

**DIFERENCIAS EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN LAS PEQUEÑAS  
EMPRESAS**

Por:

Ingrid Y. Mercado Beauchamp

Tesis sometida en cumplimiento parcial de los requisitos para el grado de

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

En

**FINANZAS**

**UNIVERSIDAD DE PUERTO RICO**

**RECINTO UNIVERSITARIO DE MAYAGÜEZ**

Mayo 2009

Aprobado por:

\_\_\_\_\_  
José A. Cruz Cruz, Ph.D.  
Miembro, Comité Graduado

\_\_\_\_\_  
Fecha

\_\_\_\_\_  
Rosario de los A. Ortiz Rodríguez, Ph.D.  
Miembro, Comité Graduado

\_\_\_\_\_  
Fecha

\_\_\_\_\_  
Yolanda Ruiz Vargas, Ph.D.  
Presidente, Comité Graduado

\_\_\_\_\_  
Fecha

\_\_\_\_\_  
José I. Vega Torres, Ph.D.  
Representante de Estudios Graduados

\_\_\_\_\_  
Fecha

\_\_\_\_\_  
Yolanda Ruiz Vargas, Ph.D.  
Decana Asociada de Investigación y Asuntos Graduados

\_\_\_\_\_  
Fecha

## **Abstract**

This research analyzes which factors determined the use of debt or equity by small firms to finance their operations. These factors include, both, characteristics of the firms and their owners, particularly, gender, race and ethnicity.

To empirically analyze the financing decision of small firms in the United States, a model of propensity to use equity and debt was estimated using the 2003 Survey of Small Business Finances. The characteristics of the owner which were determinant in the propensity to use debt were gender, race, and age of the owner. For the propensity to use equity, it appears that only race and owner's age were determinants. The characteristics of the company, in general, seem to determine the propensity to use both equity and debt.

## Resumen Ejecutivo

Este trabajo de investigación analiza cuáles son los factores que determinan el que las pequeñas empresas opten por utilizar deuda o equidad como fuente del financiamiento de sus operaciones. Estos factores incluyen las características de la empresa y del dueño, particularmente el género, la raza y la etnia.

Para analizar empíricamente la decisión de financiamiento de las pequeñas empresas en Estados Unidos, se estimó un modelo de propensión de recurrir a equidad y deuda utilizando la encuesta *Survey of Small Business Finances, 2003*. Las características del dueño que resultaron ser determinantes en la propensión a escoger deuda fueron el género, la raza y la edad del dueño. En la propensión a escoger equidad resultó que solo la raza y la edad del dueño fueron determinantes en esta decisión. Las características de la empresa, en general, determinan la propensión tanto de equidad, como de deuda.

**Declaratoria de Derecho de Autor**

© Ingrid Y. Mercado Beauchamp 2009

## **Dedicatoria y Reconocimientos**

Antes de emprender esta nueva meta en mi vida, lo consulté primeramente con Dios. Hoy cuando miro hacia atrás puedo tener la completa seguridad de que Él estaba de acuerdo conmigo. Ha sido determinante para mí poder contar con su presencia, su apoyo y sobre todo su protección para conmigo durante esta etapa. Mis compañeros a veces me preguntaban cómo podía lograrlo y era obvio no lo hacía yo, sino Dios. Realmente no le dedico este trabajo a Él, porque ya lo hice desde que lo comencé, y para Él es más importante, que ya le dediqué mi vida.

Estoy muy agradecida y muy orgullosa de los profesores que de una manera u otra aportaron en mi preparación durante este tiempo. Siempre había escuchado que la Universidad de Puerto Rico en Mayagüez, era una institución de excelencia, hoy puedo decir que lo he vivido. A todos los llevo en mi corazón de una manera muy especial, porque fue de gran beneficio para mí poder contar con profesionales de tal envergadura. En especial debo reconocer a la Dra. Yolanda Ruiz y a la Dra. Rosario Ortiz porque siempre han sido incondicionales conmigo, me han educado en todos los aspectos y lo más importante, me han corregido cuando lo he necesitado.

Durante el tiempo más difícil, cuando teníamos que estar tres horas en un salón, luego de haber trabajado todo un día y haber viajado para estar allí; dedicar nuestro tiempo disponible para la familia, a reunirnos en diferentes lugares, estar conectados, ya fuera por teléfono o a través de la computadora; siempre de una manera u otra disfrutamos de este tiempo. Agradezco mucho las consideraciones que en algún momento tuvieron conmigo. Sobre todas las cosas les agradezco que me dieran su apoyo, su amistad y confiaran en mí. Gracias Yassette, Miguel y Lemuel.

Este trabajo se lo dedico a mi familia. Para mí son las personas más especiales que existen en mi mundo. Comienzo por mis hijos y mi esposo. Gracias Pipo, porque fuiste mi niño, mi chofer, mi sicólogo, entre tantos otros papeles que has engalanado durante este tiempo de manera incondicional. Gracias Nicole Naomi, porque fuiste mi compañera de viaje, fuiste la maestra de tu hermanito y siempre pusiste de tú parte en todos los aspectos, sin tu ayuda yo no lo hubiera logrado. Justin Emanuel, gracias porque compartiste a tu mamá en un tiempo que era bien importante tenerme, gracias por tu comprensión, tu madurez, amor y cariño. Tan especial como ellos, lo han sido mis padres. Gracias Papi y Mami porque ustedes estuvieron conmigo en todo momento, en todo lo que necesitamos, no solo yo, sino mis hijos. Corrieron todas las bases conmigo y se los agradezco de todo corazón. Sin su apoyo, sus oraciones y sus atenciones yo no hubiera podido lograrlo. Beverly, fuiste mi hospedera, mi gestora y niñera, entre tantas cosas en las que me ayudaste, siempre estaré cuando necesites una madre o una amiga. Gracias, Zulma. Te has convertido en mi hermana, mi amiga y la madre de mis hijos. Cuando menos me lo esperaba, siempre estabas ahí de una manera o de otra. Eres bien especial para mí. ¡No los defraude, lo hice!

## Tabla de Contenido

1.0	Introducción .....	1
1.1	Objetivos de la Investigación .....	2
1.2	Importancia de la Investigación .....	3
1.3	Limitaciones de la Investigación.....	4
1.4	Organización de la Tesis .....	5
2.0	Revisión de Literatura.....	7
2.1	Introducción .....	7
2.2	Estructura de Capital de las Pequeñas Empresas .....	9
2.3	Características Generales del Acceso al Financiamiento.....	16
2.4	Acceso al Financiamiento y las Características de los Dueños.....	19
2.4.1	Relación con el género. ....	22
2.4.2	Relación con la raza.....	29
2.4.3	Relación con la etnia.....	36
3.0	Metodología.....	41
3.1	Herramientas Estadísticas .....	41
3.2	Variables.....	43
3.2.1	Variables categóricas.....	47
3.2.2	Variables cuantitativas.....	48
4.0	Análisis y Resultados de la Investigación.....	49

4.1 Estadísticas Descriptivas .....	49
4.2 Evidencia Empírica .....	52
4.2.1 Modelo de regresión probit de deuda. ....	52
4.2.2 Modelo de regresión probit de equidad. ....	60
5.0 Conclusiones y Recomendaciones para Investigaciones Futuras .....	67
5.1 Recomendaciones para Investigaciones Futuras .....	68
6.0 Bibliografía .....	70

