gustos personales, como el consumo desconocido por los gerentes. Es decir, los dueños de la empresa cuentan con libertad de gasto por la concentración de la propiedad que poseen.

*Maximización de beneficios a largo plazo.* Es el beneficio diferencial que las familias tienen en relación con otros accionistas. A menudo las familias fundadoras se ven a sí mismas como administradoras del negocio para las generaciones futuras (Villalonga & Amit, 2005). Utilizan o solicitan capital a los familiares y, como resultado de estas operaciones, tienen horizontes de deuda a largo plazo que pueden abarcar varias décadas o siglos.

### **3.1.3. Teoría de los beneficios privados de control**

La frase «beneficios privados de control» es acuñada por Grossman y Hart (1980) para referirse a los beneficios de los que se pueden apropiar los accionistas controladores o gerentes a expensas de los accionistas minoritarios. Las empresas familiares hacen uso de mecanismos de control y mejora como parte de su control privado, así como de la asimetría que opera en estas empresas.

En cuanto a los beneficios privados de control, los estudios empíricos sobre la propiedad y el control han demostrado que las familias usan con frecuencia acciones de clase doble y propiedad piramidal para mejorar sus derechos de control en relación con sus derechos de flujo de caja (La Porta, Lopez & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov & Lang, 2002; Faccio & Lang, 2002; Villalonga & Amit, 2009). El uso de tales mecanismos permite cambiar los beneficios o el valor de mercado reduciendo o incrementando los valores por acción, lo cual se toma como evidencia de la apropiación de beneficios privados por parte de los accionistas controladores (Bertrand, Mehta & Mullainathan, 2002; Claessens *et al.*, 2002).

Respecto a la información asimétrica, a fin de obtener el mejor retorno, los fundadores o sus familias tratan de apropiarse de los beneficios privados de control y prefieren ser propietarios de la empresa u operar en industrias con relativamente grandes asimetrías de información. Esto les permite manejar la información en función de sus propios intereses para obtener beneficios económicos. De hecho, Anderson, Duru y Reeb (2009) documentan que en Estados Unidos las empresas familiares, pese a tener mejores resultados, son poco transparentes en comparación con las empresas no familiares.

### **3.2. La teoría de la agencia en el rendimiento de las empresas familiares**

Algunos autores, basados en la teoría de la agencia, indican que las empresas familiares consiguen mejores resultados que las empresas no familiares. Harvey (1999) dedujo que las empresas familiares poseen incentivos mayores que las no familiares para usar eficientemente los recursos, con lo que obtienen ratios de rentabilidad sobre la inversión superiores a los negocios no familiares. McConaughy *et al.* (1998), al comparar razones económicas que miden el rendimiento de la empresa, verificaron que las empresas familiares funcionan de manera más eficiente que las no familiares debido a que soportan menos costes de agencia. Asimismo, Chami (2001) encontró que las empresas familiares son más eficientes que las no familiares y llegó a la conclusión de que los vínculos de confianza derivados de los lazos familiares producen una ventaja competitiva respecto a las empresas no familiares.

En la empresa familiar, si el principal y el agente coinciden, es decir, propiedad y gerencia recaen sobre las mismas personas, los costes de agencia serán mínimos, ya que es de suponer que los intereses estarán alineados (Chrisman, Chua & Litz, 2003). En este caso, el tener menos costos de agencia aporta positivamente a la rentabilidad de la empresa. No obstante, los costes de agencia irán aumentando con el transcurso del tiempo y las sucesivas generaciones, porque se reducirá la capacidad de lealtad de los miembros de la familia por seguir dándole continuidad a la empresa (Blanco, De Quevedo Puente & Delgado, 2009).

Sin embargo, los costos de agencia no se eliminan con la propiedad y la gerencia en manos de la familia; por el contrario, surgen otros costos de agencia a los que hay que prestar atención. De acuerdo con O'Boyle, Pollack y Rutherford (2012), el problema de agencia en las empresas familiares se origina por el nepotismo y el altruismo permitido por el CEO o cabeza de la empresa familiar como resultado de la falta de políticas organizacionales.

El altruismo aplicado a los empleados familiares puede manifestarse como un problema de autocontrol (Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001, 2003). Algunos autores plantean que la relación familiar en la empresa presenta una característica de benevolencia que no se encuentra en la empresa no familiar. Por otra parte, Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel y Gutierrez (2001) afirman que en la empresa familiar existen mayores costes de agencia que en el resto de empresas por el solapamiento de los objetivos de los familiares directivos con relación a los del resto de la familia. Por esta causa se incurre en una serie de costes de agencia que no se producen en las no familiares, como la falta de oportunidades para el desarrollo de una carrera profesional por parte de los directivos no familiares, la falta de planificación y la ausencia de estrategia. Por tanto, se puede decir que las empresas familiares generan un efecto negativo en el rendimiento, y el personal familiar debe estar vigilado debido a posibles ineficiencias.

Davis y Tagiuri (1989) entienden el nepotismo como la práctica familiar natural de favorecer a los parientes en todo tipo de distribución de recursos. De modo general, se asocia el nepotismo a la acción de favorecer a los parientes en los puestos de trabajo, pero también se les puede favorecer en la posesión del negocio o de otras formas. Lo importante es que el proceso sea natural y comprensible. Con frecuencia se toma esta definición como un concepto negativo, como una manifestación del poder que ejercen los fundadores sobre la empresa al decidir colocar solamente a sus familiares, que en muchos casos no están capacitados, en los puestos de dirección. Si bien es una facultad del propietario y puede causar un efecto negativo en el rendimiento, este no puede ser tan negativo o incluso puede ser favorable si los empleados familiares tienen una adecuada formación gerencial.

En la presente investigación, se asume, aplicando la teoría de la agencia, que las empresas familiares obtienen una mejor rentabilidad debido a que los costos de agencia son mínimos y a que se tratan de evitar los problemas de asimetría de la información propios de la relación principal-agente.

### **3.3. Factores que influyen en la rentabilidad de las empresas familiares**

Fernández y Bringmann (2007) analizaron en cuatro empresas familiares españolas, mediante el método de casos, la cultura organizacional y los estilos de liderazgo como factores que explican el éxito o el fracaso de las empresas familiares. Los resultados obtenidos de esta investigación muestran que los fundadores de las empresas exitosas dedican especial atención a la implementación de los sistemas de control de gestión como herramientas que contribuyen tanto al crecimiento como al desempeño de los recursos humanos.

Otros estudios revelan que la concentración de la propiedad es más eficiente en regiones con menos protección jurídica de los accionistas minoritarios, y que lo contrario sucede en las regiones con una fuerte protección legal de los accionistas (Heugens, Van Essen & Van Oosterhout, 2009). En esta línea de la concentración de la propiedad, otras investigaciones sugieren que las organizaciones sufren de restricciones de capital, disputas entre generaciones, atrincheramiento ejecutivo y nepotismo, todo lo cual puede perjudicar el desempeño (Allen & Panian, 1982; Chandler, 1990; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana & Makri, 2003; Schulze *et al.*, 2001, 2003).

El contexto institucional es otro factor que ejerce una fuerte influencia en las prácticas y el rendimiento de las empresas familiares. Peng y Jiang (2006, 2010) encuentran que contar con un CEO de la familia es una mejora de valor en los países en vías de desarrollo, mientras que no tiene un efecto significativo en los países más desarrollados. Sostienen que los beneficios y costos de las empresas familiares pueden verse influenciados por los entornos institucionales en diferentes países, como el nivel de protección legal y regulatoria para los accionistas.

En un estudio de Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella (2007), se encontró que el rendimiento de la empresa familiar fue resultado de cómo

estas empresas fueron definidas específicamente para ser gobernadas. La gobernabilidad es un factor de distinción importante, ya que las empresas familiares con múltiples miembros de la familia que actúan como propietarios o gerentes, independientemente de su generación, pueden enfrentarse a condiciones de gobernabilidad más gravosas que las empresas cuyos directivos no tienen vínculos de parentesco en el negocio (Bertrand & Schoar, 2006; Schulze *et al.*, 2001, 2003).

Otro factor de las empresas familiares que afecta la rentabilidad es el relacionado con la estructura de dirección. Los resultados de la investigación de Durand y Vargas (2003) indican que las empresas gestionadas por CEO familiares han resultado ser más productivas que las empresas familiares gestionadas por CEO externos.

**Cuadro 1.1. Factores que influyen en la rentabilidad**

Factores que influyen en la rentabilidad	Familiares	No familiares
Cultura organizacional	Poder / compromiso ▲*	Poder / compromiso ▼*
Liderazgo	Natural, dueño	Designado, directorio
Estructura de dirección	CEO familiar ▲ / CEO externo ▼	CEO externo
Regiones (zona territorial)	Menos protección al accionista minoritario ▲	Mayor protección al accionista minoritario ▼
Dirección de la empresa	Individual ▲ / varios ▼	No ocurre
Conflictos de gobernabilidad	Individual ▲ / varios ▼	No ocurre
Propiedad concentrada	Nepotismo, atrincheramiento ejecutivo ▼	No ocurre

\*Efecto en la rentabilidad: incrementa ▲, disminuye ▼.

Elaboración propia.

En el presente trabajo se considera que el factor que más influye en el rendimiento es la concentración de la propiedad, debido a que permite un mayor control de la empresa y evita los conflictos relacionados con el factor de la gobernabilidad.

### 3.4. Estudios realizados sobre rendimiento en las empresas familiares

A continuación, se presentan investigaciones sobre el rendimiento en las empresas familiares; mientras algunas encuentran una relación positiva entre esta forma de organización y el rendimiento, otras encuentran una relación negativa entre estas variables. Se incluye un cuadro en el que se especifican los autores, las variables utilizadas para evaluar el desempeño, la postura frente a la relación mencionada y breves comentarios sobre los resultados encontrados.

Es conveniente profundizar algo más en dos de las investigaciones reseñadas. La primera es el trabajo de Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella (2007) titulado «¿Are family firms really superior performers?», en el cual se estudia la rentabilidad (desempeño) de los negocios tomando como base investigaciones realizadas en Estados Unidos que han hallado pruebas de que las empresas familiares ofrecen un desempeño superior frente a otras grandes corporaciones. Los resultados positivos para las empresas familiares en Estados Unidos son algo sorprendente cuando se comparan con las pruebas de rendimiento de Europa y Asia (Claessens *et al.*, 2002; Cronqvist & Nilsson, 2003; Maury, 2006). La muestra se compone de las empresas aparecidas en *Fortune 1000* (500 industriales y 500 de servicios). Sus variables se midieron en dos niveles y en dos fases. Primero compilaron datos sobre los CEO y directores, 5% eran accionistas mayoritarios y grandes inversores institucionales. Identificaron a las empresas familiares, concretamente a las de un solo fundador, definidas como aquellas en las cuales un individuo es fundador de la empresa sin ningún otro miembro de la familia involucrado, y también es CEO o director o dueño (5% o más del capital de la empresa). Para su análisis emplearon el ROA como medida de desempeño y lo relacionaron con el porcentaje de participación. Sus resultados mostraron un efecto positivo de bajo endeudamiento en las empresas familiares, lo que indica su mejor desempeño.

El segundo estudio es el de O'Boyle, Pollack y Rutherford (2012) titulado «Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects», en el que se hizo una revisión analítica de 78 artículos, que informan sobre 95 muestras con un tamaño total de 80,421 empresas. Inicialmente se re-

**Cuadro 1.2. Estudios realizados y posturas frente al análisis del desempeño de las empresas familiares**

Periodo de los datos	Postura	Países	Autor	Variables usadas	Comentario
2008-2012	A favor	Estados Unidos Italia Taiwán Alemania España Suiza China Malasia Canadá Corea del Sur	Dominik Wagner Joern H. Block Danny Miller Christian Schwens Guoqian Xi (2014)	ROA ROE Valor de mercado en libros Participación familiar Incremento en ventas Margen de ventas	Se encuentra correlación poco significativa entre el ROA y la participación familiar en el análisis grupal de las empresas de esos países. Si bien las variables no permiten explicar en su totalidad el ROA, al segmentar el análisis por país, se llega a la relación de desempeño, como es el caso de España y Alemania.
1994-2000	A favor	Estados Unidos	Belen Villalonga Raphael Amit (2005, 2006a, 2006b, 2009,2010)	ROA Q de Tobin Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Riesgo idiosincrático Diversificación	La gestión familiar agrega valor cuando el fundador actúa como CEO de la empresa familiar o como su presidente con un CEO no familiar, pero destruye valor cuando los descendientes sirven como presidentes o CEO.
2003-2007	A favor	Estados Unidos	Belen Villalonga Raphael Amit (2005, 2006a, 2006b, 2009,2010)	ROA Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Riesgo idiosincrático Diversificación Acciones de clase dual Nivel de <i>stock</i> Margen de ventas Transparencia de la empresa	Al realizar una correcta gestión, los CEO de las empresas familiares no solo crean valor para el accionista familiar, sino también para el accionista externo, de ahí lo atractivo de comprar acciones de una empresa familiar.
2007	En contra	Estados Unidos	David Tomczyk Junghyun Lee Erik Winslow (2013)	Género Antigüedad Ventas Número de empleados Número de beneficiarios	Los resultados no solo dependen del control familiar, sino de contar con empleados adecuadamente remunerados.
2004	A favor	Reino Unido	Yong Wang David Watkins Neil Harris Keith Spicer (2004)	Margen de ventas Número de empleados Generación Ratios financieros	La razón del desempeño depende del grado de cultura empresarial y organizacional de las próximas generaciones, puesto que al no estar preparadas afectarán el desempeño de la empresa. De acuerdo con el análisis realizado, en la tercera generación resaltan con mayor énfasis los problemas de desempeño.
2002-2008	En contra	España	María Sacristán Navarro Silvia Gómez Ansón Laura Cabeza García (2011)	ROA ROE Valor de mercado en libros Participación familiar Incremento en ventas Antigüedad Margen de ventas	La propiedad familiar no influye de manera significativa en la rentabilidad, a pesar de que la familia tenga presencia en la junta directiva.
2008	A favor	Estados Unidos	Matthew W. Rutherford Donald F. Kuratko Daniel T. Holt (2012)	Género Antigüedad Ventas Número de empleados Cultura Indicador de empresa familiar	Se aplica el método de entrevista. El control familiar aporta a la rentabilidad, puesto que la familia tiene objetivos de crecimiento continuo.
1996-1998	En contra	Estados Unidos	Trond Randoya Sanjay Goel (2003)	ROA Q de Tobin Participación familiar Activos Antigüedad Margen de ventas Deuda/capital	El desempeño en las empresas familiares puede verse afectado por los costos de agencia si no se tiene un CEO familiar.
2008	En contra	Estados Unidos	Ernest H. O'Boyle Jr. Jeffrey M. Pollack Matthew W. Rutherford (2012)	ROA Participación familiar Activos Margen de ventas Antigüedad	Se encuentra correlación poco significativa entre el ROA y la participación familiar.
1996-2000	A favor	Estados Unidos	Danny Miller Isabelle Le Breton-Miller Richard H. Lester C. Albert A. Cannella Jr. (2007)	ROA Q de Tobin Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Ventas Margen de ventas Antigüedad	Los resultados de correlación dependen mucho de la definición de empresa familiar. Este estudio no considera la empresa individual como familiar, y las empresas individuales tenían los mismos o mejores resultados que las empresas familiares.
2008	En contra	Italia	Alfredo De Massis Josip Kotlar Giovanna Campopiano Lucio Cassia (2013)	ROA Q de Tobin Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Margen de ventas Antigüedad	Cuando la propiedad de la empresa es compartida por miembros de la familia y cada uno de ellos posee el 50 por ciento o menos de la propiedad, se afecta negativamente el desempeño de las pymes, independientemente del porcentaje de propiedad que tenga cada miembro de la empresa.
1997	A favor	Australia	Bernice Kotey G. G. Meredith (1997)	Alta productividad Líder en la industria Puesto de trabajo Estabilidad del negocio Costos de producción Desarrollo de la comunidad Empresa familiar	La investigación indica que los valores personales del empresario, los negocios, las estrategias y el desempeño empresarial están empíricamente relacionados.
1996-2006	A favor	Colombia	Maximiliano González Alexander Guzmán Carlos Pombo María Andrea Trujillo (2010)	ROA Participación familiar Edad de la empresa Margen de ventas Antigüedad Directores mujeres Reputación del director Incremento del capital	En las empresas más grandes o las gestionadas por los herederos, el efecto familiar se diluye y resulta negativo.
2010	A favor	Estados Unidos	Justin B. Craig Clay Dibrell Robert Garrett (2014)	Influencia familiar Cultura del negocios en la familia ROA Riesgo de mercado Ventas Nivel de idiosincrasia	La gestión familiar agregar valor cuando se tiene un adecuado nivel de cultura del negocio familiar y hay participación de la familia en altos cargos administrativos.
2009	A favor	Italia	Alfredo De Massis Josip Kotlar Giovanna Campopiano Lucio Cassia (2013)	ROA ROE Antigüedad Activos Participación familiar Antigüedad Deuda/Capital Activo tangible Diversificación	Se encuentra correlación significativa entre el ROA y la participación familiar. Asimismo, un equilibrio entre los administradores familiares y los no familiares podría beneficiar el rendimiento de la empresa de tamaño pequeño o mediano.
2000	A favor	España Portugal Italia	Rebeca García Ramos Myriam García Olalla (2011)	Q de Tobin Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Deuda/Capital R&D Ventas	Sus resultados contradicen la creencia generalizada de que las juntas más pequeñas y la separación efectiva de las figuras del CEO y el presidente del consejo siempre conducen a una mejora en el desempeño de la firma.
1996-2000	En contra	Estados Unidos	Danny Miller Isabelle Le Breton-Miller Richard H. Lester Albert A. Cannella Jr. (2007)	CEO Q de Tobin Industria R&D Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Margen de ventas Antigüedad	El rendimiento de la empresa varía mucho dependiendo de la definición de negocio familiar, así como de la naturaleza de la muestra que se está examinando. Las empresas de un solo fundador sin presencia de algún otro familiar obtienen mejores resultados que las constituidas como familiares.
1992	A favor	Estados Unidos	Ronald C. Anderson David M. Reeb (2003, 2004)	EBITDA R&D/Ventas Deuda/Capital Q de Tobin CEO Comisión del CEO Incentivos Antigüedad Participación familiar Total activos	La mayor rentabilidad en las empresas familiares en comparación con las no familiares proviene de la presencia de un miembro de la familia como CEO.