## Lista de Tablas

Tabla 3.1: Definición de las Variables	43
Tabla 4.1: Proporción de las Variables Categóricas	50
Tabla 4.2: Promedio de las Variables Cuantitativas	52
Tabla 4.3: Estimados Regresión Probit y Nivel de Significancia del Modelo de Deuda	53
Tabla 4.4: Estimados Regresión Probit y Nivel de Significancia del Modelo de Equidad	61

## Lista de Abreviaturas

CBO: <i>Characteristics of Business Owners Survey</i>	30
CRA: <i>Community Reinvestment Act</i>	32
EFTs: <i>Entrepreneurial funding teams</i>	69
HHI: <i>Herfindahl-Hirschman Index</i>	39
OGP: Oficina de Gerencia y Presupuesto	36
SBA: <i>Small Business Administration</i>	7
SBO: <i>Survey of Business Owners</i>	3
SPSS: <i>Statistical Package for the Social Sciences</i>	42
SSBF: <i>National Survey of Small Business Finances</i>	4

## **Lista de Figuras**

Figura 1: Distribución de Inmigrantes por Divisiones Geográficas Censales	58
---	----

## **1.0 Introducción**

Varios investigadores concuerdan en que las empresas por cuenta propia representan una parte vital de la economía de un país (Bogan & Darity, 2008; Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). Mundialmente la economía ha ido decayendo, y se cree que gran parte se debe a que la economía de Estados Unidos ha estado mermando considerablemente en los últimos años. En Estados Unidos disminuyeron las inversiones en negocios, el gasto de consumo y el mercado de viviendas y aumentaron las tasas de desempleo (Congress, 2008). En este momento, es importante determinar qué medidas se pueden tomar para mejorar las empresas en todos los niveles. Esto incluye tanto las empresas que necesitan el financiamiento, como las que lo otorgan. Esta investigación pretende aumentar el conocimiento de las tendencias existentes en el otorgamiento de crédito y del pensamiento general existente. Esta información es de utilidad para los dueños de pequeñas empresas que necesitan obtener financiamiento y no tienen el conocimiento suficiente de los criterios de evaluación utilizados para el otorgamiento del mismo y el patrón existente de aprobaciones o denegaciones dependiendo de las características del dueño. De la misma forma es de gran utilidad para las instituciones que pertenecen al mercado de crédito. Es necesario analizar el comportamiento general de estas instituciones en cuanto a las pequeñas empresas y determinar si existe algún criterio que estas instituciones del mercado de crédito deban revisar y/o mejorar para atraer el mercado de las pequeñas empresas. Es de suma importancia que las instituciones financieras conozcan el mercado de las pequeñas empresas, para que puedan establecer relaciones de negocio con las mismas y de esta forma aportar a fortalecer la economía. Estas pequeñas empresas tienen la habilidad de crear nuevos empleos, en aquellos sectores económicos que son pilares fuertes dirigiendo nuestra economía como lo son la industria de la manufactura, la construcción y ventas al por menor (Congress, 2008). De esta

forma estarían contribuyendo a reducir la tasa de desempleo, a aumentar las exportaciones y el producto nacional bruto.

De igual forma es necesario que el gobierno se involucre de manera más activa y trabaje con la política pública, para que pase a formar parte activa en el progreso de aquellos negocios que actualmente necesitan fortalecer sus operaciones y fomentar la creación de nuevas empresas con ideas innovadoras y enriquecedoras (Collins, 2007; Fairlie & Robb, 2007). Esto resulta en beneficio no solo para los dueños de estas nuevas empresas, sino también de la comunidad en que se desempeñan, ya que crean nuevos empleos, educan y adiestran ciudadanos capacitados.

### **1.1 Objetivos de la Investigación**

En este trabajo de investigación se estará analizando cuáles son los factores que determinan el que los dueños de las pequeñas empresas opten por utilizar deuda o equidad como fuente del financiamiento de sus operaciones. La estructura de capital de una empresa es reflejo de su estabilidad y el riesgo que representa para los inversionistas y acreedores. Esta estructura la deciden los gerenciales o los dueños de la empresa. El análisis y eventualmente la decisión que determinen estas personas puede estar influenciada por varios factores.

Muchos investigadores atribuyen la estructura de capital de las pequeñas empresas principalmente al racionamiento en el mercado de crédito y al temor de los empresarios a solicitar crédito por diferencias en el género, la raza y la etnia (Blanchflower, Levine, & Zimmerman, 2003; Coleman, 2008; Mitchell & Pearce, 2005). Como parte de esta investigación se evaluará si existe diferencia en cuanto a la propensidad al tipo de financiamiento considerando el género, la raza y la etnia. Esto porque a través del tiempo se ha estudiado en diferentes

investigaciones la discriminación<sup>1</sup> por género, raza y etnia y el impacto que tienen en el financiamiento de la estructura de capital (Cavalluzzo & Wolken, 2005; Coleman, 2007; Rosti & Chelli, 2005; Wu, Hedges, & Zhang, 2005).

## **1.2 Importancia de la Investigación**

Según el *Survey of Business Owners* (SBO)<sup>2</sup> del 2002, las pequeñas empresas (aquellas que tienen menos de 500 empleados) componen el 99 por ciento de todas las empresas en Estados Unidos, el 86 por ciento de todos los establecimientos, el 50 por ciento de toda la empleomanía, el 45 por ciento de la nómina anual y el 39 por ciento de todos los ingresos, (Barth, Yago, & Zeidman, 2006). Debido a la importancia y al gran auge que están teniendo las pequeñas empresas a nivel mundial, se han realizado una serie de investigaciones con el fin de aumentar el conocimiento en este tema. Muchos de estos estudios giran en torno a las diferencias en el financiamiento por género (Cavalluzzo & Wolken, 2005; Coleman, 2007; Rosti & Chelli, 2005; Wu, Hedges, & Zhang, 2005), raza (Blanchflower, Levine, & Zimmerman, 2003; Bogan & Darity, 2008; Fairlie & Robb, 2007; Storey, 2004) y etnia (Bates & Bradford, 2008; Cavalluzzo & Wolken 2005; Mitchell & Pearce, 2005; 2007). Otros han tratado de explicar la estructura de capital de estas empresas (Faulkender & Petersen, 2006), las fuentes de financiamiento utilizadas (Ou & Haynes, 2006, Mach & Wolken, 2006) y como afecta la cercanía y la diversidad de las diferentes instituciones financieras la estructura de capital de las empresas (Mach & Wolken,

---

<sup>1</sup> Una discriminación ocurre cuando se consideran características personales que no son relevantes a la transacción (Blanchflower, Levine, & Zimmerman, 2003).

<sup>2</sup> SBO es parte del Censo Económico, que es conducido cada cinco años para los años que terminan en dos y siete. Son datos de empresas que incluyen el número de empresas, ventas, ingresos, nómina anual por dueño y por categoría geográfica. También describe las características del dueño como género, etnia y raza.

2006).

En este trabajo se pretende demostrar qué factores pueden estar determinando la opción de financiamiento de los dueños de las pequeñas empresas en Estados Unidos. Entre el 1997 y el 2002, el número de empresas cuyos dueños eran de la minoría creció tres veces, lo que crecieron las empresas en general, lo que demuestra la rapidez con la que están creciendo las minorías en Estados Unidos (Barth, Yago, & Zeidman, 2006). El objetivo es demostrar qué tipo de influencia, si alguna, ejercen el género, la raza y la etnia sobre la decisión de los dueños de las pequeñas empresas al momento de determinar la combinación de fuentes de financiamiento, sea deuda o equidad, que utilizan para su empresa. El género está segmentado en su forma natural de hombre o mujer; la raza en términos de blancos y no blancos; y la etnia en cuanto a dueños de origen hispano y los no hispanos. Estas variables a su vez se ven afectadas por otros factores no menos importantes y que probablemente influyen de una u otra manera en esta decisión. Esta investigación utilizará dos modelos, uno para evaluar la decisión de utilización de deuda, y el otro para evaluar la decisión de financiamiento por equidad. Las variables a utilizarse en los diferentes modelos se seleccionaron considerando aquellos factores que se presentan en investigaciones afines a este tema.

### **1.3 Limitaciones de la Investigación**

La base de datos que se utiliza en esta investigación es el *National Survey of Small Business Finances (SSBF)* de 2003. El SSBF, es la base de datos más grande que existe en los Estados Unidos, en su categoría. Actualmente esta base de datos es utilizada por cientos de investigadores para aportar al entendimiento general del comportamiento de la economía y las finanzas de las pequeñas empresas. Sin embargo, se dificulta el estudio y análisis del grupo de

los hispanos, ya que no permite identificar el lugar de procedencia de este grupo étnico, lo que limita establecer similitudes y diferencias entre los mismos. La isla de Puerto Rico no está incluida en esta encuesta. A nivel local, carecemos de información relacionada a las características de las medianas y pequeñas empresas que sea de utilidad para determinar la propensión del dueño de una empresa a escoger deuda o equidad para determinar la composición de la estructura de capital de sus empresas.

#### **1.4 Organización de la Tesis**

En términos de la estructura, este trabajo de investigación está dividido en cinco capítulos. En el segundo capítulo, se presentan algunos de los aspectos generales que explican la relevancia del estudio de las pequeñas empresas. Se discute la composición de la estructura de capital de una empresa o corporación y lo que ésta representa tanto para la empresa, como para los inversionistas o acreedores que de alguna forma requieren información de la estabilidad financiera de la misma. Podemos encontrar la solicitud de la información presentada en este capítulo en las pequeñas empresas de Estados Unidos y algunos otros países. Esto facilita el conocimiento de algunos términos financieros y algunas teorías financieras, que debemos conocer para entender el manejo de la estructura de capital de la empresa y el mercado de las instituciones de crédito. Además, se discuten las características generales del acceso al financiamiento, las tecnologías utilizadas y algunos factores que de alguna manera facilitan o limitan el acceso al financiamiento de estas empresas. Este acceso puede verse influenciado en algunas ocasiones por las características de los dueños. Para finalizar este capítulo se presenta la relación que existe entre el financiamiento, el género, la raza y la etnia. Se analizan las similitudes y las diferencias que existen entre las investigaciones anteriores. Se mencionan algunos otros factores que influyen en la composición de la estructura de capital de las pequeñas

empresas. En el tercer capítulo se describe la metodología que se utilizó para realizar esta investigación, la base de datos, las variables y los modelos utilizados para aceptar o rechazar los objetivos establecidos. El análisis y los resultados forman parte del cuarto capítulo. Las conclusiones, la solicitud de los resultados y las recomendaciones para investigaciones futuras, de forma que amplíen el conocimiento general en cuanto al financiamiento de las pequeñas empresas son presentadas en el quinto capítulo.

## 2.0 Revisión de Literatura

### 2.1 Introducción

En Estados Unidos la crisis económica es evidente y ha trastocado de manera inevitable los diferentes elementos que componen la economía del país. Hemos visto como grandes compañías con vasta experiencia en la industria, han fracasado ante esta crisis. Estas compañías han radicado capítulos de quiebra ya sea para reorganizar sus operaciones o simplemente salir por completo del mercado. Compañías como Washington Mutual, Lehman Brothers Holdings Inc., Delta Airlines Inc., WorldCom Inc., Enron Corp. y Pacific Gas & Electric Co. son ejemplos de compañías establecidas por muchos años en el mercado, con una estabilidad económica aparente, que han tenido que radicar su petición de quiebra en los Estados Unidos, en los últimos años (Business Journal, 2009). A su vez el efecto dominó que tiene esto sobre las pequeñas empresas es determinante. Las operaciones de las pequeñas empresas dependen en gran manera de estas grandes compañías. Por lo cual los aumentos a todos los niveles, incluyendo las utilidades, las afectan de forma inmediata. Luego de la recesión en Estados Unidos a principios de 1990, el apoyo a las empresas que comenzaban sus operaciones, fomentó una era de gran prosperidad (Congress, 2008). Esto resultó en la creación de 3.8 millones de empleos, superando la aportación de las grandes empresas por 500,000 empleos. El “*SBA Office of Advocacy*” define una pequeña empresa como una firma independiente que tiene menos de 500 empleados. Para propósitos de contratación con el gobierno federal, las pequeñas empresas son definidas por el *SBA Office of Size Standards*, y la definición varía por industria, el valor en dólares de las ventas o por sus activos, en lugar de su cantidad de empleados (Mach & Wolken, 2006). Actualmente las pequeñas empresas en Estados Unidos emplean cerca de la mitad de la fuerza laboral de la nación, aproximadamente 60 millones de empleados y comprende el 99.7 por ciento de las

empresas Americanas, aproximadamente 6 millones de empresas (SBA, 2006) y alrededor de la mitad del producto doméstico bruto (Berger & Scott Frame, 2007; Vickery, 2008; Coleman, 2008). En Estados Unidos dominan sectores claves como la manufactura, la construcción, los restaurantes, contratistas de viviendas, ventas al por menor, algunos sectores de la salud y de servicios financieros (Congress, 2008). En la nación europea el número total de empresas existentes en 1998, ascendía a 19.37 millones, de las cuales 99.8 por ciento, fueron consideradas pequeñas empresas. Estas contribuían al 79.8 por ciento de los empleos en España y el 62 por ciento del total de las ventas de las empresas españolas (Sogorb-Mira, 2005). En Canadá se observa un patrón muy similar a los anteriores (Wu, Hedges, & Zhang, 2005).

El gobierno federal y varios estados están promoviendo actualmente el empleo por cuenta propia, como una forma para que las familias puedan progresar y salir de la manutención del gobierno, ya sea a través del Programa de Bienestar Social (Barth, Yago, & Zeidman, 2006) o del Programa de Desempleo (Fairlie & Robb, 2007). Es necesario que tanto el gobierno, la comunidad, las grandes empresas y los ciudadanos comiencen a reconocer la importancia que tienen las pequeñas empresas en la reconstrucción y recuperación de la economía del país.

A pesar de que el pensamiento común establece que las pequeñas empresas tienen un efecto directo sobre el desarrollo económico, éstas enfrentan grandes limitaciones en el acceso al financiamiento mediante fuentes externas, lo que a su vez limita su crecimiento y dificulta su contribución en el desarrollo económico (Beck & Demirguc-Kunt, 2006) y en la disminución de la pobreza (Beck, Demirguc-Kunt, & Levine, 2005). La literatura sugiere que un enfoque en mejorar las instituciones legales y financieras y el ambiente en general de los negocios es probablemente la forma más efectiva de aliviar las limitaciones de crecimiento que enfrentan las medianas y pequeñas empresas y de esta forma facilitar su contribución al crecimiento

económico. Mejorar el ambiente de las empresas incluye identificar y analizar la estructura del mercado de la banca, las políticas regulatorias, las barreras de entrada y salida de las empresas, entre otros factores en los que se justifica la intervención del gobierno (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

## **2.2 Estructura de Capital de las Pequeñas Empresas**

La estructura de capital se refiere a la forma en que la empresa o corporación financia sus operaciones y crecimiento, utilizando diferentes fuentes de fondo. Esta mezcla se compone de las deudas a largo plazo, deudas a corto plazo y equidad. Las deudas pueden ser en forma de emisión de bonos, notas por pagar a largo plazo o deudas de corto plazo como lo son los requerimientos comunes de capital de trabajo. La equidad incluye las partidas de acciones preferidas, acciones comunes y ganancias retenidas.