Elaboración propia.

copilaron 3,500 artículos, los cuales fueron filtrados considerando combinaciones de familia, participación de la familia, propiedad de la familia, nepotismo, retorno sobre activos, retorno de capital, margen de beneficio, crecimiento, ventas y retorno en las ventas. Para el análisis se empleó el método de efectos aleatorios y el análisis de subconjunto, utilizando marcos SPSS. El resultado se muestra en el cuadro 1.3.

Sobre la base de estos resultados y tomando el ROA como medida principal de desempeño, el estudio evidenció que no hay una relación significativa entre la participación de la familia y el desempeño financiero de la empresa.

Así como los mencionados, otros estudios tratan de demostrar una relación entre el desempeño y la participación, tomando el ROA en muchos casos como variable de medición, puesto que podría explicar esta relación, como se describe previamente. De esta manera, en la presente investigación se utilizará el ROA para corroborar dicha relación en las empresas que listan en la Bolsa de Valores de Lima.

#### **4. Empresas familiares y su estructura de capital**

Las teorías sobre estructura de capital se aplican a todo tipo de empresas, familiares y no familiares. Se puede decir que no hay teoría usualmente aceptada; el empleo de ellas dependerá del administrador financiero de la empresa familiar, y puede estar influenciado por el desempeño financiero histórico. Si el desempeño histórico ha dejado satisfacciones, se mejorarían las expectativas de desempeño en el futuro (Mahto & Khanin, 2015).

##### **4.1. Teorías sobre la estructura de capital**

Las principales teorías referidas a la estructura de capital de las empresas son las siguientes: teoría del *trade-off*, teoría del *pecking order*, teoría de la irrelevancia, de Franco Modigliani y Merton Miller, y la teoría de la agencia.

Cuadro 1.3. Resultados generales de la relación entre participación de la familia y el desempeño de la empresa

**Table 1**  
Overall results for the family involvement-performance relation and categorical moderator analysis.

	k	n	r	Variance	90% credibility interval	95% confidence interval	Variance attributable to artifact	f <sup>2</sup>	Between group differences
Overall relation	95	80,421	.006	.002	-.054; .063	-.004; .016	49.7%	50.8%	-
Type of firm (k=89)									
Public	50	20,355	.001	.006	-.089; .091	-.020; .021	45.1%	55.9%	z = .607
Private	39	51,295	.005	.001	-.037; .047	-.007; .017	53.9%	47.4%	
Firm size (k=92)									
Small	42	54,110	.006	.001	-.034; .046	-.006; .017	56.4%	44.9%	z = .489
Large	50	20,282	.001	.005	-.086; .087	-.020; .021	46.9%	54.2%	
Cultural-individualism (k=93)									
Low	48	45,406	.002	.002	-.044; .049	-.010; .015	56.9%	44.2%	z = 1.219
High	45	32,904	.012	.003	-.059; .082	-.005; .028	42.8%	58.2%	
Culture-power distance (k=93)									
Low	54	34,405	.013	.004	-.061; .087	-.003; .029	43.8%	57.2%	z = -1.701
High	39	43,905	.001	.002	-.039; .041	-.011; .013	60.3%	41.1%	
Family definition (k=95)									
Ownership	39	36,310	.011	.002	-.038; .059	-.003; .024	55.0%	46.4%	z = .703
Multiple criteria	36	29,678	.003	.002	-.052; .057	-.013; .019	52.4%	48.9%	z = -.385
Succession	7	6585	.029	.003	-.033; .090	-.008; .066	42.8%	63.4%	z = -.329
Management	6	1516	-.008	.008	-.114; .098	-.080; .064	48.9%	59.5%	z = -2.89
Self report	7	6332	-.022	.002	-.074; .031	-.056; .013	52.0%	55.9%	z = -.086
Measure of performance (k=95)									
ROA	45	34,185	.009	.002	-.042; .060	-.005; .023	57.7%	43.6%	z = .897
Other measure <sup>a</sup>	50	46,236	.004	.002	-.056; .065	-.009; .018	44.4%	56.5%	
Article source (k=95)									
Published	59	42,288	.003	.003	-.050; .057	-.009; .016	57.0%	44.1%	z = .414
Unpublished	36	38,133	.010	.002	-.050; .070	-.006; .025	41.5%	59.6%	
Year of publication (k=95)									
Pre-2007	52	40,302	.011	.003	-.055; .077	-.004; .026	44.4%	56.6%	z = -.993
2007 and after	43	40,119	.002	.002	-.043; .046	-.011; .015	59.4%	41.7%	
Journal importance (k=59)									
Low	32	30,807	.002	.002	-.049; .053	-.013; .018	51.8%	49.9%	z = -1.163
High	27	11,481	.006	.004	-.053; .065	-.017; .029	64.7%	37.7%	

\*p<.05, \*\*p<.01, \*\*\*p<.001, k = number of studies, n = sample size, r = mean correlation, f<sup>2</sup> = indicator of moderation, z = between group difference.  
<sup>a</sup> Other measures: revenue, sales growth, profitability, roe, growth-not otherwise specified, performance factor, value added, ROS, employment growth, export propensity, stock return, financial/market performance.

Tomado de: O'Boyle, Pollack & Rutherford, 2012.

#### 4.1.1. Teoría del *trade-off*

La teoría del *trade-off*, también conocida como teoría estática, sugiere que las empresas se adaptan a un nivel de endeudamiento óptimo que está determinado por *un trade-off* (compensación) entre los costos y los beneficios del endeudamiento. Es decir, el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra (Mondragón-Hernández, 2011). En esta teoría, el objetivo de las empresas son los ratios óptimos de endeudamiento, que varían negativamente con el ritmo de las inversiones; es decir, si la empresa realiza mayores inversiones dispondrá de menos flujos de caja libres (Ortega de la Poza, 2009).

#### 4.1.2. Teoría del *pecking order*

La teoría del *pecking order*, también llamada teoría de jerarquía de preferencias, sostiene que las empresas tienen un orden de prioridad al momento de decidir financiar una inversión. Según Fernández Ramos y Rojas Conde (2004), esta teoría descansa en la información asimétrica entre empresas y mercados de capitales, que generan a las primeras costos en la emisión de nuevos títulos. Para que tales costos sean minimizados, las empresas jerarquizan las fuentes de sus recursos: primero deuda interna, luego deuda externa y, finalmente, emisión de capital (Correa Doménech, 2007). Por ello, los inversionistas interpretan la emisión de nuevos títulos como una sobrevaloración de la empresa y, en consecuencia, que esta tendrá un descuento en su valor. De ahí que las empresas eviten que la información asimétrica afecte sus decisiones, eligiendo fondos con menos costes de información asimétrica (Berlingeri, 2005).

#### 4.1.3. Teoría de la irrelevancia, de Franco Modigliani y Merton Miller

Modigliani y Miller defienden que no existe relación entre el valor de mercado de una empresa y su estructura financiera, y que los fondos propios y ajenos son perfectos sustitutos de encontrarse en mercados de competencia perfecta. Por tanto, consideran que tampoco existe una estructura financiera óptima. Debido a esto, formulan dos proposiciones (Ross, Westerfield & Jaffe, 2009):

Proposición I. Una empresa no puede cambiar el valor total de sus valores en circulación modificando las proporciones de su estructura de capital. En otras palabras, el valor de la empresa siempre es el mismo en diferentes estructuras de capital.

Proposición II. El rendimiento requerido por los accionistas aumenta con el apalancamiento. Se argumenta que esto se encuentra relacionado positivamente con el rendimiento esperado del capital, porque el riesgo para los accionistas aumenta.

#### 4.1.4. Teoría de la agencia

En relación con el financiamiento empresarial existen dos tipos de conflictos de agencia: uno entre accionistas y gerentes, y otro entre tenedores de deuda y accionistas (Jensen & Meckling, 1976). La teoría de la agencia se aplica en el financiamiento de deuda, aspecto que contempla dos situaciones:

- Contratación de deuda. La relación entre prestamistas y prestatarios se ajusta a la definición de relación de agencia. El prestatario (agente) recibe recursos del prestamista (principal). Cuando una empresa adquiere deuda, aparecen conflictos de intereses entre los accionistas y los tenedores de la deuda. Los primeros están interesados en maximizar su riqueza; y los segundos, en la devolución del principal y los intereses. Específicamente, los conflictos surgen debido a que la deuda constituye un incentivo para realizar inversiones óptimas.
- Emisión de capital accionario. La relación entre accionistas y administradores también se ajusta a la teoría de la agencia. El gerente (agente) recibe recursos de los accionistas (principal), así como autonomía y beneficios monetarios y no monetarios, conjunto de gratificaciones adicionales. Es decir, obtiene un encargo fiduciario o cesión de derechos de control. El accionista, con derechos legales y económicos plenos, entrega recursos, y el gerente debe administrarlos eficientemente. El accionista busca maximizar su riqueza, lo que equivale a maximizar el valor de mercado de la acción de la empresa. El gerente pretende maximizar su bienestar, lo cual está vinculado positivamente al tamaño y crecimiento de la empresa y,

por tanto, a la obtención de poder, prestigio, relaciones, figuración y otros incentivos no monetarios; y negativamente a su esfuerzo. Esta situación origina un conflicto de intereses. La solución del conflicto genera costos de agencia.

#### **4.2. La deuda como beneficio en las empresas familiares**

La toma de decisiones financieras es un reto de gestión clave para las empresas familiares y la no familiares, porque debe orientarse a conseguir el capital financiero suficiente para el crecimiento y la supervivencia de la organización. Mientras algunos investigadores sugieren que las empresas familiares prefieren usar sus fondos internos y préstamos familiares (Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2001) y adquirir menos deuda que las empresas no familiares, otros indican que las empresas familiares tienen una deuda similar o incluso mayor que las empresas no familiares (Coleman & Carsky, 1999).

Se sabe que la deuda puede ser una fuente financiera favorable, como es el caso al aumentar el retorno (ROE) del propietario. Este «efecto de palanca» se basa en el razonamiento de Modigliani y Miller (1958) y puede formularse de la siguiente manera:  $ROE = ROA + (ROA - r) \times V$ , siendo  $V$  = ratio de endeudamiento. Una proporción de deuda-capital más alta aprovechará el ROE de una empresa si la rentabilidad de los activos (ROA) es mayor que la tasa de interés de la deuda. Sin embargo, los propietarios de una empresa familiar suelen poseer temores y prejuicios sobre el uso de fuentes financieras externas, tales como los riesgos de control y monitoreo (McConaughy, Matthews & Fialko, 2001), lo que al final resulta en actitudes más negativas hacia el financiamiento de deuda. Sin embargo, un mayor conocimiento sobre el funcionamiento de las fuentes financieras externas y la contratación financiera pueden disminuir los problemas relacionados con el riesgo y el control (Jensen & Meckling, 1976) y, en consecuencia, reducir los prejuicios negativos de los propietarios de la empresa familiar contra el financiamiento de deuda.

En las conclusiones de Michaelas, Chittenden y Poutziouris (1998), se señala que la decisión del propietario de la empresa familiar de usar endeudamiento está influenciada por su conocimiento de las fuentes de recursos financieros disponibles en el mercado. En suma, el propietario de la

empresa familiar con conocimientos financieros más amplios deberá estar más inclinado hacia el financiamiento externo, lo que refleja una actitud más favorable hacia la deuda. Así también, el propietario de la empresa familiar que tiene experiencias pasadas desagradables es más propenso a posponer las oportunidades de crecimiento que requieren la emisión de nuevas deudas.