Al evaluar la estructura de capital hay que considerar el coeficiente de deuda contra equidad (*debt-to-equity ratio*). Este coeficiente provee una idea de cuan riesgosa puede ser la empresa, y además tiene implicaciones en el valor de la empresa. El nivel de endeudamiento es el por ciento de financiamiento de deuda, que la compañía ha utilizado para de alguna forma aumentar el rendimiento de la inversión de los accionistas. Este se mide de acuerdo al coeficiente de endeudamiento (*leverage ratio*) (Myers, 2001; Odgen, Jen, & O'Connor, 2002).

El financiamiento mediante deuda es menos costoso que la utilización de equidad. Esto principalmente por el beneficio contributivo que le provee a los dueños de las empresas, al considerar que el gasto por interés reduce la ganancia que está sujeta a contribuciones. Una razón para evitar utilizar deuda puede ser el riesgo a enfrentar una dificultad financiera y de todas formas la empresa es responsable de efectuar los pagos de intereses, independientemente del

flujo de efectivo que tenga.

No existe una cantidad de endeudamiento determinada para mantener una estructura de capital óptima que garantice el valor de la empresa. La gerencia debe determinar la sostenibilidad y la volatilidad (cómo reacciona a cambios en el mercado) de la demanda, así como la estabilidad de los costos cuando se esté tomando la decisión entre deuda y equidad. Existen muchas teorías y muchos factores que pueden estar determinando esta combinación en la estructura de capital de una empresa (Myers, 2001).

Las teorías con relación a la relevancia de esta decisión se enfocan en varios factores. Algunos de estos factores son el conflicto de agentes, la asimetría en la información, los impuestos y el costo de dificultades financieras. El conflicto de agentes se define como el gerente que maneja sus propios intereses en las políticas de financiamiento y dividendos de la empresa, para obtener algún beneficio. La asimetría en la información surge cuando el gerente tiene más información del valor de la empresa, que los accionistas y acreedores. La situación con los impuestos se refiere a que los intereses pagados a los acreedores son deducibles del ingreso tributable federal, mientras que los pagos de dividendos a los accionistas no. El costo de dificultades financieras se refiere a la situación creada, cuando el efectivo disponible ya no es suficiente para pagar a los suplidores, los empleados y acreedores (Odgen, Jen, & O'Connor, 2002).

De acuerdo a la teoría de intercambio (*tradeoff theory*) de la estructura de capital, las empresas determinan su coeficiente de endeudamiento calculando las oportunidades que le brinden los impuestos, el costo de dificultades financieras, error en la fijación de precios, y los efectos de los incentivos de deuda vs equidad. Esta teoría predice que las empresas seleccionan su estructura de capital, estimando el coeficiente de endeudamiento como una función de las

características de la empresa (Faulkender & Petersen, 2006; Myers, 2001). Existe una teoría de estructura de capital y de decisiones financieras, llamada *pecking order*. Esta teoría fue desarrollada por Stewart C. Myers y Nicholas Majluf en el 1984. En esta se establece que en primer lugar, las empresas financian su capital con equidad interna y luego con deuda de fuentes externas y si no es suficiente, recurren a la equidad externa como último recurso (Myers, 2001). La razón de esta teoría es que la deuda de fuentes externas y la equidad externa pueden ser muy costosas. Otra razón de los dueños para utilizar en primer lugar la deuda, es que ésta contribuye a mejorar el coeficiente de endeudamiento, lo que contribuye a su vez a aumentar la posibilidad de obtener financiamiento por deuda de fuentes externas (Ou & Haynes, 2006). Otra teoría que se menciona en la literatura es la teoría de flujo de efectivo disponible. Ésta establece que niveles altos de deuda pueden aumentar el valor de la empresa, a pesar de la amenaza de dificultades financieras, cuando el flujo de efectivo disponible sea mayor y significativamente exceda sus oportunidades de inversión. Esta teoría está diseñada para empresas maduras que están propensas a invertir (Myers, 2001; Odgen, Jen, & O'Connor, 2002). Una teoría que actualmente es utilizada es la de Modigliani y Miller (1958), estos demostraron que el financiamiento no era importante en un mercado perfecto con relación al valor de la empresa y el costo o la disponibilidad de capital. Esto asumiendo mercados de capital perfectos, sin costos de transacción, ni de información y sin impuestos. Esta teoría es ampliamente aceptada en los mercados financieros (Myers, 2001).

Varios estudios han demostrado la posibilidad de que algunos impactos a ciertas partes de los mercados de capital, incluyendo los que otorgan crédito, pueden afectar de forma diferente a las empresas. En otras palabras las empresas, cuyos bancos han tenido algún impacto en su capital, independientemente de la demanda de la empresa por capital en este banco, su

financiamiento puede verse afectado. Incluso aunque la empresa sea pequeña y no tenga acceso a los mercados públicos de deuda y que resultan ser los menos transparentes, el impacto de estos cambios en los mercados, en sus finanzas, probablemente va a ser aún mayor, que el de las empresas más grandes (Berger & Udell, 2002; Faulkender & Petersen, 2006; Vickery, 2008).

El financiamiento de equidad puede darse de diferentes formas. En primer lugar está el financiamiento interno. Este se nutre de las aportaciones de los dueños, ya sea de sus ahorros o de capital personal, regalos y/o préstamos de familiares y amigos, en caso de ser una sociedad, de los socios interesados y de las ganancias retenidas de la empresa (Ou & Haynes, 2006). El financiamiento externo se nutre de las demás fuentes externas que no tengan que ver con los accionistas, ni con sus familiares. Algunas de estas fuentes pueden ser los mercados públicos mediante oferta pública inicial o emisiones adicionales, mercados privados organizados como los proveedores de capital de riesgo (*Venture Capital*) y de manera más limitada los mercados informales como los ángeles financieros (Ou & Haynes, 2006). Los proveedores de capital de riesgo son organizaciones financieras profesionales que le proveen capital a compañías riesgosas, pero asisten a la gerencia con estrategias por la experiencia que poseen. Los ángeles financieros son individuos con suficiente capital personal que prefieren invertir en negocios pequeños por el potencial de crecimiento que representan y lo hacen por medio de un contrato de equidad (Odgen, Jen, & O'Connor, 2002).

El financiamiento mediante deuda al igual que en la equidad puede provenir de fuentes internas y externas. Las fuentes internas de deuda provienen de préstamos que ofrecen los mismos dueños. Las fuentes externas pueden provenir de préstamos de instituciones financieras gubernamentales estatales, federales y locales, instituciones financieras privadas, bancos comerciales, acreedores comerciales, otros negocios, otros individuos, gobierno, tarjetas de

crédito, entre otros que no representan una cantidad significativa. En los países en desarrollo, el financiamiento de familiares y amigos juega un papel mucho más significativo que en los países industrializados (Beck, Demirguc-Kunt, & Levine, 2005).

Las pequeñas empresas como un todo dependen de ambas fuentes, equidad y deuda aproximadamente en la misma proporción. En el caso de las pequeñas empresas, la categoría más grande dentro de la equidad son los fondos provistos por el dueño principal, que representan dos terceras partes del total de la equidad, contribución de familiares y amigos, ángeles financieros en muy poca proporción y proveedores de capital de riesgo, excluyendo los ángeles ya mencionados (Berger & Udell, 2002). Según Berger y Udell (2002), entre las fuentes de financiamiento con deuda de las pequeñas empresas las dos fuentes de mayor utilidad la representan los bancos comerciales que proveen la mayor parte del financiamiento, y los acreedores de crédito. Las demás fuentes lo son: las compañías financieras, los dueños principales, otras instituciones financieras, otros negocios e individuos, el gobierno y tarjetas de crédito, estas últimas son las de menor demanda en este mercado. Ellos llegaron a la conclusión de que las pequeñas empresas confían sustancialmente en financiar sus operaciones internamente, ya sea con equidad por parte del dueño principal o por deuda privada de otros individuos. El financiamiento interno es preferido porque de esta forma el dueño principal mantendría el mayor control de la empresa (Odgen, Jen, & O'Connor, 2002). Sin embargo, los empresarios deben establecer un balance de lo que ellos consideran, serán los altos costos de financiamiento, la cantidad del rendimiento que le correspondería a otros inversionistas y los costos potenciales de la pérdida del control de la empresa con las perspectivas de crecimiento rápido de la empresa y el potencial de apreciación en el valor de la empresa. Para los empresarios, obtener capital de inversionistas, debe ser tomado como un esfuerzo por invitar

socios estratégicos que contribuyan al crecimiento de la empresa y por consiguiente maximizar el crecimiento de la riqueza. Ou y Haynes (2006), concuerdan en que el financiamiento interno es la fuente principal y sugieren la combinación de ésta, con las fuentes de financiamiento externo. Esto debido a que en las pequeñas empresas en condición financiera desfavorable, a menudo, la equidad interna vendría a ser el último recurso que aliviaría la tensión financiera que están enfrentando estas empresas. Aun así, solamente un número mínimo de pequeñas empresas adquieren capital adicional de fuentes externas. Anderson, Mansi y Reeb (2003), citados por (Wu, Hedges, & Zhang, 2005), concluyeron que el efecto del financiamiento por parte de la familia puede reducir los costos de agencia en las empresas grandes. Los costos de monitoreo requeridos para acceder la información privada en las pequeñas empresas familiares Canadienses, son mejorados por los beneficios que ofrecen los bajos costos de agencia en el financiamiento de deuda, por ser la familia la que administra y posee la empresa.

En el trabajo de investigación realizado por Ruiz (1998), se encontró que ciertas características de la empresa determinan su preferencia al financiar sus operaciones con financiamiento de equidad interno o externo. Las sociedades, corporaciones, industria de ventas al contado, y las empresas que son manejadas por sus dueños prefieren el financiamiento interno de equidad en otras palabras, del dueño. La industria de manufactura, empresas propensas a la exportación y empresas con un nivel más alto de activos son más propensas a utilizar financiamiento externo de equidad, en cambio las empresas que llevan más tiempo operando no tienen preferencia por ninguna de las dos alternativas. Cuando las empresas son de tecnología tienen más probabilidades de adquirir equidad externa ya que las expectativas de rendimiento y de crecimiento son bien altas. Los proveedores de capital de riesgo y ángeles financieros son atraídos por este tipo de empresa que tienen grandes probabilidades de crecimiento y desarrollo

en las que ellos puedan jugar un papel complementario (Ou & Haynes, 2006). En un estudio realizado en el que se midió el rendimiento de la inversión de los proveedores de capital de riesgo, se encontró que la participación directa de estos inversionistas en la toma de decisiones del día a día de las empresas, añadía valor a las empresas del portafolio de inversión (Bates & Bradford, 2008). Los hallazgos de esta investigación indican que estas inversiones han evolucionado, al punto, de que han identificado estas prácticas para obtener éxito en las inversiones en este sector. Empresarios en economías en transición están más dispuestos a reinvertir sus ganancias, si ellos se sienten más seguros con relación a la protección de los derechos de autor en su país, ejemplo de esto son los Chinos que están más dispuestos a invertir sus ganancias, siempre que se sientan más confiados y por lo general tienen un acceso más fácil al crédito; con este efecto están fortaleciendo las pequeñas empresas (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

En resumen, es difícil establecer un patrón que represente la estructura de capital ideal o la más recomendada para lograr maximizar el rendimiento de la inversión del dueño o de los accionistas. En el caso de las pequeñas empresas es aún más difícil, como vimos en la investigación de Ruiz (1998), algunas características de la empresa, no sólo determinan la composición de la equidad, como la etapa de crecimiento y la clasificación industrial, sino que Ou y Haynes (2006), entienden que existen otros factores adicionales como: las metas de la familia y de la empresa, la preferencia por el riesgo, el tamaño de la empresa y las características de los dueños, que juegan un papel bien importante en la decisión de la obtención de capital de equidad. En lo que sí concuerdan varias investigaciones, es en que la fuente de capital interno es una de las dos principales fuentes de financiamiento de la mayoría de las pequeñas empresas en Estados Unidos. Esto debido a que la gran mayoría tienen limitaciones en cuanto al

financiamiento (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 2002; Faulkender & Petersen, 2006; Vickery, 2008). La mayoría de las pequeñas empresas dependen de fuentes internas de capital (capital del dueño y/o préstamos del dueño) y de los fondos externos que se obtienen de instituciones financieras.

### **2.3 Características Generales del Acceso al Financiamiento**

Un aspecto crítico en el éxito de las pequeñas empresas es la disponibilidad de financiamiento para la adquisición de capital y para propósitos de capital de trabajo (Mitchell & Pearce, 2005). Muchas veces el acceso al financiamiento puede estar limitado por diferentes razones. Varias investigaciones han identificado algunas de estas razones: técnicas de clasificación crediticia, sistemas legales, estructura del mercado bancario, políticas regulatorias (Beck, Demirguc-Kunt, & Levine, 2005), tasas de intereses, impactos en el mercado, (Vickery, 2008), problema de selección adversa, problema de riesgo moral (*moral hazard*), acceso a los mercados públicos de capital (Berger & Udell, 2002) y las características de la empresa y del dueño (Mach & Wolken, 2006).

El uso de las técnicas de clasificación crediticia está siendo más utilizado por los bancos en los Estados Unidos y otros países desarrollados para evaluar las pequeñas empresas. Esta técnica descansa mayormente en la información del dueño y no en la de la empresa por sí misma y puede reducir los costos de transacción de procesar el préstamo, significativamente.

En un estudio realizado en diferentes países se encontró que las empresas en países con altos niveles de desarrollo institucional, presentan significativamente menos obstáculos de financiamiento, que aquellas en países con menos instituciones desarrolladas. También encontraron que una mejor protección a los derechos de propiedad, aumenta el financiamiento

externo de las pequeñas empresas significativamente más, que para las empresas grandes (Beck, Demirguc-Kunt, & Levine, 2005).

La estructura del mercado bancario puede tener repercusiones sobre el interés cargado o no-cargado a las pequeñas empresas que tienen que pagar, debido a que la gran concentración bancaria puede aumentar la competencia y a su vez disminuir la probabilidad de tener que utilizar colaterales o garantías personales. La competitividad a su vez facilita la entrada, salida y crecimiento de las empresas, lo que es esencial para el proceso de desarrollo de las mismas (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

Existe una relación entre las tasas de intereses, el impacto en el mercado y la reducción en la habilidad de la empresa, para recurrir al financiamiento externo. Esto implica que el flujo corriente de efectivo neto disminuye cuando los intereses aumentan y por consiguiente el valor presente de los activos disminuye, relativo al valor presente de los pasivos. Esto hace la empresa menos solvente, disminuyendo así su habilidad de utilizar financiamiento externo. Para el promedio de las pequeñas empresas la oferta de financiamiento interno, más el financiamiento externo disminuye, relativo a las oportunidades de inversión durante periodos de aumentos en las tasas de intereses (Vickery, 2008).