Algunas investigaciones asumen implícitamente el desempeño económico como el único objetivo de las empresas familiares, pero se reconoce, por lo general, que las empresas familiares persiguen tanto objetivos económicos como no económicos al tomar decisiones (Chrisman, Chua & Litz, 2004). Esto tiene profundas implicaciones para la toma de decisiones financieras, ya que las empresas familiares pueden seguir una lógica financiera impulsada por la economía. Por ejemplo, los propietarios que buscan aumentar las ganancias con el crecimiento constante del negocio (orientación a las altas metas económicas) están dispuestos a usar fuentes financieras externas (Mahéroul, 2004). Por el contrario, los propietarios que tienen un objetivo económico bastante bajo (mantener el valor de la empresa) son más propensos a renunciar a las oportunidades de crecimiento que no puedan ser financiadas por fondos internos.

En la presente investigación se considera que el propietario de la empresa familiar debe contar con conocimientos financieros amplios para poder aprovechar los beneficios del financiamiento externo, de esta forma generaría un mayor crecimiento de su empresa.

### **4.3. Factores que influyen en la estructura de capital**

Explicar si existe o no una estructura de capital óptima apoya el hecho de que las empresas seleccionan sus fuentes financieras en función de los beneficios o perjuicios que les supone la elección de una u otra (Titman & Wessels, 1988). Es decir, numerosos factores influyen en las decisiones sobre estructura de capital y en el valor de mercado de la empresa. Estos factores son los siguientes:

- *Sector de actividad empresarial.* Scott (1980) destaca la importancia de pertenecer a un sector u otro, ya que los beneficios son muy diferentes entre ellos, así como el riesgo de quiebra.

- *Tamaño de la empresa.* Dependiendo del sector de actividad, predominarán las empresas de mayor o menor tamaño. Generalmente se clasifican en cuatro grupos: microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas. Gertler y Hubbard (1988) indican que el tamaño empresarial puede ser un indicador de la capacidad de la empresa para conseguir los fondos con los que llevara a cabo sus inversiones.
- *Coste de la deuda.* Es un factor que influye en las decisiones que toman las empresas en cuanto a la estructura de capital. Según Barry, Mann, Mihov y Rodríguez (2008), las empresas aumentarán su nivel de endeudamiento cuando los tipos de interés sean más bajos que los niveles históricos.
- *Beneficios fiscales que no están relacionados con la deuda.* Son gastos diferentes a los intereses de la deuda, como la amortización acelerada de bienes, las deducciones como incentivo a la inversión, los gastos de inversión y desarrollo o la posibilidad de compensar pérdidas de ejercicios anteriores.
- *Estructura de la propiedad.* Se pueden distinguir empresas en las cuales la propiedad del capital está concentrada o en las que existe una relevante separación entre la propiedad y el control de las decisiones directivas. Stiglitz (1985) y Jensen y Meckling (1976) mencionan que la concentración de la propiedad en una empresa implicará un mayor control tanto para el propietario como para el endeudamiento. Asimismo, en las empresas que tienen altas oportunidades de crecer, la concentración puede limitar el crecimiento al desaprovechar ciertas ventajas, como las economías de escala (Galve Gorriz & Salas Fumas, 1993).

Diversos autores indican que las empresas familiares se ven influenciadas por el comportamiento del mercado para tomar decisiones sobre la estructura de capital (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jian, 2008). Es Poutziouris (2001) quien brinda mayores detalles sobre los factores que influyen. Encuentra lo siguiente:

- La necesidad de invertir más en activos tangibles, considerados como símbolo de autonomía financiera y que pueden ser utilizados como garantía para préstamos.

- La necesidad de utilizar préstamos a largo plazo, porque así las empresas pueden asegurar mejores negocios y, lo que es más importante, abstenerse de emitir más capital a costa del control familiar.
- La necesidad de emitir capital de acciones sin afectar de manera significativa el grado de propiedad familiar, pero con beneficios prudentes, para reforzar una próxima inversión.

Por tanto, se puede decir que, si bien estos factores son percibidos en diversas empresas familiares, es la confianza entre los miembros del accionariado mayoritario lo que permite desarrollar una estructura de capital óptima. En las empresas familiares del Perú, este comportamiento será validado por el grado de apalancamiento aplicado en estas.

#### **4.4. Comportamiento conservador en las empresas familiares**

De acuerdo con Poutziouris (2001) y Chrisman, Chua y Litz (2004), el comportamiento conservador de la empresa familiar se debe al deseo de generar la utilidad máxima con la menor pérdida a través de recursos propios. Por tanto, tiende a financiar sus requerimientos de capital de manera jerárquica, utilizando, primero, ahorros personales y fondos generados internamente, después, deuda a corto y largo plazo y, finalmente, capital externo (Myers & Majluf, 1984). Si emite muchas acciones y permite el efecto de flotación (a familiares y no familiares), ampliaría hacia el accionista externo la participación en la empresa, lo que podría conducir a la pérdida del control de la familia fundadora o, incluso, a una toma de posesión hostil. Por esta razón, la respuesta racional de los propietarios gerentes de pequeñas empresas privadas (familiares y no familiares) es evitar el uso de capital externo y confiar más en las utilidades retenidas y el financiamiento a corto plazo de los préstamos bancarios, ya que no desean intrusión alguna en su negocio (Gallo & Vilaseca, 1998).

Este comportamiento conservador en las empresas familiares va de la mano con sus razones de desempeño; como su necesidad de crecimiento es prioritaria, toman decisiones de bajo riesgo en el mercado, pero con rendimientos asegurados. De este modo, en su comportamiento conservador destaca el invertir relativamente más en activos tangibles y menos en activos intangibles, pero teniendo un bajo pasivo a largo plazo (es decir, deu-

das bancarias a largo plazo, préstamos a directores, etc.), así como retener las mayores ganancias a lo largo del tiempo para construir una base de capital más sólida. De lo mencionado podría suponerse que las empresas familiares se caracterizan por la presencia de menos *blockholders* no familiares, que oscilan entre el 8% y el 16% contra el 12 y el 21% en empresas no familiares (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006a, 2006b). Además, el peso de los directores externos también es significativamente menor, ya que están presentes en el 44% de las empresas familiares, frente al 61% en empresas no familiares (Anderson & Reeb, 2003).

#### 4.5 Estudios sobre la estructura de capital en las empresas familiares

En la siguiente página, se presenta un cuadro que resume los hallazgos de diferentes investigaciones con relación a la estructura de capital en las empresas familiares. Contiene a los autores, las variables que estos utilizan para su evaluación, así como su postura respecto a la teoría en mención. Como se podrá observar, se utiliza la variable deuda/capital para buscar una correlación con los grados de participación de las empresas familiares.

Entre los estudios realizados, destaca el de Villalonga y Amit (2010), en el cual se encuentra, en dos generaciones, una relación entre la variable deuda/capital y el grado de participación familiar, y se toma como indicador óptimo los valores bajos de este resultado. Para este caso se recopilieron datos de 2,110 firmas, alrededor del 26% de la muestra de 8,104 firmas. Estas empresas abarcarían el espectro de 254 industrias. Los resultados del análisis se pueden apreciar en el siguiente cuadro.

Cuadro 1.5. Análisis panel

Panel A. Founding-Family-Owned Firms and Industries										
Variable	Mean All Firms	SD	1. Founder or Founding Family Owned				2. Founding Family Owned and Managed (2nd/Later Gen.)			
			Mean FCI (1)	Mean NFCI (2)	Diff. (1)-(2)	t-stat	Mean FMI (3)	Mean NFMI (4)	Diff. (3)-(4)	t-stat
Firm transparency	0.75	0.22	0.76	0.74	0.02**	2.31	0.79	0.75	0.04**	2.2
Debt/assets	0.24	0.32	0.22	0.27	-0.05***	-3.55	0.27	0.24	0.03	1.24
ROA	-0.11	1.13	-0.13	-0.08	-0.05	-1.02	0.04	-0.13	0.17**	1.96
Age	15.74	13.14	12.57	19.42	-6.85***	-11.3	20.29	15.27	5.02***	4.71
Sales growth	2.17	48.67	1.11	3.48	-2.37	-1.1	0.23	2.37	-2.13	-0.57

Fuente: Villalonga & Amit, 2010.

**Cuadro 1.4. Estudios realizados y posturas frente al análisis del desempeño financiero de las empresas familiares**

Periodo de los datos	Postura	Países	Autor	Variables usadas	Comentario
2003	A favor	Japón	José Allouche Bruno Amann Jacques Jaussaud Toshiki Kurashina (2008)	ROA ROE Ventas Capital Deuda/capital Ventas por empleado Flujo de caja Activos por empleado Dividendos pagados	La gestión familiar logra excelentes desempeños financieros siempre y cuando las próximas generaciones tengan una correcta formación financiera.
2010	En contra	Alemania	Corinna M. Lindow Stephan Stubner Torsten Wulf (2010)	ROA ROE Estructura financiera Cultura organizacional Antigüedad Activos Sector de la empresa	No existe relación entre la estrategia y el carácter de empresa familiar. El desempeño de la empresa radica en la toma de decisiones financieras, por tanto, se requiere un CEO financiero con altos conocimientos.
2000-2001	En contra	Italia	Salvatore Sciascia Pietro Mazzola (2008)	Margen de ventas Margen neto Crecimiento del beneficio neto Retorno de la deuda Crecimiento de activos Grado de apalancamiento Patrimonio Rendimiento sobre el patrimonio Activos Crecimiento de dividendos	Los beneficios derivados de la perspectiva a largo plazo y el capital de supervivencia están todos compensados por el pago excesivo a los miembros de la familia, sobre todo al tener dividendos especiales.
1997-2000	A favor	Suecia	Lucia Naldi Mattias Nordqvist Karin Sjöberg Johan Wiklund (2007)	ROA Orientación empresarial Generación Antigüedad Participación familiar	En los últimos años las empresas, han tenido que ser innovadoras y adquirir nuevas habilidades financieras para actuar de manera proactiva y fortalecer así su posición en el mercado.
1976-1980	En contra	Estados Unidos	Harold Demsetz Belen Villalonga (2001)	Q de Tobin ROA Participación familiar Edad de la empresa Riesgo de mercado Margen de ventas Antigüedad Deuda/Capital Activos Utilidad neta Valor de mercado	El mercado logra producir estructuras de propiedad, ya sean difusas o concentradas, apropiadas para las empresas a las que sirven. Estas estructuras difieren entre las empresas debido a las diferencias en las circunstancias a las que se enfrentan, particularmente en lo que respecta a las economías de escala, la regulación y la estabilidad del entorno en el que operan.
1998-2004	A favor	Alemania	Christian Andres (2008)	CEO ROA Total de acciones en el mercado Valor de mercado Participación familiar Edad de la empresa Margen de ventas Antigüedad Generación Total activo Incremento de capital	Las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares porque cuentan con una estructura de accionistas menos dispersa.
1997-2005	En contra	Polonia	Oskar Kowalewski Oleksandr Talavera Ivan Stetsyuk (2010)	ROA ROE Liquidez Activos Deuda/capital Participación familiar Incremento en ventas Margen de ventas	Si las familias tienen una participación sustancial en la propiedad, puede haber un mal desempeño financiero de las empresas. Esto se puede explicar por el hecho de que cuando las regulaciones del gobierno corporativo son inadecuadas y el clima económico imprevisible, pueden verse impulsadas a afianzar a los accionistas minoritarios.
2000	A favor	Estados Unidos	Belen Villalonga Raphael Amit (2005, 2006a, 2006b, 2009,2010)	ROA Participación familiar Generación Margen de ventas Riesgo de mercado Deuda/Capital EBITDA	Se utiliza una variedad de pruebas univariadas y multivariadas en una gran muestra de empresas estadounidenses que cotizan en bolsa. Se encuentra que tanto la ventaja competitiva como los beneficios privados de control ayudan a explicar la propensión de las empresas e industrias a ser controladas por familias.

Elaboración propia.

El hallazgo determinó, en primera instancia, que existe una relación con el indicador deuda/capital y el grado de participación en las empresas familiares, Además, que la correlación de la media, si bien se mantiene en ambas generaciones, pierde significancia en las empresas familiares de segunda generación.

# 2

---

## Planteamiento del modelo

En el presente capítulo se pretende realizar tres modelamientos basados en ecuaciones econométricas de regresión de tipo panel, con el marco de los análisis realizados por Andres (2008), Peng y Jiang (2010), Magnussen y Sundelius (2011). Los modelos tienen por objetivo corroborar correlaciones en intervalos de tiempo entre una variable dependiente y una independiente. En este caso se trata de corroborar si el desempeño y la eficiencia financiera guardan relación con el hecho de que una empresa sea familiar o no sea familiar. Todos los modelos y variables planteados serán evaluados por el test de Hausman para un correcto direccionamiento.

### 1. Hipótesis

En estudios previos se ha percibido que existe una correlación entre el desempeño de las empresas familiares y el grado de participación. Asimismo, que en las empresas familiares existe una aversión al uso de la deuda externa. Por tanto, para poder corroborar lo señalado anteriormente, se plantearán las siguientes hipótesis dentro del marco de una muestra de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

- H1: Existe una correlación positiva de desempeño (rentabilidad) respecto al porcentaje de participación de las empresas familiares.
- H2: Existe una correlación en el ratio de apalancamiento respecto al porcentaje de participación de las empresas familiares.

## 2. Recolección de datos y muestra

Para la muestra se ha recolectado información de las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). El objetivo principal era obtener información económica financiera, ratios de rentabilidad y apalancamiento de las 280 empresas que han cotizado en la BVL en un periodo de tiempo de 17 años, desde el año 2000 hasta el año 2016. Sin embargo, muchas de estas empresas no cotizaron en bolsa en todo este periodo, por lo que solo se podía contar con parte de sus datos históricos. Por esa razón, de las 280 empresas, la población se redujo a 180 empresas, y de esta cantidad se separó a las empresas financieras, las AFP y las empresas de servicios públicos, con lo que al final quedaron 133 empresas, cuyos datos son los que se usan para los análisis de regresión.

Debido a que la BVL no brinda información ordenada y tabulada por año de las empresas, se utilizó la base de datos de Bloomberg, a través del código de *ticket* asignado a cada empresa en la BVL. Obtenida la información en forma tabulada, se identificó a las empresas y se las clasificó como empresas familiares y empresas no familiares. Para ello, con base en la revisión de la literatura, se determinó que eran familiares aquellas empresas en las cuales la familia tuviera en su poder por lo menos el 15% del total de acciones. A fin de obtener información del accionariado de cada empresa, se recurrió a revisar, empresa por empresa, la información que figura en la BVL por año. Este procedimiento se aplicó también cuando se encontró inconsistencias en la información recogida por Bloomberg. De esta forma se pudo obtener información más cercana a la realidad.

## 3. Variables

Para la selección de variables, se tomaron como referencia los estudios de Andres (2008), Peng y Jiang (2010), Magnussen y Sundelius (2011), que emplearon variables estructurales como: tamaño de la empresa, medido por la capitalización de mercado; grado de apalancamiento; volatilidad del mercado bursátil, entre otras. Por tanto, en la presente investigación se siguen criterios similares. Estas variables fueron segmentadas en endógenas y exógenas y se hizo uso del logaritmo natural para linealizar el impacto del tamaño de las empresas evaluadas y hacer comparables

los tamaños de las variables. A continuación, se presentan estas diferentes variables y su segmentación.