Las pequeñas empresas suelen ser vulnerables a los impactos en el mercado bancario por su dependencia de las instituciones financieras y los bancos comerciales a la hora de utilizar el financiamiento externo. Esta dependencia surge ya que estas empresas no tienen acceso a los mercados públicos de capital (Berger & Udell, 2002; Faulkender & Petersen, 2006).

Las pequeñas empresas pueden enfrentar dificultad debido a que los proveedores potenciales de financiamiento externo no pueden fácilmente verificar la información de la

empresa. Por ejemplo se dificulta verificar si las empresas tienen acceso a proyectos de calidad (selección adversa) o asegurarse de que los fondos no se desvíen para otras alternativas de proyecto (riesgo moral). Ambos problemas pueden deberse a que la información que se tiene de las pequeñas empresas no está clara y a menudo no cuentan con estados financieros auditados para obtener información financiera creíble en una base regular. Por esta razón se crearon las diferentes tecnologías de concesión de crédito (Berger & Udell, 2007).

Otro factor que es importante mencionar y que limita de alguna forma el acceso al financiamiento externo, es el miedo que tienen los dueños de las pequeñas empresas a que se les niegue el financiamiento, y por lo tanto prefieren no someterse a ese proceso y utilizar el flujo de efectivo que tengan disponible, esto ha sido probado en diferentes investigaciones (Blanchflower, Levine, & Zimmerman, 2003; Coleman, 2008), incluso Cavalluzzo, Cavalluzzo, y Wolken (2002) lo mencionan como un fenómeno que se ha generalizado.

Otro factor a considerar proviene de los proveedores del financiamiento externo, los estándares de financiamiento para las pequeñas empresas se han puesto considerablemente más estrictos para el comercio y las industrias, como también para otros sectores de crédito. Para el primer trimestre de 2008, el *Federal Reserve's Senior Loan Officer Survey*<sup>3</sup>, demostró el cambio en los estándares de financiamiento (Congress, 2008). La predisposición que tengan los proveedores de crédito con los diferentes grupos demográficos, es otro factor a considerar (Carter, Shaw, Lam, & Wilson, 2007; Harrison & Mason, 2007). Esta información es sumamente importante en esta investigación ya que nos permite determinar que características de las

---

<sup>3</sup> El *Senior Loan Officer Opinion Survey*, durante octubre del 2008, de las prácticas de financiamiento bancario, está dirigido a recoger los cambios que ha habido en la oferta y la demanda de los préstamos bancarios a las empresas y hogares, en los últimos tres meses. Esta encuesta es realizada por la Junta de la Reserva Federal.

empresas o de los dueños afectan la determinación de éstos con relación al tipo de financiamiento que van a utilizar, si deuda o equidad. Estas características en específico, son las que se relacionan con el género, la raza y la etnia, entre algunas otras.

#### **2.4 Acceso al Financiamiento y las Características de los Dueños**

Las características de los dueños juegan un papel importante en la concesión del crédito. A su vez la concesión del crédito puede ser un factor influyente en la decisión del dueño o gerente de una empresa, al momento de escoger deuda como método de financiamiento. Varios estudios concuerdan con que las pequeñas empresas carecen de información verificable en el mercado, a lo que ellos identifican como “empresas opacas” (Berger & Scott Frame, 2007; Ou & Haynes, 2006; Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 2002).

Existen unas tecnologías de concesión de crédito, diseñadas para reducir los problemas de información de las pequeñas empresas. Estas se dividen en por lo menos cuatro categorías: concesión por estados financieros, concesión basada en los activos, técnicas de clasificación crediticia y concesión por relación (*relationship lending*). Las primeras tres se refieren a concesiones basadas en transacciones, donde la decisión de crédito está basada en información firme o verificable, que está relativamente disponible al momento de la originación del préstamo. La concesión por estados financieros, básicamente pone más énfasis en la evaluación de los estados financieros de la empresa. Para este préstamo cualifican las pequeñas empresas con una larga historia, y negocios relativamente transparentes y que posean estados financieros auditados. Bajo la concesión basada en los activos, las decisiones son principalmente basadas en la calidad de los colaterales disponibles, que generalmente son las cuentas por cobrar y el inventario; requiere un monitoreo intenso por parte del banco. Puede ser utilizada por pequeñas empresas de cualquier tamaño, con la desventaja de que es costosa (Berger & Udell, 2002).

La técnica por clasificación crediticia es un método discriminatorio y estadístico que ha sido utilizado en la última década, por la mayoría de las instituciones financieras, para evaluar las solicitudes de crédito menores de \$250,000. Esto envuelve un análisis de la información del dueño de la empresa, combinada con información limitada de la empresa. Esta técnica predice el desempeño del crédito futuro. A menudo es usada por pequeñas empresas con carencia de información verificable, aunque también la pueden utilizar aquellos prestatarios que son relativamente transparentes, para reducir los costos de suscripción (Berger & Scott Frame, 2007). Según Berger y Scott, la rigurosa investigación sugiere que la técnica de calificación crediticia ha aumentado la disponibilidad de crédito, aumentando la cantidad de crédito extendido, aumentando la concesión a los prestatarios riesgosos, entre otros. Sin embargo, Berger y Udell (2002) nos mencionan que es una excelente herramienta para las pequeñas empresas, aunque en el 1998 todavía el 37 por ciento de la muestra de los grandes bancos no utilizaban esta técnica.

Como una alternativa adicional a las tecnologías de transacción, las instituciones financieras también utilizan la tecnología de concesión por relación, para contrarrestar el problema de carencia de información verificable de las pequeñas empresas. Esta tecnología está basada en información cualitativa recopilada contactando la empresa, y a menudo con sus dueños, gerentes y otros miembros de la comunidad local (Berger & Scott Frame, 2007). Bajo esta tecnología, la acumulación de información cualitativa por el oficial del préstamo crea problemas de agencia a través de la organización bancaria, ya que el oficial del préstamo puede obtener ventaja personal de la relación tan estrecha que puede llegar a desarrollar con el dueño o los gerentes, tomando en consideración que en muchas ocasiones este oficial es parte de la comunidad donde están el banco y la empresa (Berger & Udell, 2002). También se debe evaluar lo difícil que resulta entender las finanzas de este tipo de empresa con un solo propietario,

porque mezclan las finanzas del negocio con las personales (Ou & Haynes, 2006). Esta tecnología trastoca de igual forma la organización de la institución financiera por lo que deben tomar ciertas medidas en la jerarquía de contratación (Berger & Udell, 2002).

La tecnología adoptada va a depender de las ventajas comparativas de la institución, la información disponible de la empresa, y los costos esperados de cada tecnología disponible, lo que afecta el rendimiento esperado (Berger & Scott Frame, 2007). El pensamiento general establece que los préstamos basados en transacción son mucho más objetivos y menos discriminatorios que los basados en concesión por relación. Mitchell y Pearce (2005), evidenciaron empíricamente que los esfuerzos de las grandes instituciones bancarias para economizar en los costos de préstamos a pequeñas empresas las han llevado a moverse a la tecnología de transacción ya que resulta más económico producir información verificable lo que podría conducir potencialmente a una mayor discriminación en los préstamos y no necesariamente menor como se había establecido hasta ahora. Existe evidencia que demuestra que la tecnología de concesión por transacción se presta para discriminar al solicitante. Se recomienda a los grupos minoritarios que cultiven una estrecha relación con los proveedores de crédito y utilicen préstamos basados en relación hasta donde sea posible. Se probó que en el *SSBF* de 1998, los afro-americanos dueños de negocios ya estaban utilizando esta técnica (Mitchell & Pearce, 2007).

Herramientas específicas como el arrendamiento y la factorización (*factoring*) pueden ser útiles en facilitar un mejor acceso al financiamiento, incluso en la ausencia de instituciones bien desarrolladas, como los sistemas de información de crédito y una mayor competitividad de la estructura bancaria (Beck & Demirguc-Kunt, 2006). Según, Beck y Demirguc-Kunt (2006), el arrendamiento viene a ser igual que la tecnología de la concesión basada en activos, una

alternativa a la concesión por relación. Ambas están basadas en el repago mediante los activos. La diferencia está en que la concesión por activos, como mencionamos anteriormente se refiere a las cuentas por cobrar y el inventario, en donde este activo representa un colateral; en cambio en el arrendamiento, el dueño de este activo es el proveedor de crédito o arrendador. En esta alternativa el proveedor de crédito o arrendador establece una relación de arrendamiento con el prestatario o arrendatario en donde le renta el equipo a la empresa. Esto puede brindar a la empresa ventajas en los impuestos y menos trámites legales. La factorización envuelve la venta de cuentas por cobrar del prestatario. No es una técnica de concesión de crédito, aunque se puede ver como un instrumento de financiamiento bastante atractivo para las pequeñas empresas que carecen de información verificable, porque realmente la información que es relevante es la del deudor (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

Mach y Wolken (2006), nos explican que existen algunas diferencias por el género de los dueños, la raza y la etnia y que se atribuye a diferencias en las características de la empresa, como su tamaño. La preferencia por las diferentes instituciones o servicios financieros también se ven afectadas por los diferentes datos demográficos. Aumentar la competitividad en la industria bancaria reduce las diferencias en cuanto al género, la raza y la etnia (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). Otro factor determinante puede ser el tamaño y el sector industrial donde opera la empresa (Carter, Brush, Greene, Gatewood, & Hart, 2003).

#### **2.4.1 Relación con el género.**

El género es un patrón de organización social que estructura las relaciones, principalmente las relaciones de poder, entre hombre y mujer (Harrison & Mason, 2007). Uno de los objetivos de esta investigación es determinar la influencia que puede estar ejerciendo el

género en la decisión de los dueños de pequeñas empresas a utilizar deuda o equidad para financiar sus operaciones.

Según la Administración de Pequeñas Empresas en Estados Unidos, en el año 2002 de 23 millones de empresas no agrícolas, 6.1 millones le pertenecen a la mujer. En ese año estas empresas generaban \$940.8 billones en ingresos y empleaban 7.1 millones de trabajadores. En ese mismo periodo fueron 2.7 millones, las empresas cuyos dueños eran ambos hombre y mujer, añadían \$731.4 billones en ingresos y emplearon 5.7 millones de trabajadores (SBA, 2006). En estos datos queda demostrado, que cuando la empresa le corresponde a dueños de ambos géneros en proporción, el ingreso es mayor y emplean más cantidad de trabajadores, que cuando es únicamente de mujeres. De acuerdo al Centro de Investigación de Negocios de la Mujer (*Center for Women's Business Research*), basado en el Censo de los Estados Unidos, en el 2008 había un total de 10.1 millones de empresas cuyos dueños eran féminas, empleando 13 millones de personas y generando \$1.9 trillones en ingresos. Una de cada cinco mujeres dueñas de empresas excede el \$1 millón en ingresos, a pesar de que menos de un tres por ciento de este total, logra alcanzar la meta del \$1 millón de dólares. La tendencia a partir del 2002 al 2008, de las empresas cuyos dueños son mujeres, ha sido de aumento tanto en la cantidad de negocios, como en los ingresos y en los trabajadores que emplean (*Center for Women's Business Research*).

Investigaciones realizadas utilizando datos de diferentes países han demostrado la importancia del rol femenino en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas. En Italia el empleo por cuenta propia o ser dueño de su propia empresa, entre las féminas es estable, aunque a un nivel bajo de participación. Rosti y Chelli (2005), analizaron el empleo por cuenta propia de las féminas y el papel que juega la discriminación en el mercado laboral. Estos demostraron que existe una relación directa entre estas dos variables, la discriminación y el empleo por cuenta

propia. Esto afecta la decisión de las féminas de lanzarse a establecer su propia empresa y por consiguiente va a afectar la tasa de endeudamiento de las féminas en el mercado de las pequeñas empresas. La discriminación por género reduce los salarios de las mujeres en los empleos y esto disminuye el costo de oportunidad de éstas para emprender por cuenta propia.

En el estudio realizado por Storey (2004), se demostró que en Trinidad y Tobago el género no es una explicación de valor en la distribución de los préstamos, en cambio tiene una influencia importante en la solicitud para financiamiento y en las tasas de negación de los mismos. En otras palabras, probaron que en Trinidad y Tobago, las féminas son menos propensas a solicitar financiamiento que los hombres.

En Canadá se encontró que el género tiene efectos significativos tanto en el acceso al crédito, como en el uso de deuda en su estructura de capital y está significativamente marcado por la discriminación. La evidencia de discriminación racial en Canadá, es consistente con la literatura, tanto teórica como empíricamente y es mucho más marcada cuando es por género, que cuando se considera la raza. En los diferentes países que se han mencionado la palabra discriminación parece ser el denominador común. Sin embargo en Estados Unidos prefieren referirse a esta situación como diferencias (Wu, Hedges, & Zhang, 2005).

Utilizando el *Survey of Small Business Finances 2003*, Mach y Wolken (2006) presentaron que las empresas cuyas dueñas son mujeres, fueron las menos que utilizaron el financiamiento. Similar a este hallazgo en el Reino Unido, Harrison y Mason (2007), concuerdan con este pensamiento y lo atribuyen a que las féminas son más propensas a utilizar ángeles financieros y no financiamiento en instituciones financieras. Estos demostraron que las féminas por lo general no invierten solas, y por esta razón prefieren obtener el capital a través de esta

fuelle. Contrario a lo antes expuesto, en este mismo año, Carter, Shaw, Lam, y Wilson (2007), refutan la información presentada en estudios anteriores en cuanto a la estructura de capital de las empresas de féminas. Estos autores presentan que las empresas cuyos dueños son féminas no comienzan con un nivel bajo de capitalización y bajas proporciones de financiamiento con deuda, como hasta ahora se había reseñado en estudios anteriores. Ellos establecen que las mujeres prefieren empresas que sean de ventas o de servicios no muy complicados con base en el hogar. Por esta razón las empresas van a tener diferencias estructurales (bajos niveles de ventas, bajos niveles de ganancias, como producto de la edad, tamaño y sector de la empresa), versus las de los hombres, esto es una de las razones por las cuales a las mujeres les gusta menos utilizar deuda de fuentes externas. Otra de las razones para no utilizar deuda de fuentes externas, es la discriminación percibida por parte de la oferta y la aversión natural de la mujer a la deuda. Con relación a las diferencias estructurales de la empresa, algunos estudios han reportado que las diferencias en género al obtener deuda de fuentes externas, existen aún cuando se controlan estas diferencias, sin embargo también llegan a la conclusión de que en lugar del género, la estructura de la empresa es el principal determinante (Carter, Shaw, Lam, & Wilson, 2007). En el caso de los hombres la habilidad y la disposición para utilizar fuentes externas de capital fueron determinantes en el crecimiento de la empresa (Coleman, 2007). A pesar de todos estos estudios que revelan que la mujer es menos probable que recurra al financiamiento externo por crédito, Cavalluzzo, Cavalluzzo, y Wolken (2002), encontraron que son el grupo minoritario que más necesidad presenta de crédito. Estos últimos añadieron otra variable muy importante y es la competencia entre las instituciones dentro del mercado bancario. Estas necesidades de crédito sin satisfacer y la concentración en el mercado bancario están inversamente relacionadas. Las necesidades sin satisfacer de las mujeres dueñas incluso aumentan cuando sus empresas están

establecidas en mercados bancarios menos competitivos. Sin embargo en cuanto al acceso al financiamiento también encontraron la misma relación, cuando la competencia en el mercado disminuye, el acceso al financiamiento aumenta o viceversa (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002).