Exógenas	% PBI
	% Inflación
Endógenas	ROA= EBITDA / (Capital de trabajo + activos fijos netos)
	Empresa familiar Dummy (1 o 0)
	Activos de la empresa (Lnassets)
	Capitalización de mercado del patrimonio (LnMarket_K)
	Apalancamiento = Deuda / activos o (Deb_asset)
	Tamaño del patrimonio (LnEquity)

\* En paréntesis se indican los nombres que tendrán las variables durante la regresión.

La descripción de cada variable se presenta en el cuadro 2.1.

#### 4. Análisis estadístico

Al analizar las variables a nivel general, sin segmentación, se obtienen los resultados que aparecen en el cuadro 2.2. Como se puede observar, los valores máximos, la media y la desviación estándar son representativos, pero no determinantes para el análisis que se quiere realizar.

Cuando se filtran solo las empresas familiares para los últimos diez años y se las segmenta por sector, pero conservando el nivel general, se obtienen los resultados del cuadro 2.3.

El mismo procedimiento aplicado a las empresas no familiares arroja los resultados presentados en el cuadro 2.4.

Como se puede apreciar, el ROA a nivel general y en los diferentes sectores es mayor en las empresas familiares que en las no familiares. Si bien el ROA medido en millones disminuye en ambos tipos de empresas por la diversidad de resultados, la tendencia se puede percibir al observar la media y la mediana, que son superiores en las empresas no familiares.

En cuanto a los activos, al analizar esta variable teniendo como operador entre ambos tipos de empresa al logaritmo para tratar de linealizar

**Cuadro 2.1. Definición de variables**

Variable	Fórmula adaptada	Descripción
ROA	Ratio de rentabilidad operativa = EBITDA / (Activos fijos + capital de trabajo)	Es necesario determinar la generación de ingresos del negocio respecto de la inversión efectivamente realizada.
Lnassets	Ln (Assets)	El tamaño de los activos determina cuán grande es una empresa, y según su tamaño se afecta el nivel de productividad. Una empresa más grande tiene las ventajas de tener economías de escala, poder de negociación con proveedores, poder de mercado y capacidad de proporcionar mayor respaldo a sus clientes.
Lnmarket_k	Ln (Market capitalization)	Las empresas que cotizan en los mercados de valores son premiadas por su desempeño. Mientras mayor sea el tamaño de la empresa, mayor será su reputación y, por tanto, mayores los esfuerzos para mantener niveles altos de eficiencia operativa.
Deb_asset	Ratio de apalancamiento = Deuda largo plazo / (activos netos + capital del trabajo)	El apalancamiento no debería afectar la capacidad operativa de generar negocios de una empresa. Sin embargo, cuando una empresa no está apalancada eficientemente, es muy probable que tampoco sea eficiente en el ámbito operativo.
Lnequity	Ln (Equity)	El tamaño del patrimonio invertido, o <i>equity</i> , se refleja en el indicador ROA. Mientras más grande sea, la empresa probablemente ejercerá controles más eficientes que los de una empresa que tiene un menor patrimonio.
Deuda / capital	Ratio de apalancamiento = Deuda largo plazo / Equity	El apalancamiento no debería afectar la capacidad operativa de generar negocios de una empresa. Sin embargo, cuando una empresa no está apalancada eficientemente, es muy probable que tampoco sea eficiente en el ámbito operativo. Asimismo, considerando los problemas de riesgo moral, una empresa sobreapalancada puede no hacer los suficientes esfuerzos para ser eficiente operativamente.
Porcentaje accionariado	Porcentaje de accionariado familiar	El porcentaje de acciones de la familia dentro de la empresa.
% PBI	Producto bruto interno por sector	Variación del producto bruto interno anualizado por sector.
% Inflación	Inflación	Ratio de inflación del país.

Elaboración propia.

**Cuadro 2.2. Estadísticos de variables a nivel general**

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
ROA	overall	248.0525	8517.897	-60629.25	268586	N = 1068
	between	2737.923	-4638.24	26858.91		n = 101
	within	8092.721	-55742.95	241975.1		T-bar = 10.5743
Lnassets	overall	6.865249	3.375245	-4.815521	16.01182	N = 1125
	between	3.653168	-1.369888	14.94079		n = 102
	within	.5994643	3.419616	10.08741		T-bar = 11.0294
Deb_As-t	overall	51.38895	202.2659	0	4811.491	N = 1137
	between	92.46188	0	792.954		n = 103
	within	178.7482	-741.565	4069.926		T-bar = 11.0388
lnmark-k	overall	6.258492	2.893398	-1.617067	15.87662	N = 751
	between	3.174086	.4595913	14.81749		n = 89
	within	.7864476	3.185102	8.392729		T-bar = 8.4382
lnequity	overall	6.430609	3.139873	-5.362536	14.97767	N = 1133
	between	3.43582	-.8013204	14.02284		n = 104
	within	.5958478	.8943061	8.996414		T-bar = 10.8942
VarPBI	overall	5.673684	6.304071	-23.73361	84.34321	N = 1339
	between	2.152517	3.794458	16.75198		n = 110
	within	6.002427	-33.03807	75.03875		T-bar = 12.1727

Elaboración propia.

**Cuadro 2.3. Análisis estadísticos de variables en empresas familiares**

Variables	Estadísticos	General	Agrícolas	Extractivas	Industriales
ROA	Media	0.41	0.98	0.42	0.17
	Mediana	0.12	0.11	0.00	0.15
	Desviación estándar	11.08	22.89	3.03	0.16
Lnassets	Media	7.01	4.53	5.74	8.39
	Mediana	6.24	5.42	5.81	7.18
	Desviación estándar	3.64	2.82	2.19	3.72
Lnmarket_k	Media	6.45	5.71	5.77	7.22
	Mediana	5.71	5.45	5.72	6.14
	Desviación estándar	3.06	1.73	2.45	3.65
Deb_asset	Media	0.28	0.19	0.53	0.22
	Mediana	0.16	0.14	0.07	0.21
	Desviación estándar	2.22	0.22	4.63	0.19
Lnequity	Media	6.65	5.35	5.24	7.74
	Mediana	5.77	5.51	5.26	6.46
	Desviación estándar	3.23	1.81	2.10	3.62
Deuda/capital	Media	0.51	0.48	0.56	0.50
	Mediana	0.28	0.21	0.09	0.37
	Desviación estándar	1.92	0.73	2.92	1.70

Elaboración propia.

**Cuadro 2.4. Análisis estadísticos de variables en empresas no familiares**

VARIABLES	ESTADÍSTICOS	General	Agrícolas	Extractivas	Industriales
ROA	Media	0.34	1.23	0.26	0.13
	Mediana	0.10	0.10	0.00	0.11
	Desviación estándar	3.08	5.47	5.52	0.16
Lnassets	Media	7.57	4.64	6.11	9.35
	Mediana	7.01	6.03	5.90	8.29
	Desviación estándar	3.93	3.37	2.17	3.87
Lnmarket_k	Media	6.46	5.94	5.65	7.81
	Mediana	5.88	5.51	5.48	6.70
	Desviación estándar	2.95	1.63	2.30	3.95
Deb_asset	Media	0.20	0.17	0.16	0.22
	Mediana	0.18	0.13	0.17	0.20
	Desviación estándar	0.19	0.18	0.14	0.20
Lnequity	Media	7.27	5.79	5.58	8.70
	Mediana	6.32	5.81	5.82	7.59
	Desviación estándar	3.40	1.85	2.04	3.78
Deuda/capital	Media	0.41	0.41	0.35	0.43
	Mediana	0.31	0.25	0.21	0.34
	Desviación estándar	0.48	0.47	0.53	0.46

Elaboración propia.

los resultados, se puede apreciar que las empresas no familiares tienen mayores activos en los diferentes sectores. El mismo resultado se puede apreciar al analizar la variable Ln\_Market. Esto quiere decir que, en la Bolsa de Lima, las empresas no familiares tienen mayores activos y acciones en el mercado que las familiares, lo cual refuerza los planteamientos sobre el crecimiento conservador y la aversión al apalancamiento externo de las empresas familiares. Esto, sin embargo, no desvirtúa el hecho de que las empresas familiares prefieren adquirir activos tangibles antes que activos intangibles.

Así también, cuando se examinan las variables Deb\_asset, la cual hace referencia al nivel de apalancamiento, y Lnequity, que se refiere al capital propio, se puede apreciar que en las empresas familiares los valores de la media y la mediana son menores que en las empresas no familiares. Esto es de gran importancia, puesto que, de acuerdo con la revisión de literatura, las empresas familiares deberían tener menor grado de apalancamiento.

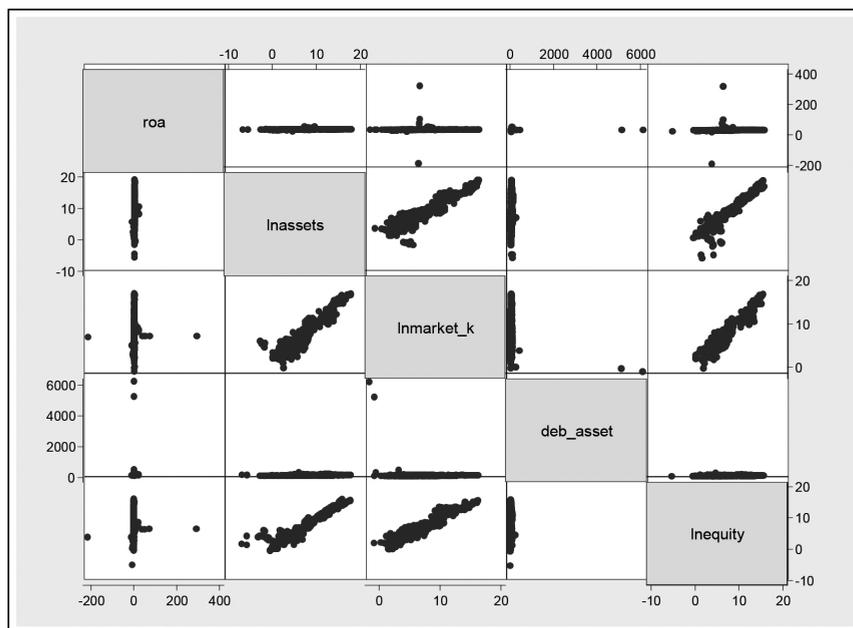
to. En cuanto al capital, esto no es relevante por la cantidad de empresas que se han tomado para el análisis.

Al tratar de buscar una correlación simple entre las variables estudiadas en los últimos diez años en las empresas familiares, sin distinción de sector, se obtienen los resultados mostrados en el cuadro 2.5.

**Cuadro 2.5. Correlación de variables en empresas familiares**

	ROA	Familiars	Lnassets	Deb_Asset	lnmarket_k	lnequity	VarPBI
ROA	1.0000						
Familiars	0.0491	1.0000					
Lnassets	-0.0101	0.3684	1.0000				
Deb_Asset	0.0240	-0.0757	0.0475	1.0000			
lnmarket_k	-0.0009	0.2749	0.9270	-0.0264	1.0000		
lnequity	-0.0146	0.3604	0.9785	-0.0380	0.9341	1.0000	
VarPBI	-0.0178	-0.0099	0.0084	0.0640	0.0088	0.0013	1.0000

Elaboración propia.



**Figura 2.1. Diagrama de correlación de variables en empresas familiares**  
Elaboración propia

Si se observa la figura 2.1, se hace evidente que hay solo tres variables relacionadas: el activo, el capital de mercado y el capital propio. Si bien este comportamiento es similar en toda empresa, no deja de ser importante que, como correlación simple, el ROA no se relacione de manera directa con ninguna otra variable. Por esto creemos que el ROA debe ser explicado por un conjunto de variables, lo cual será evaluado más adelante.

## 5. Especificaciones y desarrollo del modelo

El desarrollo se realizó de acuerdo con el modelo panel y los datos recolectados, con un corte transversal a cada unidad de investigación, integrada por empresas familiares y empresas de accionariado difundido. Las variables de investigación en cada unidad surgieron de la posibilidad de conseguir los datos y de la posibilidad de que cada una de dichas variables fuera uniforme a todas las unidades investigadas.

Para determinar el punto de inicio del modelo, fue necesario seleccionar las variables dependientes que resumieran el desempeño de una empresa y su relación con el indicador deuda/capital, considerando los principios según los cuales todas las empresas maximizan beneficios para sus accionistas y tratan de tener una menor relación deuda/capital.

Sobre la base del enfoque del rendimiento operativo, se determinó que el ROA era el mejor indicador para estimar la eficiencia del desempeño de las empresas familiares y que la relación deuda/capital era el mejor indicador para estimar el desempeño financiero.

Partiendo de un modelo de datos de panel desbalanceado, era necesario determinar si la diferencia que pudiese haber entre las empresas debía medirse a lo largo del tiempo o entre empresas en un determinado punto en el tiempo; hecho que debería reflejar estabilidad y consistencia a lo largo de las pruebas.

### 5.1. Modelo 1

Este modelo panel plantea hallar una correlación entre el ROA, como variable dependiente de desempeño, y las diferentes variables menciona-

das previamente. De este modo se pretende identificar el mayor número de variables que podrían ser relevantes para explicar el ROA y definir las dentro de las estimaciones con el propósito de evitar problemas de especificación que luego puedan generar erróneamente una estimación válida de la variable Familiares, sin que esta específicamente aporte de manera significativa a la explicación. La ecuación del modelo es la siguiente:

$$y_{it} = c_t D + \alpha_t + x'_{it} \beta + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \text{CONSTANTE}_t + c_t \text{FAMILIAR} + \beta_1 \ln \text{asset}_{it} + \beta_2 \ln \text{Market}_{it} + \beta_3 \text{Deb/Asset}_{it} + \beta_4 \ln \text{Equity}_{it} + \% \text{VarPBI} + \% \text{Inf} + \varepsilon_{it}$$

Donde  $x'_{it}$  es un vector que contiene k variables predeterminadas,  $\beta$  es un vector de k parámetros, i representa a las empresas ( $i = 1, \dots, N$ ), t representa el tiempo ( $t = 1, \dots, T$ ) y  $c_t$  recoge la heterogeneidad provocada por los efectos de las empresas, que son definidas en el estudio por la diferencia entre empresa familiar o de accionariado difundido, tomando el valor 1 cuando la empresa es familiar y 0 cuando es de accionariado difundido. El parámetro  $\alpha_t$  viene explicado por variables no observables en el modelo y que afectan de manera general a todas las empresas.

A continuación, se realizará la comprobación del modelo mediante el uso del test de Hausman. Para esto se realizará la regresión del modelo usando la herramienta Stata, como *fixed effect* y *random effect*, para corroborar cuál se utilizará después.

### Modelo 1: *fixed effect*

En el cuadro 2.6 se visualizan los resultados de la regresión panel *fixed effect*. En el primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la prueba F valores próximos a 1, con lo que se desecha la hipótesis nula. Se puede apreciar que no existe correlación a nivel general entre el ROA y el indicador Familiares.

### Modelo 1: *random effect*

En el cuadro 2.7 se visualizan los resultados de la regresión panel *random effect*. En su primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la prueba chi cuadrado valores superiores a 1, con lo que se desecha la hipótesis nula. En este se puede apreciar que no existe correlación a nivel

**Cuadro 2.6. Modelo 1: *fixed effect***

Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	626
Group variable: i			Number of groups	=	85
R-sq:			Obs per group:		
within	=	0.0091	min	=	1
between	=	0.0002	avg	=	7.4
overall	=	0.0019	max	=	13
corr(u_i, Xb) = -0.4083			F(6, 535)	=	0.82
			Prob > F	=	0.5561
ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Familiares	0 (omitted)				
Lnassets	121.315	686.119	0.18	0.860	-1226.503 1469.133
Deb_Asset	1.405159	4.848757	0.29	0.772	-8.119777 10.9301
lnmarket_k	350.7632	204.8562	1.71	0.087	-51.658 753.1844
lnequity	-543.3013	626.0302	-0.87	0.386	-1773.08 686.4775
VarPBI	-9.196847	18.16659	-0.51	0.613	-44.88344 26.48974
Inflación	-4.420977	55.41487	-0.08	0.936	-113.2784 104.4364
_cons	395.9282	2128.253	0.19	0.852	-3784.829 4576.686
sigma_u	814.81921				
sigma_e	3025.5539				
rho	.06762443 (fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0: F(84, 535) = 0.54			Prob > F = 0.9996		

Elaboración propia.

**Cuadro 2.7. Modelo 1: *random effect***

Random-effects GLS regression			Number of obs	=	626
Group variable: i			Number of groups	=	85
R-sq:			Obs per group:		
within	=	0.0077	min	=	1
between	=	0.0212	avg	=	7.4
overall	=	0.0071	max	=	13
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(7)	=	4.41
			Prob > chi2	=	0.7313
ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Familiares	433.2948	259.9927	1.67	0.096	-76.2816 942.8712
Lnassets	-25.12245	210.0856	-0.12	0.905	-436.8827 386.6378
Deb_Asset	1.783717	2.541713	0.70	0.483	-3.197949 6.765383
lnmarket_k	134.387	119.2848	1.13	0.260	-99.40689 368.1808
lnequity	-137.3019	221.9444	-0.62	0.536	-572.3049 297.7011
VarPBI	-8.906258	16.27716	-0.55	0.584	-40.8089 22.99639
Inflación	12.05558	48.94234	0.25	0.805	-83.86965 107.9808
_cons	-147.4825	415.7385	-0.35	0.723	-962.315 667.35
sigma_u	0				
sigma_e	3025.5539				
rho	0 (fraction of variance due to u_i)				

Elaboración propia.

general entre el ROA y el indicador Familiares, debido al *p-value* cercano a cero.

**Modelo 1: test de Hausman**

En el cuadro 2.8 se visualiza el test de Hausman para el modelo en cuestión, el cual determina si se toma el modelo panel *fixed effect* o el *random effect*. Como se puede apreciar, en este caso se debe tomar el *fixed effect*, debido a que tiene mayor probabilidad en consistencia y explicaría mejor el modelo.

De esta forma, se elegirá el modelo panel *fixed effect*, mediante el cual se harán dos ejecuciones con los datos de las empresas familiares: la primera, haciendo una distinción por sectores; y la segunda, sin distinción de sectores. Esto contribuirá a obtener mayores detalles sobre el comportamiento de las empresas familiares.

**Cuadro 2.8. Modelo 1: test de Hausman**

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
Lnassets	121.315	-25.12245	146.4374	653.1641
Deb_Asset	1.405159	1.783717	-.3785581	4.129181
lnmarket_k	350.7632	134.387	216.3762	166.5449
lnequity	-543.3013	-137.3019	-405.9994	585.367
VarPBI	-9.196847	-8.906258	-.2905899	8.067155
Inflación	-4.420977	12.05558	-16.47656	25.98952

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(6) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$   
 = 2.74  
 Prob>chi2 = 0.8407

Elaboración propia.

**Modelo 1: resultados del modelo panel *fixed effect***

El modelo panel *fixed effect* planteado calculó los siguientes resultados al separar las empresas por sectores, sin distinguir entre empresa familiar o no familiar.

**Cuadro 2.9. Resultados del modelo de regresión 1 por sectores**

ROA	Parámetros	Agrícolas	Extractivas	Industriales
$\alpha$	Cons	-0.47***	-1.54**	0.15*
c	Familiar	0.55**	0.87***	0.01***
X	Lnassets	-0.14*	-0.63***	0.14*
	Lnmarket_k	-0.16*	-0.64***	0.11*
	Deb_asset	0.01**	0.11*	-0.01***
	Lnequity	0.34*	1.47**	-0.25*
	VarPBI	-0.04**	-0.33*	0.28*
	Infl	-0.08***	-0.27***	0.44**
Prueba F	Prob> F	0.0891	0.086	0.78
R-sq	Within	0.47	0.03	0.19
	Between	0.66	0.41	0.48
	Overall	0.51	0.17	0.45
Observaciones	Número de observaciones	153	197	370
	% de empresas familiares	50%	24%	51%
	% de empresas no familiares	50%	76%	49%

Nota: La prueba t de los estimadores son calificados como:

\* equivale a  $p < 0.05$ ; \*\* equivale a  $0.05 < p < 0.2$ ; \*\*\* equivale a  $p > 0.2$ .

Elaboración propia.

Se comprueba la validez del modelo, puesto que la Prueba F arroja resultados por debajo del 5%, y los valores *p-value* de las variables son menores al 5% (para más detalles ver los anexos 1, 2, 3 y 4). De esa manera, se puede apreciar que no existe una correlación significativa entre la variable familiar y el ROA en los diferentes sectores, ya que los valores se encuentran muy cercanos a 0. Asimismo, se puede apreciar que, si bien

existe correlación del capital y el activo con el ROA, esto no es de relevancia, puesto que es lo común y cotidiano.

Ahora, cuando se realiza el mismo modelamiento, pero sin diferenciación de industrias, se obtienen los siguientes resultados:

**Cuadro 2.10 Resultados de modelo de regresión 1 a nivel general**

ROA	Parámetros	Correlación
$\alpha$	Cons	-0.68*
c	Familiar	0.28***
X	Lnassets	-0.13***
	Lnmarket_k	-0.05***
	Deb_asset	0.03*
	Lnequity	0.22***
	VarPBI	0.14**
	Infl	0.24**
Prueba F	Prob> F	0.0421
R-sq	Within	0.01
	Between	0.11
	Overall	0.03
Observaciones	N.º de observaciones	720
	% de empresas familiares	44%
	% de empresas no familiares	56%

Nota: La prueba t de los estimadores son calificados de *P-value*, como:

\* equivale a  $p < 0.1$ ; \*\* equivale a  $0.1 < p < 0.2$ ; \*\*\* equivale a  $p > 0.2$ .

Elaboración propia.

Lo primero que se debe realizar es la validación del modelo. Se comprueba, así, que la prueba F arroja resultados por debajo del 5%; igualmente, los valores *p-value* de las variables se encuentran por debajo del 5%, con lo que se comprueba la validez del modelo. Como se puede apreciar, no existe una correlación significativa entre el ROA y la variable familiar.

## Conclusiones del modelo 1

Se puede concluir que en ninguno de los sectores analizados se pudo identificar un desempeño diferencialmente significativo entre empresas familiares y aquellas de accionariado difundido, lo que permite afirmar que la gestión familiar puede ser tan eficiente como aquella que es encargada a gerentes especializados y elegidos por un directorio independiente. Asimismo, se infiere que las empresas familiares podrían no estar enfrentando problemas de sucesión, ampliamente analizados en la literatura económica.

Por otro lado, usualmente se entiende que las empresas de accionariado difundido enfrentan el riesgo de principal-agente, motivo por el cual muchas familias se muestran reticentes a permitir el ingreso de más accionistas a la participación societaria. No obstante, este resultado llevaría a concluir que, al asumir dicho riesgo, los accionistas de las empresas corporativas se ven compensados por una gerencia especializada, a diferencia de una empresa familiar, cuya gerencia es no especializada e independiente.

## 5.2. Modelo 2

El presente modelo panel de dos variables trata de relacionar la variable porcentaje de accionariado en las empresas familiares con la variable ROA, para buscar una correlación entre el grado de participación familiar y el desempeño de la empresa. Con este objetivo se define la siguiente ecuación, siendo la variable de regresión el porcentaje del mayor accionista dentro de las empresas familiares:

$$ROA_{it} = \text{CONSTANTE}_t + c_t \text{FAMILIAR} + d_t \% \text{accionariado} + \% \text{PBI} + \% \text{Inf} + \varepsilon_{it}$$

A continuación, se realizará la comprobación del modelo mediante el uso del test de Hausman. Para esto se realizará la regresión del modelo usando la herramienta Stata, como *fixed effect* y *random effect*, para corroborar cuál se utilizará después:

### Modelo 2: *fixed effect*

En el cuadro 2.11 se visualizan los resultados de la regresión panel *fixed effect*. En su primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la

prueba F valores superiores a 0.05, con lo que se desecha la hipótesis nula. Se puede apreciar que no existe correlación a nivel general entre el ROA y el indicador de Familiares.

**Cuadro 2.11. Modelo 2: *fixed effect***

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	799	
Group variable: i		Number of groups	=	87	
R-sq:		Obs per group:			
within	= 0.0004	min	=	1	
between	= 0.0009	avg	=	9.2	
overall	= 0.0000	max	=	13	
corr(u_i, Xb) = -0.1472		F(3,709)	=	0.09	
		Prob > F	=	0.9670	
ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Familiares	0 (omitted)				
PartMayor	-14.78498	34.70294	-0.43	0.670	-82.91779 53.34783
VarPBI	-10.68707	55.76092	-0.19	0.848	-120.1634 98.78922
Inflación	31.62408	153.4081	0.21	0.837	-269.5643 332.8125
_cons	1148.532	2445.611	0.47	0.639	-3652.974 5950.037
sigma_u	2987.9462				
sigma_e	9925.0295				
rho	.08310051	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(86, 709) = 0.89				Prob > F = 0.7485	

Elaboración propia.

**Modelo 2: *random effect***

En el cuadro 2.12 se visualizan los resultados de la regresión panel *random effect*. En su primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la prueba chi cuadrado valores superiores a 1, con lo que se desecha la hipótesis nula.

**Cuadro 2.12. Modelo 2: *random effect***

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	799	
Group variable: i		Number of groups	=	87	
R-sq:		Obs per group:			
within	= 0.0000	min	=	1	
between	= 0.0179	avg	=	9.2	
overall	= 0.0022	max	=	13	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2(4)	=	1.71	
		Prob > chi2	=	0.7882	
ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Familiares	906.7303	699.9716	1.30	0.195	-465.1889 2278.65
PartMayor	-.416385	12.24438	-0.03	0.973	-24.41492 23.58215
VarPBI	2.13019	52.26282	0.04	0.967	-100.303 104.5634
Inflación	21.7432	148.1149	0.15	0.883	-268.5566 312.043
_cons	-230.5208	1212.924	-0.19	0.849	-2607.808 2146.767
sigma_u	0				
sigma_e	9925.0295				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

Elaboración propia.

**Modelo 2: test de Haussman**

En el cuadro 2.13 se visualiza el test de Haussman para el modelo en cuestión, el cual determina si se toma el modelo panel *fixed effect* o el *random effect*. Como se puede apreciar, en este caso se debe tomar el *fixed effect*, debido a que tiene mayor probabilidad en consistencia y explicaría mejor el modelo.

**Cuadro 2.13. Modelo 2: test de Haussman**

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
PartMayor	-14.78498	-.416385	-14.3686	32.47105
VarPBI	-10.68707	2.13019	-12.81726	19.4391
Inflación	31.62408	21.7432	9.880875	39.95013

```

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

      chi2(3) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
              =      0.70
      Prob>chi2 =      0.8732
    
```

Elaboración propia.

**Modelo 2: resultados del modelo panel *fixed effect***

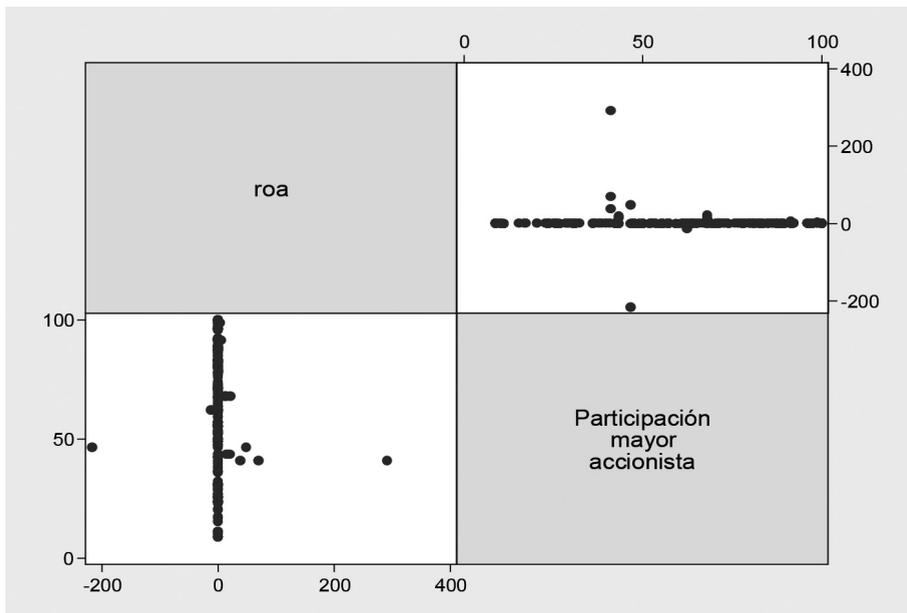
Al separar las empresas por sector, el modelo planteado calculó los resultados que se muestran en el cuadro 2.14.

Como se puede apreciar en el modelo, en todos los casos los resultados de las pruebas se encuentran muy por encima de los valores mínimos, lo que indica la validez del modelo. Asimismo, se encuentra que en las empresas extractivas y en las industriales existe una correlación entre mayor participación y mejores resultados. También se muestran gráficamente las correlaciones, en la figura 2.2.

**Cuadro 2.14. Resultados de modelo de regresión 2 a nivel general y en diferentes sectores**

ROA	Parámetros	General	Agrícola	Extractivas	Industriales
$\alpha$	Cons	2.47***	7.50***	-0.51***	0.20*
c	Familiar	0	0	0	0
X	PartMayor	-2.96**	-3.42**	3.69*	2.24*
	VarPBI	6.51**	2.08*	4.78	0.14*
	Ifflación	9.20**	1.8***	2.26*	4.56*
Prueba F	Prob> F	0.9658	0.7667	0.8924	0.7564
R-sq	Within	0.0008	0.0006	0.012	0.002
	Between	0.0010	0.0024	0.041	0.067
	Overall	0.0000	0.0001	0.038	0.001

Nota: La prueba t de los estimadores son calificados de *P-value*, como:  
 \* equivale a  $p < 0.1$ ; \*\* equivale a  $0.1 < p < 0.2$ ; \*\*\* equivale a  $p > 0.2$ .  
 Elaboración propia.



**Figura 2.2. Correlación entre el ROA y el porcentaje de participación**  
 Elaboración propia.

## Conclusiones del modelo 2

A partir de los resultados, se puede concluir que en las empresas del presente estudio existe una relación entre el grado de participación de las familias en el accionariado y las utilidades obtenidas. Con esto se evidencia que en las empresas peruanas el nivel de concentración de la propiedad en ciertos sectores es prescindible a los niveles de retorno, lo cual puede deberse a que los porcentajes de participación se encuentran muy elevados, y los resultados son indistintos de esto. Otra de las causas puede atribuirse a las crisis de metales que han experimentado las empresas extractivas en los últimos años, lo cual genera disminución en el ROA, pero no en los grados de participación.

### 5.3. Modelo 3

Este modelo panel de dos variables trata de relacionar la variable porcentaje de accionariado en las empresas familiares con la variable deuda/capital para buscar una correlación entre el grado de participación familiar y el desempeño financiero de la empresa. Con este objetivo se define la siguiente ecuación, siendo la variable de regresión el porcentaje del mayor accionista dentro de las empresas familiares:

$$Deb\_equity_{it} = CONSTANTE_t + c_t FAMILIAR + d_t \%accionariado + \%PBI + \%Inf + +\varepsilon_{it}$$

A continuación, se realizará la comprobación del modelo mediante el uso del test de Hausman. Para esto se realizará la regresión del modelo usando la herramienta Stata, como *fixed effect* y *random effect* para corroborar cuál se utilizará después.

#### Modelo 3: *fixed effect*

En el cuadro 2.15 se visualizan los resultados de la regresión panel *fixed effect*. En su primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la prueba F valores superiores a 0.05, con lo que se desecha la hipótesis nula. Se puede apreciar que no existe correlación a nivel general entre la relación deuda/capital y el indicador de Familiares.

**Cuadro 2.15. Modelo 3: *fixed effect***

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	406
Group variable: i		Number of groups	=	46
R-sq:		Obs per group:		
within	= 0.0317	min	=	1
between	= 0.0197	avg	=	8.8
overall	= 0.0268	max	=	13
corr(u_i, Xb) = -0.1605		F(3,357)	=	3.89
		Prob > F	=	0.0093

Deb_Asset	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Familiares	0 (omitted)				
PartMayor	-.5499436	.1799387	-3.06	0.002	-.9038166 - .1960706
VarPBI	.3900689	.3253544	1.20	0.231	-.2497832 1.029921
Inflación	-1.339466	.8831735	-1.52	0.130	-3.076343 .3974103
_cons	77.18944	12.73368	6.06	0.000	52.14699 102.2319
sigma_u	34.599543				
sigma_e	39.637803				
rho	.43244423	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(45, 357) = 7.01		Prob > F = 0.0000		
--	--	-------------------	--	--

Elaboración propia.

**Modelo 3: *random effect***

En el cuadro 2.16 se visualizan los resultados la regresión panel *random effect*. En su primer resultado se corrobora la validez del modelo al tener la prueba chi cuadrado valores superiores a 0.0, con lo que se desecha la hipótesis nula. Sin embargo, la prueba anova es muy pequeña, por tanto, no explicaría el modelo. Asimismo, se puede apreciar que no existe correlación a nivel general entre la relación deuda/capital y el indicador de Familiares.

**Cuadro 2.16. Modelo 3: *random effect***

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	406
Group variable: i		Number of groups	=	46
R-sq:		Obs per group:		
within	= 0.0312	min	=	1
between	= 0.0202	avg	=	8.8
overall	= 0.0281	max	=	13
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2(3)	=	11.44
		Prob > chi2	=	0.0096

Deb_Asset	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Familiares	0 (omitted)				
PartMayor	-.4236598	.1410876	-3.00	0.003	-.7001864 - .1471332
VarPBI	.410902	.3235278	1.27	0.204	-.2232008 1.045005
Inflación	-1.336066	.8743358	-1.53	0.126	-3.049732 .377601
_cons	65.14772	11.37524	5.73	0.000	42.85266 87.44278
sigma_u	29.207878				
sigma_e	39.637803				
rho	.35190189	(fraction of variance due to u_i)			

Elaboración propia.

### Modelo 3: test de Hausman

En el cuadro 2.17 se visualiza el test de Hausman para el modelo en cuestión, el cual determina si se toma el modelo panel *fixed effect* o el *random effect*. Como se puede apreciar, en este caso se debe tomar el *fixed effect*, porque tiene mayor probabilidad en consistencia y explicaría mejor el modelo.

Cuadro 2.17. Modelo 3: test de Hausman

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
PartMayor	-.5499436	-.4236598	-.1262838	.1116791
VarPBI	.3900689	.410902	-.0208332	.0344271
Inflación	-1.339466	-1.336066	-.0034006	.1246289

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$chi2(3) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$   
 = 3.36  
 Prob>chi2 = 0.3396

Elaboración propia.

### Resultados del modelo 3

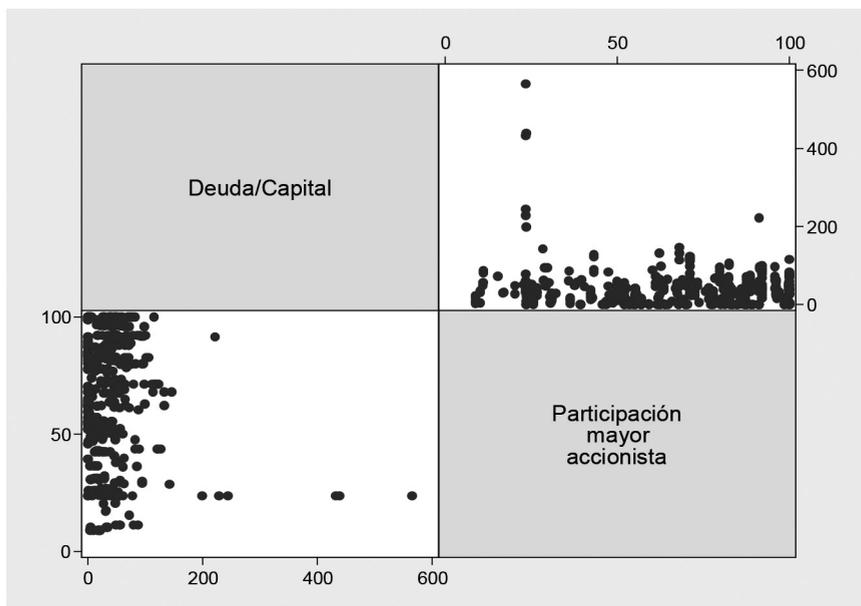
En el cuadro 2.18 se muestran los resultados, separados por sectores y a nivel general, que el modelo planteado calculó.

Como se puede apreciar en el modelo, solo en el caso de las empresas extractivas se muestran resultados de la prueba *p-value* por debajo de los valores, lo que indica que la prueba es válida para las empresas de este sector. Asimismo, se validaron los valores *p-value*, los que se encuentran por debajo del 5%. En cuanto a la correlación, se puede observar que existe un efecto significativo en las empresas mineras, lo cual indica que a mayor grado de participación, la deuda es menor. En la figura 2.3 se muestran gráficamente las correlaciones.

**Cuadro 2.18. Resultados de modelo de regresión 3 a nivel general y en diferentes sectores**

Deb_equity	Parámetros	General	Agrícola	Extractivas	Industriales
$\alpha$	Cons	0.57**	1.24***	0.63*	0.20**
c	Familiar	0	0	0	0
X	PartMayor	-0.89**	-3.42**	3.69*	2.24*
	VarPBI	6.51*	2.08*	4.78	0.14*
	Iflflación	9.20**	1.8***	2.26*	4.56*
Prueba F	Prob> F	0.6741	0.5167	0.6812	0.7645
R-sq	Within	0.014	0.010	0.062	0.032
	Between	0.012	0.010	0.056	0.084
	Overall	0.006	0.04	0.078	0.010

Nota: La prueba t de los estimadores son calificados de P-value, como:  
 \* equivale a  $p < 0.05$ ; \*\* equivale a  $0.05 < p < 0.2$ ; \*\*\* equivale a  $p > 0.2$ .  
 Elaboración propia.



**Figura 2.3. Correlación entre la relación deudal/capital y el porcentaje de participación**  
 Elaboración propia.

### **Conclusiones del modelo 3**

Se puede concluir que en las empresas extractivas e industriales hay una relación positiva de este efecto, y que este correlaciona con la participación, lo cual puede deberse a una mejor cultura financiera, producto de los elevados niveles de capital e inversiones que tienen que administrar y a la presión de los inversionistas. Esto no sucede en los otros sectores. En el sector agrícola, uno de los motivos podría ser la variación constante en el grado de participación que tienen las familias versus los altos grados de apalancamiento que siempre mantienen. Podría ser también que los niveles de participación permanecen variables, pero sus niveles de apalancamiento son muy volátiles en el tiempo por la falta de conocimiento financiero.

## Conclusiones

---

Las conclusiones de la presente investigación se han dividido en dos partes. Las cuatro primeras responden a la revisión de la literatura, mientras las otras cuatro son resultado de los análisis de regresión realizados.

1. El dilema de la definición de empresa familiar está todavía sujeto a amplio debate; por tanto, la falta de una definición generalmente reconocida y de modelos de interpretativos de lo que es una empresa familiar impone una cautela al hacer diferenciaciones entre empresas familiares y no familiares. Sin embargo, en esta investigación se concluye que las empresas familiares son aquellas en las cuales por lo menos una persona de la familia o el fundador ejerce el control de la empresa y, además, está a cargo de su administración estratégica. Asimismo, en esta empresa debe haber una voluntad de continuidad en los herederos y en que estos participen en la administración del negocio.
2. Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, el hecho de ser familiares contribuye a que las empresas obtengan una mayor rentabilidad, porque no se generan conflictos de intereses debido a que el principal y el agente son la misma persona; por tanto, los intereses están alineados, con lo cual se generan menos costos de agencia.
3. El desempeño en las empresas familiares está condicionado por diversos factores del entorno interno y externo, y es importante que

la dualidad familia-empresa se conjugue positivamente para obtener mayores rendimientos. La rentabilidad será superior en las empresas familiares cuando la gobernabilidad esté en manos de un CEO familiar con alto nivel de formación gerencial; y la mayor concentración de la propiedad implica una mejor gobernabilidad, pues se busca evitar conflictos de intereses entre los propietarios.

4. Con respecto a la estructura de capital, el CEO familiar obtiene financiamiento de capital siempre pensando más en no perder el control de la deuda que en buscar la máxima rentabilidad del accionista; por tanto, una condición que se repite en la empresa familiares es tener bajo nivel de apalancamiento, y deudas a largo plazo en cuantías menores. En aplicación de la teoría de la jerarquía de preferencias (*pecking order*), se puede decir que las empresas familiares siguen un orden de preferencias para elegir sus fuentes de financiamiento: preferirán el uso de financiamiento interno antes que el externo y usarán como último recurso la ampliación de capital.
5. Si bien al analizar la información del modelo se encuentra efectos no observables correlacionados con las variables regresoras, la estimación por efectos no es posible, ya que existe una variable indicativa que sería omitida al momento de estimar por efectos fijos. Como alternativa a esto, se decidió emplear el método panel entre grupos o *between*, que analiza la variabilidad entre unidades de sección cruzada y, por tanto, usa las medias de los datos temporales de cada unidad empresarial por tipo de gestión, es decir: de accionariado difundido o de gestión familiar.
6. Los cálculos de regresión demostraron que el desempeño de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima no guarda relación con el hecho de que sean familiares o no sean familiares; incluso la distinción por sector no indica un resultado favorable o desfavorable. Estos resultados pueden deberse a diversos factores: la poca cantidad de empresas que cotizan en la Bolsa como consecuencia de los costos elevados de operar en ella; la poca confianza que se tiene en esta entidad de generar mayores beneficios a la empresa familiar; el hecho teórico de aversión al riesgo de capital externo y a la asimetría de información ante entidades fiscalizado-

ras. Por lo pronto, se puede decir que el hecho de que un CEO financiero no sea parte de la familia no afectaría los resultados de desempeño de la empresa.

7. Los resultados del modelamiento demostraron que las hipótesis planteadas no han sido comprobadas en su totalidad. Esto puede ser resultado de la gran cantidad de empresas familiares extractivas que operan en la BVL en comparación con empresas de otros sectores, o consecuencia de que las empresas familiares son dirigidas por un equipo *family office* para la toma de decisiones. Se recomienda realizar el análisis en un momento en el cual operen más de 900 empresas peruanas en la Bolsa de Valores de Lima, pues en estudios previos se utilizaron muestras superiores a 250 empresas.
8. Otra conclusión rescatable es que los resultados estadísticos del estudio muestran que la media y la mediana son superiores en el caso del capital e inferiores en el caso de la deuda. Si bien, como ya se mencionó, no existe una correlación, por lo pronto se puede tomar como estudio inicial positivo este resultado; el cual da luces sobre asumir de que, respecto al rendimiento y la estructura de capital, no existen diferencias sustanciales entre las empresas familiares y las no familiares que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

## Bibliografía

---

- Allen, M. P. & Panian, S. K. (1982). Power, performance and succession in the large corporation. *Administrative Science Quarterly*, 27(4), 538-547. <https://doi.org/10.2307/2392529>
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J. & Kurashina, T. (2008). The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315-329.
- Amat, J. M. (2002). *El reto de la profesionalización en la empresa familiar*. Comunicación presentada en el 10.º Congreso de AECA, septiembre, Setúbal-Portugal.
- Anderson, R., Duru, A. & Reeb, D. (2009). Founders, heirs and corporate opacity in the U.S. *Journal of Financial Economics*, 92, 205-222.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237. <https://www.jstor.org/stable/4131472>
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68 (2), pp. 263-285.

- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (junio, 2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://www.jstor.org/stable/3094581>
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445. [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929-1199\(08\)00056-4](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929-1199(08)00056-4)
- Barry, C. B., Mann, S. C., Mihov, V. T. & Rodríguez, M. (2008). Corporate debt issuance and the historical level of interest rates. *Financial Management*, 37(3), 413-430. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00019.x>
- Blanco, V., De Quevedo Puente, E. & Delgado, J. B. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141), 57-73.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & Company.
- Berlingeri, H. O. (2005). ¿Trade off o pecking order? Una investigación sobre las decisiones de financiamiento. *Poliantea*, 2(3), 119-139. <https://journal.poli-gran.edu.co/index.php/poliantea/article/view/349>
- Bertrand, M., Mehta, P. & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), p. 121-148.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf-plus/10.1257/jep.20.2.73>
- Casillas, J., Díaz, C. & Vásquez, A. (2005). *La gestión de la empresa familiar*. Madrid: Thomson.
- Cavanagh Cantopher, J. D. K. (2011). *Perú: The top 10,000 companies 2011*. Lima: Perú Top Publications.
- Chami, R. (2001). *What's different about family businesses?* International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/What-is-Different-About-Family-Businesses-4095>

- Chandler Jr., A. D. (marzo-abril, 1990). The enduring logic of industrial success. *Harvard Business Review*, 68, 130-140. [https://www.academia.edu/31267336/Chandler\\_A\\_D\\_1990\\_The\\_enduring\\_logic\\_of\\_industrial\\_success](https://www.academia.edu/31267336/Chandler_A_D_1990_The_enduring_logic_of_industrial_success)
- Chrisman J. J., Chua J. & Litz R. (2003). A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 467-472.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 28(4), 335-354. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2004.00049.x>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Coleman, S. & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the National Survey of Small Business Finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-84. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00073.x>
- Correa Domènech, M. (2007). *Estructura de capital de empresa: teorías explicativas y estudio empírico internacional aplicado a grandes empresas* (tesis de doctorado). Universitat Ramon Llull, Barcelona, España. <http://hdl.handle.net/10803/9314>
- Craig, J. B., Dibrell, C. & Garrett, R. (2014). Examining relationships among family influence, family culture, flexible planning systems, innovativeness and firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 229-238. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.09.002>
- Cromie, S., Stephenson, B. & Montieth, D. (1995). The management of family firms: An empirical investigation. *International Small Business Journal*. 13, 11-34.
- Cromie, S., Dunn, B., Sproull, A. & Chalmers, D. (2001). Small firms with a family focus in the Scottish Highlands and Islands. *The Irish Journal of Management*, 22(2), 45-66.

- Cronqvist, H. & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719. [https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:38:y:2003:i:04:p:695-719\\_00](https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:38:y:2003:i:04:p:695-719_00)
- Daily C. M. & Dollinger M. J. (1991, Summer-Fall,). Family firms are different. *Review of Business*, 13(1-2), 3-6.
- Daily, C. M. & Dollinger, M. J. (1992, junio). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117-137. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1992.00117.x>
- Daily, C. M. & Dollinger, M. J. (1993, abril). Alternative methodologies for indentifying family versus nonfamily-managed businesses. *Journal of Small Business Management*, 31(2), 79-90.
- Davis, J. A. & Tagiuri, R. (1989). The influence of life-stage on father-son work relationship in family companies. *Family Business Review*, 2(1), 47-74.
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G. & Cassia, L. (2013). Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 166-175. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.05.001>
- De Massis, A, Kotlar, J., Campopiano, G. & Cassia, L. (2015). The impact of family involvement on SMEs' performance: Theory and evidence. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 924-948.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177. <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233. <https://ssrn.com/abstract=266101> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.266101>
- Dess, G. C. & Davis, P. S. (1984). Porter's (1980) Generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 27(3), 467,488. <https://doi.org/10.5465/256040>

- Durand, R. & Vargas, V. (2003). Ownership, organization, and private firms' efficient use of resources. *Strategic Management Journal*, 24, 67-675.
- Duréndez Gómez-Guillamón, A. & García Pérez de Lema, D. (2005). Diferencias económico-financieras entre las empresas familiares y las no familiares. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2, 241-265. [https://accid.org/wp-content/uploads/2018/09/analisis\\_castellano\\_241-265.pdf](https://accid.org/wp-content/uploads/2018/09/analisis_castellano_241-265.pdf)
- El Economista América (27 de noviembre de 2014). *BID: Existen 660 mil empresas familiares en el Perú*. *El Economista América* <https://www.economistaamerica.pe/empresas-eAm-peru/noticias/6282322/11/14/-BID-Existen-660-mil-empresas-familiares-en-el-Peru.html>
- Faccio, M. & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fernández Ramos, M. Y. & Rojas Conde, M. del C. (2004). *Contrastación de la teoría del pecking order: el caso de las empresas españolas* (Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas, Documentos de Trabajo 08/04, Universidad de Salamanca). <http://hdl.handle.net/10366/75253>
- Fernández, N. & Bringmann, E. (2007). El impacto de la cultura organizacional y del liderazgo en las empresas familiares. En J. C. Ayala Calvo (coord.), *Cocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro* (3428-3444). España: Universidad de La Rioja.
- Galve Gorriz, C. & Salas Fumas, V. (1993, mayo). Propiedad y resultados de la gran empresa española. *Investigaciones económicas*, 17(2), 207-238. <https://www.fundacionsepi.es/investigacion/revistas/paperArchive/May1993/v17i2a1.pdf>
- Gallo, M. A., Cappuyns, K. & Estapé, M. J. (1995). *La continuidad de las empresas familiares* (Documento de Investigación 290). Barcelona: IESE, Universidad de Navarra.
- Gallo, M. A., Tápies, J. & Cappuyns, K. (2000). Comparación entre empresas familiares y no familiares: lógicas financieras y preferencias personales. (Documento de Investigación 406). Barcelona: IESE, Universidad de Navarra.

- Gallo, M. A., Tapies, J. & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and non family business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review* 17(4), 303-318.
- Gallo, M. A. & Vilaseca, A. (1998). A financial perspective on structure, conduct, and performance in the family firm: An empirical study. *Family Business Review*, 11, (1), 35-47. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1998.00035.x>
- García, O. (2009). *Administración financiera: fundamentos y aplicaciones* (4.<sup>a</sup> ed.). Cali: Prensa Moderna Impresores.
- García-Ramos, R. & García Olalla, M. (2011). The structure of the board of directors in family versus non-family firms: Empirical evidence in Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(149), 35-64.
- Gertler, M. L. & Hubbard, R. G. (1988). *Financial factors in business fluctuations*. (NBER Working Paper n.º 2758). National Bureau of Economic Research, Inc. <http://www.nber.org/papers/w2758.pdf>
- Ginebra, J. (1997). *Las empresas familiares: su dirección y su continuidad*. México: Panorama Editorial.
- Goffee, R. (1996). Understanding family businesses: issues for further research. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 2(1), 36-48.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M. & Makri, M. (2003, abril). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237. <https://doi.org/10.5465/30040616>
- Gomez-Mejia, L. R., Nuñez-Nickel, M. & Gutierrez, I. (2001, febrero). The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95. <https://doi.org/10.2307/3069338>
- González Ferrero, M., Guzmán Vásquez, A., Pombo Bejarano, C. & Trujillo Dávila, M. A. (2010). Empresas familiares: revisión de la literatura desde una perspectiva de agencia. *Cuadernos de Administración*, 23(40). <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cao23-40.efrl>

- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980, primavera). Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics* 11(1), 42-64. <http://www.cba.uri.edu/lin/seminar/Grossman%20and%20Hart%201980.pdf>
- Harvey, S. J. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Heugens, P. P. M. A. R., van Essen, M. & van Oosterhout, J. (2009). Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3), 481-512. <https://doi.org/10.1007/s10490-008-9109-0>
- Hosmalin, G. (1966). Rentabilidad de las inversiones. España: Editions Génin. Librairie de Médicis.
- Hufft, E. M. (1999). Growth of family businesses and small firms. En S. Kuntel (ed.), San Diego. *Proceedings of the 1999 Conference of the United States Association for Small Business and Entrepreneurship (USASBE)*. <http://www.usasbe.org/conferences/1999/99%20papers/hufft.pdf>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen\\_76.pdf](https://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf)
- Kotey, B. & Meredith, G. G. (1997). Relationships among owner/manager personal values, business strategies, and enterprise performance. *Journal of Small Business Management* 35, 37-64.
- Kowalewski, O., Talavera, O. & Stetsyuk, I. (2010). Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. *Family Business Review*, 23(1), 45-59. <https://doi.org/10.1177/0894486509355803>
- La Porta, R., Lopez-De Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lansberg, I. (1999). *Succeeding generations: Realizing the dream of families in business*. Boston, MA: Harvard Business School.

- Leach, P., Kenway-Smith, W., Hart, A., Morris, T., Ainsworth, J., Beterlsen, E., Iraqi, S. & Pasari, V. (1990). *Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey in conjunction with London Business School*. London: Stoy Hayward.
- Lindow, C. M. & Stubner, S. & Wulf, T. (2010). Strategic fit within family firms: The role of family influence and the effect on performance. *Journal of Family Business Strategy*, 1(3), 167-178. 10.1016/j.jfbs.2010.08.004. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2010.08.004>.
- Litz, R. A. (1997). The family firm's exclusion from business school research: explaining the void; addressing the opportunity. *Entrepreneurship Theory and Practice* 21(3), 55-71.
- Magnussen, T. & Sundelius, M. B. (2011). *Do family firms grow differently than non-family firms?* (tesis de maestría). BI Norwegian School of Management. Noruega. [https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/msc-theses/ccgr\\_msc\\_022.pdf](https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/msc-theses/ccgr_msc_022.pdf)
- Mahéroul, L. (2004). Is there any specific equity route for small and medium-sized family businesses? The French experience. *Family Business Review*, 17(3), 221-235. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00015.x>
- 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>
- Martínez Echezárraga, J. (2004). Desafíos y oportunidades para la empresa familiar (diapositivas en PowerPoint). ESE, Escuela de Negocios, Universidad de los Andes. [https://www.academia.edu/6414626/Jon\\_Mart%C3%ADnez\\_ESE\\_Desaf%C3%ADos\\_y\\_Oportunidades\\_para\\_la\\_Desaf%C3%ADos\\_y\\_Oportunidades\\_para\\_la\\_Empresa\\_Familiar\\_Empresa\\_Familiar?auto=download](https://www.academia.edu/6414626/Jon_Mart%C3%ADnez_ESE_Desaf%C3%ADos_y_Oportunidades_para_la_Desaf%C3%ADos_y_Oportunidades_para_la_Empresa_Familiar_Empresa_Familiar?auto=download)
- Mascareñas, J. (2007). Contratos financieros principal-agente. *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. <https://ssrn.com/abstract=2314564>

- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H. & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(99\)80142-6](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(99)80142-6)
- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, G. & Mishra, C. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7(1), 1-19. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(99\)80142-6](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(99)80142-6)
- Michaelas, N. F., Chittenden, F & Poutziouris, P. (1998). A model of capital structure decision making in small firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5(3), 246-260. <https://doi.org/10.1108/EUM00000000006786>
- Miller, D., Le Breton-Miller, I, Lester, R. H. & Cannella, A. A. (2007). ¿Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>
- Mishra, C. S. & McConaughy, D. L. (1999, Summer). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 53-64. <https://doi.org/10.1177/104225879902300404>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48(3), 261-297. [https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra\\_-\\_the\\_cost\\_of\\_capital\\_corporation\\_finance.pdf](https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf)
- Molina Parra, P. A., Botero, S. & Montoya, L. A. (2017). Estudios de rendimiento en las empresas de familia: una nueva Perspectiva. *Estudios Gerenciales*, 33(142), 77-86. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2016.10.009>
- Mondragón-Hernández, S. A. (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. <http://www.scielo.org.co/pdf/cuco/v12n30/v12n30a07.pdf>

- Monreal Martínez, Juan; Calvo-Flores Segura, A.; García Pérez de Lema, D; Meroño Cerdán, A. L.; Ortiz García, P. & Sabater Sánchez, R. (2002). *La empresa familiar: realidad económica y cultura empresarial*. Madrid: Civitas.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K. & Wiklund, J. (2007, marzo). Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms. *Family Business Review*, 20(1), 33-47.
- O'Boyle Jr. E. H., Pollack, J. M. & Rutherford, M. W. (2012). Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.09.002>
- Ortega de la Poza, R. (2009). *Factores determinantes de la estructura financiera: un análisis comparativo de empresas cotizadas en la Unión Europea*. Madrid: ESIC Editorial.
- Peng, M. W. & Jiang, Y. (2006). *Family ownership and control in large firms: The good, the bad, the irrelevant??? and why* (William Davidson Institute Working Paper Series 840). Ann Arbor, Michigan: William Davidson Institute & University of Michigan.
- Peng, M. W. & Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 253-273.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *The American Economic Review* 96(5), 1559-1588. <https://doi.org/10.1257/aer.96.5.1559>
- Poutziouris, P. Z. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291.
- Randoya, T. & Goel, S. (2003, septiembre). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619-637.

- Reynolds, P. D. (1995). *Family firms in the startup process: Preliminary explorations*. Paper-Annual Meeting of the International Family Business Program Association, Nashville, Tennessee.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A. & Smyrnios, 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)
- Rosenblatt, P. C., De Mik, L., Anderson, R. M. & Johnson, P. A. (1985). *The family in business*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Ross, S. A. (1973, mayo). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2009). *Finanzas corporativas*. (8.ª ed.). México D. F.: McGraw-Hill/Interamericana Editores.
- Rutherford, M., Kuratko, D. & Holt, D. (2008). Examining the link between "familiness" and performance: Can the F-PEC untangle the family business theory jungle? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1089-1109.
- Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S. & Cabeza-García, L. (2011, marzo). Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: further evidence (March 2011). Family Firm Institute, *Family Business Review*, 24(1).
- Schulze, W. S., Lubatkin, M., Dino, R. N. & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116. <https://doi.org/10.1287/orsc.12.2.99.10114>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003, julio). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.
- Sciascia, S. & Mazzola, P. (2008, diciembre). Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, 21(4), 331-345.
- Scott, J. (1980). Corporate finance and market structure. En R. Caves, M. Porter, M. Spence & J. Scott, *Competition in the open Economy* (325-359). Cambridge, MA: Harvard University Press.

- Shanker, M. C. & Astrachan, J. H. (1996). Myths and realities: Family businesses' contribution to US economy. A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107-123. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1996.00107.x>
- Smyrniotis, K., Tanewsky, G. & Romano, C. (1998). Development of a measure of the characteristics of family business, *Family Business review*, 11(1), 49-60. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1998.00049.x>
- Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., Francis, J. & Avolio Alecchi, B. (2012). *Contabilidad financiera, una introducción a conceptos, métodos y usos*. Argentina: Cengage Learning.
- Stiglitz, J. E. (1985). Variants of agency contrasts in family financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities. *Journal of Business Venturing*, 18, 597-618.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Tomczyk, D., Lee, J. & Winslow, E. (2013, enero). Entrepreneurs' personal values, compensation, and high growth firm performance. *Journal of Small Business Management*, 51 (1), 66-82.
- Treviño-Rodríguez, R. (2010). *Empresas familiares: estructura, gestión, crecimiento y continuidad*. Naucalpan de Juárez: Pearson Educación de México.
- Uhlaner, L. M. (2002, septiembre). *The use of the Guttman scale in development of a family business index*. Documento presentado al Research Forum Proceeding of 13th Annual World Conference of Family Business Network, Helsinki, Finlandia.
- Van Auken, H., Kaufmann, J. & Herrmann, P. (2009, enero). An empirical analysis of the relationship between capital acquisition and bankruptcy laws. *Journal of Small Business Management*, 47(1), 23-37.
- Villalonga, B. & Amit, R. (2005). *Kohler Co. (A)*. (Harvard Business School Case 205-034). Boston, MA: Harvard Business School Publishing.
- Villalonga, B. & Amit, R. (2006a). *Benefits and costs of control-enhancing mechanisms in U.S. family firms*. Working Paper Harvard Business School.

- Villalonga, B. & Amit, R. (2006b). How do family ownership, management, and control affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Villalonga, B. & Amit, R. (2009). How Are U.S. Family Firms Controlled? *The Review of Financial Studies* 22(8), 3047-3091.
- Villalonga, B. & Amit, R. (2010, otoño). Family control of firms and industries. *Financial Management* 39(3), 863-904.
- Wagner, D., Block, J. H., Miller, D., Schwens, C. & Xi, G. (2014). *A meta-analysis about the financial performance of family firms: another try*. Shanghai University of Finance and Economics, College of Business.
- Wang, Y., Watkins, D., Harris, N. & Spicer, K. (2004). *The relationship between succession issues and business performance*. University of Illinois at Urbana & Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- Ward, J. L. (2001). Tensión y fracaso empresarial: elementos para un enfoque estratégico. *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar*, (26), 38-41.
- Westhead, P. & Cowling, M. (1997). Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 3(1), 30-52. <https://doi.org/10.1108/13552559710170892>
- Westhead, P. & Cowling, M. (1998). Family firm research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(1), 31-57. <https://doi.org/10.1177/104225879802300102>
- Wong Cam, D. (2010). *Empresas familiares: camino de exportación competitiva en mercados emergentes*. Lima: Universidad del Pacifico. <https://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/1012>
- Young M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

## **Anexos**

---

- 1. Empresas tomadas como muestra**
- 2. Resultados del modelo 1**
- 3. Resultados del modelo 2**
- 4. Resultados del modelo 3**

## Anexo 1

---

### Empresas tomadas como muestra

#### Empresas agrarias utilizadas en el modelo

Empresa	Tipo de empresa
Agro Industrial Paramonga SAA	Familiar
Empresa Agraria Azucarera Andahuasi SAA	Familiar
Empresa Agrícola San Juan SA	Familiar
Empresa Agrícola La Unión SA	No Familiar
Cartavio SAA	Familiar
Casa Grande SAA	Familiar
Empresa Agroindustrial Cayalti SAA	Familiar
Empresa Agraria Chiquitoy SA	No Familiar
United Cacao Limited Sezc	No Familiar
Central Azucarera Chucarapi-Pampa Blanca SA	No Familiar
Sociedad Agrícola Fanupe Vichayal SA	No Familiar
Empresa Agrícola Ganadera Salamanca SAA	No Familiar

**Empresas extractivas utilizadas en el modelo**

Empresa	Tipo de empresa
Alturas Minerals Corp	No Familiar
Armor Minerals Inc.	No Familiar
Candente Copper Corp.	No Familiar
Castrovirreyna Compañía Minera SA	No Familiar
Compañía de Minas Buenaventura SAA	No Familiar
Compañía Minera Atacocha	No Familiar
Compañía Minera Milpo	No Familiar
Compañía Minera San Ignacio de Morococha SAA	Familiar
Compañía Minera Santa Luisa	No Familiar
Compañía Minera Raura SA	Familiar
Compañía Minera Poderosa	Familiar
Corporación e Gestión Minera SA	No Familiar
Duran Ventures Inc.	No Familiar
Fosfatos del Pacífico SA	Familiar
Karmin Exploration Inc	No Familiar
Mármoles y Granitos SA	Familiar
Minsur SA	Familiar
Panoro Minerals Ltd	No Familiar
Perubar SA	Familiar
Ppx Mining Corp	No Familiar
Regulus Resources Inc.	No Familiar
Shougang Hierro Perú SAA	No Familiar
Sierra Metals Inc	No Familiar
Sociedad Minera El Brocal SAA	No Familiar
Sociedad Minero Cerro Verde SAA	No Familiar
Sociedad Minero Corona SA	No Familiar
Souther Peru Copper Corporation	No Familiar
Southern Copper Corporation	No Familiar
Trevali Mining Corporation	No Familiar
Volcán Compañía Minera	Familiar

**Empresas industriales utilizadas en el modelo**

Empresa	Tipo de empresa
Agro Industrias San Jacinto	Familiar
Empresa Agroindustrial Laredo SA	Familiar
Empresa Agroindustrial Pomalca SAA	Familiar
Empresa Agroindustrial Tumán	Familiar
Lima Gas SA	Familiar
Alicorp SAA	Familiar
Austral Group SAA	No Familiar
Cementos Pacasmayo SAA	Familiar
Cervecería San Juan SA	No Familiar
Compañía Universal Textil SA	Familiar
Corporación Aceros Arequipa SA	Familiar
Corporación Cerámica SA	Familiar
Corporación Lindley SA	No Familiar
Creditex SAA	Familiar
Empresa Editora El Comercio SA (ahora Vigenta Inversiones SA)	Familiar
Empresa Siderúrgica del Perú SAA (Siderperú)	No Familiar
Exsa SA	Familiar
Fábrica Nacional de Acumuladores ETNA SA	Familiar
Fabrica Peruana Eternit SA	No Familiar
Gloria SA	Familiar
Hidrostal SA	No Familiar
Indeco SA	No Familiar
Industria Textil Piura SA	No Familiar
Industrias del Envase SA	No Familiar
Intradevco Industrial SA	No Familiar
Laive SA	No Familiar
Lima Caucho SA	No Familiar
Manufactura de Metales y Aluminio Record SA	Familiar
Metalúrgica Peruana SA	No Familiar
Michell y Cía. SA	Familiar
Motores Diésel Andinos SA	No Familiar
Pesquera Exalmar SAA	Familiar
Petróleos del Perú - Petroperú SA	No Familiar
Quimpac SA	No Familiar
Rayón Industrial SA (en liquidación)	No Familiar
Refinería La Pampilla SAA	No Familiar
Sociedad Industrial de Artículos de Metal SA. (SIAM)	Familiar

## Anexo 2

### Resultados del modelo 1

#### Empresas agrícolas

```

. xtreg roa familia2 lnassets deb_asset lnmarket_k lnequity, be

```

Between regression (regression on group means) Number of obs = 153  
Group variable: i Number of groups = 19

R-sq: within = 0.0473 Obs per group: min = 1  
between = 0.7313 avg = 8.1  
overall = 0.1448 max = 15

F(5,13) = 7.08  
sd(u\_i + avg(e\_i.))= .2176233 Prob > F = 0.0021

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
familia2	.0559661	.1180484	0.47	0.643	-.1990619	.3109942
lnassets	-.1441798	.027648	-5.21	0.000	-.2039097	-.08445
deb_asset	.008948	.0052705	1.70	0.113	-.0024383	.0203343
lnmarket_k	-.1570665	.0748416	-2.10	0.056	-.3187519	.0046188
lnequity	.3431982	.0915974	3.75	0.002	.1453141	.5410824
_cons	-.4675834	.2162125	-2.16	0.050	-.9346821	-.0004847

Elaboración propia.

### Empresas extractivas

```
. xtreg roa familia2 lnassets lnmarket_k deb_asset lnequity, be
```

Between regression (regression on group means) Number of obs = 197  
 Group variable: i Number of groups = 27

R-sq: within = 0.0037 Obs per group: min = 1  
 between = 0.4155 avg = 7.3  
 overall = 0.1722 max = 11

sd(u\_i + avg(e\_i.)) = 2.064621 F(5,21) = 2.99  
 Prob > F = 0.0344

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
familia2	.8765864	.9819834	0.89	0.382	-1.16556 2.918733
lnassets	-.6341506	1.424575	-0.45	0.661	-3.596717 2.328415
lnmarket_k	-.6405994	.6229205	-1.03	0.315	-1.936034 .6548348
deb_asset	.0989635	.0447343	2.21	0.038	.0059334 .1919937
lnequity	1.479082	1.389137	1.06	0.299	-1.409786 4.367949
_cons	-1.543373	1.190527	-1.30	0.209	-4.019209 .9324628

Elaboración propia.

### Empresas industriales

```
. xtreg roa familia2 lnassets lnmarket_k deb_asset lnequity, be
```

Between regression (regression on group means) Number of obs = 370  
 Group variable: i Number of groups = 49

R-sq: within = 0.1831 Obs per group: min = 1  
 between = 0.4754 avg = 7.6  
 overall = 0.4499 max = 15

sd(u\_i + avg(e\_i.)) = .1175164 F(5,43) = 7.79  
 Prob > F = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
familia2	.0004727	.044519	0.01	0.992	-.0893085 .0902538
lnassets	.1391538	.0572057	2.43	0.019	.0237876 .2545201
lnmarket_k	.1054958	.0212434	4.97	0.000	.0626544 .1483372
deb_asset	-.0004675	.0015246	-0.31	0.761	-.0035421 .0026071
lnequity	-.2489782	.0614606	-4.05	0.000	-.3729252 -.1250311
_cons	.1546215	.0550074	2.81	0.007	.0436886 .2655545

Elaboración propia.

## Empresas en general sin distinción por sector

. xtreg roa familia2 lnassets lnmarket_k deb_asset lnequity, be						
Between regression (regression on group means)			Number of obs	=	720	
Group variable: i			Number of groups	=	95	
R-sq: within	=	0.0028	Obs per group: min	=	1	
between	=	0.1096	avg	=	7.6	
overall	=	0.0343	max	=	15	
			F(5,89)	=	2.19	
sd(u_i + avg(e_i.))= 1.251577			Prob > F	=	0.0621	
roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
familia2	.2789396	.3062707	0.91	0.365	-.3296137	.887493
lnassets	-.1300837	.1103284	-1.18	0.242	-.3493039	.0891365
lnmarket_k	-.050596	.1510091	-0.34	0.738	-.350648	.2494559
deb_asset	.0269624	.0100411	2.69	0.009	.007011	.0469138
lnequity	.2212715	.1873032	1.18	0.241	-.150896	.5934391
_cons	-.680258	.3338335	-2.04	0.045	-1.343578	-.016938

Elaboración propia.

## Anexo 3

---

**Resultado del modelo 2**
**Empresas en general sin distinción por sector**

```

. xtreg roa participacion if familia2==1, vce(robust)

```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	466			
Group variable: i	Number of groups	=	53			
R-sq: within = 0.0002	Obs per group: min	=	1			
between = 0.0233	avg	=	8.8			
overall = 0.0012	max	=	17			
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(1)	=	0.99			
	Prob > chi2	=	0.3188			
(Std. Err. adjusted for 53 clusters in i)						
roa	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
participacion	-.0233919	.0234644	-1.00	0.319	-.0693813	.0225976
_cons	2.474856	2.106828	1.17	0.240	-1.654452	6.604164
sigma_u	0					
sigma_e	17.813661					
rho	0 (fraction of variance due to u_i)					

Elaboración propia.



## Empresas industriales

```
. xtreg roa participacion if familia2==1, vce(robust)
```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	263			
Group variable: i	Number of groups	=	33			
R-sq: within = 0.0061	Obs per group: min	=	1			
between = 0.0148	avg	=	8.0			
overall = 0.0127	max	=	14			
	Wald chi2(1)	=	0.39			
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.5330			
(Std. Err. adjusted for 33 clusters in i)						
roa	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
participacion	-.000419	.000672	-0.62	0.533	-.0017362	.0008982
_cons	.2009272	.0524888	3.83	0.000	.0980511	.3038033
sigma_u	.16128731					
sigma_e	.08548965					
rho	.78067151 (fraction of variance due to u_i)					

Elaboración propia.

## Anexo 4

---

**Resultado del modelo 3**
**Empresas en general sin distinción por sector**

```

. xtreg deb_equity1 participacion if familia2==1, vce(robust)

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   485
Group variable: i                       Number of groups =   53

R-sq:  within = 0.0219                   Obs per group:  min =    1
        between = 0.0054                   avg =   9.2
        overall = 0.0066                   max =   17

Wald chi2(1) = 0.96
corr(u_i, X) = 0 (assumed)               Prob > chi2     = 0.3282

                                         (Std. Err. adjusted for 53 clusters in i)

```

deb_equity1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
participacion	-.0034234	.0035013	-0.98	0.328	-.0102858	.0034391
_cons	.5742587	.2644849	2.17	0.030	.0558777	1.09264
sigma_u	.28174624					
sigma_e	.38221331					
rho	.35207195	(fraction of variance due to u_i)				

Elaboración propia.



## Empresas industriales

```
. xtreg deb_equity1 participacion if familia2==1, vce(robust)
```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	282
Group variable: i	Number of groups	=	33
R-sq: within = 0.0033	Obs per group: min =		1
between = 0.0028	avg =		8.5
overall = 0.0106	max =		14
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(1)	=	0.37
	Prob > chi2	=	0.5405

(Std. Err. adjusted for 33 clusters in i)

deb_equity1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
participacion	.0008302	.0013563	0.61	0.540	-.0018281	.0034885
_cons	.2534493	.089945	2.82	0.005	.0771604	.4297382
sigma_u	.22883791					
sigma_e	.17394489					
rho	.6337993	(fraction of variance due to u_i)				

Elaboración propia.

## **Sobre los autores**

### **Alfredo MENDIOLA CABRERA**

amendio@esan.edu.pe

Ph. D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración de Negocios (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI). Actualmente es profesor principal del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

### **Carlos AGUIRRE GAMARRA**

caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Universidad ESAN, doctorando del Programa de Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid, magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, economista. Ha cursado programas de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones y Administración Bancaria, y programas intensivos (semanas intensivas) en la Florida International University (FIU, Miami), la Frankfurt Business School of Finance and Management (Fráncfort) y la Esade Business and Law School (Barcelona). Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios, así como en asesoría en financiamiento, reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, proceso de compraventa de empresas, e implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Asimismo, ha elaborado y expuesto exitosamente planes de reestructuración patrimonial en Indecopi.

**Jaime CORONADO GUTIÉRREZ**

jjcg2407@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y titulado de Ingeniería de *Software*, especializado en inteligencia de negocios. Más de seis años de experiencia en el campo informático y la optimización de procesos empresariales; más de tres años en finanzas, brindando asesorías en el campo de las *fintech* y modelos financieros. Alto interés en aprender sobre las diferentes aplicaciones de las tecnologías innovadoras y las finanzas en el campo laboral.

**José PALOMO HERRERA**

josepalomoh@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, contador público por la Universidad Federico Villarreal, estudios de maestría en Contabilidad por la Universidad Mayor de San Marcos. Ha cursado estudios de especialización en Normas Internacionales de información Financiera, en la Universidad ESAN; en Tributación, en la Universidad de Lima; y en Formación en Seguros, en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Más de 20 años de experiencia profesional en las áreas de contabilidad financiera, tributación y costos en empresas de los sectores financiero, seguros, industrial, comercial y de servicios. Actualmente es consultor y docente universitario.

Creada para reflexionar sobre el Perú y sus posibilidades, la serie Gerencia para el Desarrollo comprende estudios y propuestas orientados a la generación de capacidades gerenciales para que los gestores públicos y privados conciban el desarrollo como un proceso sostenido de prosperidad y definan políticas idóneas. Cubre una amplia gama temática de carácter multidimensional, desde el fortalecimiento de capacidades institucionales en la gestión pública, que permita superar la lectura de corto plazo y aprovechar las oportunidades de la descentralización, hasta proyectos en los que se privilegie la construcción de visiones compartidas entre Estado, empresa y sociedad, capaces de movilizar los capitales sociales de una sociedad democrática.