En Italia, la discriminación afecta la decisión de la concesión del préstamo ya que las féminas tienen una tasa más baja de supervivencia en el campo empresarial que los hombres, debido a que su aparente falta de habilidad empresarial y la falta de experiencia aumentan las posibilidades de fracaso (Rosti & Chelli, 2005). Blanchflower, Levine, y Zimmerman (2003), no encontraron evidencia que asociara a la mujer con el discrimen en el mercado de crédito. De acuerdo a lo que hemos investigado pudiéramos pensar que existen otros factores que determinan la tasa de negación con relación al género. En Estados Unidos, se encontró una relación inversa entre la tasa de negación y la competencia en el mercado bancario. Las mujeres dueñas de empresas presentaron un aumento en la tasa de negación, mientras la competencia en el mercado bancario disminuía (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). Si comparamos esto con lo que presentamos anteriormente podemos notar que cuando la competencia en el mercado bancario disminuye, el acceso al financiamiento aumenta pero las necesidades sin cubrir también aumentan, por lo cual podemos concluir que esto se debe a que la tasa de negación también aumenta. Otro factor que puede ser determinante en la tasa de negación de la solicitud de crédito, es la riqueza personal, como por ejemplo las propiedades que posea el dueño (Cavalluzzo & Wolken, 2005).

La educación y la experiencia del dueño, son factores que se toman en consideración para otorgar o denegar una solicitud de crédito. Según Rosti y Chelli (2005), los hombres en Italia, permanecen en el mercado de las pequeñas empresas porque cuando deciden emprender lo hacen

porque probablemente perdieron el empleo o porque ganan más dinero, pero continúan en la misma actividad que llevaban ejerciendo por mucho tiempo y en la que ya tienen vasta experiencia. En cambio las mujeres lo hacen por discriminación y subordinación en sus áreas de trabajo y emprenden sin tener el conocimiento ni la experiencia en el campo. Las variables de capital humano, incluyendo educación y experiencia tienen un impacto positivo en las ganancias de las empresas cuyos dueños son las féminas y las medidas de capital financiero tienen un gran impacto en las ganancias de las firmas de los hombres (Coleman, 2007). Esto es una variable muy importante para la concesión del financiamiento por parte de los suplidores del mismo y que pudiera ser determinante a la hora de probar si existen diferencias en la concesión a través de las diferentes características demográficas. Al igual que en la investigación anterior se espera que los efectos del capital humano sean determinantes en el éxito de una empresa y como tal en la estructura de capital. Sin embargo en el estudio realizado por Carter, Brush, Greene, Gatewood, y Hart en el año 2003, identificaron que de las variables de capital humano, únicamente la educación a nivel graduado, afecta las posibilidades de las mujeres de utilizar capital para financiar sus empresas. Su estudio también sugiere que las mujeres con niveles de educación superior pueden aumentar la probabilidad de obtener financiamiento.

La decisión de conceder el crédito o no hacerlo, puede verse influenciada de alguna manera por los oficiales de las instituciones financieras a cargo de tomar la decisión. Carter, Shaw, Lam, y Wilson, (2007), encontraron que definitivamente el género juega un papel en la toma de decisión de crédito. El oficial evalúa a los solicitantes, no necesariamente por los méritos de su caso en particular, sino, es posible que la percepción del solicitante hombre o mujer por parte del oficial esté siendo saturada por los procesos de socialización de los géneros. Esto pudiera ser la causa de la insatisfacción de las mujeres en negociar con los bancos. El punto

que tuvo la diferencia más significativa, fue en la forma de solicitar y evaluar los criterios presentados por los solicitantes. Por ejemplo, las solicitantes féminas eran valoradas en la magnitud de la investigación que habían realizado de la empresa, mientras que a los hombres solicitantes, los evaluaban en términos de la información que habían brindado acerca de las oportunidades de la empresa, la historia financiera de la empresa y sus características personales en general. Las oficiales féminas, preferían conocer al solicitante hombre en persona y conocer su estado civil, ya que esto podía representar estabilidad personal y responsabilidad financiera. En cambio el oficial hombre indagaba en las mujeres, en cuanto al compromiso que demostraran tener con la empresa, lo que denota claramente que ésta última estaba siendo estereotipada de alguna forma (Carter, Shaw, Lam, & Wilson, 2007).

El costo del financiamiento puede ser un factor que compruebe o rechace las investigaciones existentes. Cavalluzzo, Cavalluzzo, y Wolken (2002), utilizando como base el *SSBF* del año 1993, intentaron probar que la cantidad que pagan las empresas por el financiamiento puede ser una variable determinante, en probar las diferencias entre las características de los diferentes grupos. Estos encontraron que no hay evidencia de que las féminas paguen más por el financiamiento que los hombres. En Canadá se encontró un patrón completamente diferente, ya que el género parece ser un factor determinante en el costo de la deuda (Wu, Hedges, & Zhang, 2005).

El gobierno de un país puede contribuir al bienestar económico de una empresa en desarrollo. A través de la política pública y monetaria, además de ayudas estatales y federales, pueden tener una participación más activa en este mercado. En Italia, una buena política de promoción del empleo por cuenta propia sería asegurarse de que la formación empresarial, es siempre después de un riguroso proceso de selección llevado a cabo a largo plazo y a gran escala

cuantitativa y debe ser orientado al género en específico (Rosti & Chelli, 2005).

En resumen, varios estudios encontraron que las pequeñas empresas cuyos dueños son mujeres son empresas con baja ejecución (Coleman, 2008), menos talento (Rosti & Chelli, 2005), mayor riesgo a fracasar (Rosti & Chelli, 2005), menos experiencia (Rosti & Chelli, 2005), tienen mayor aversión al riesgo (Carter, Shaw, Lam, & Wilson, 2007), en comparación con aquellas cuyos dueños son hombres. Estas empresas lideradas por mujeres tienden a ser más pequeñas, menos orientadas al crecimiento y sus ganancias totales también son menores (Coleman, 2007).

#### **2.4.2 Relación con la raza.**

Existe una confusión a nivel general de lo que es la raza y etnia. La raza, específicamente alude a los factores morfológicos distintivos de esos grupos humanos como color de piel, textura corporal, estatura y rasgos faciales. Es importante aclarar estos conceptos para efectos de esta investigación. Como parte de la clasificación de los grupos a ser identificados bajo la raza, la Oficina de Gerencia y Presupuesto de los Estados Unidos, promulgó que son los siguientes: Indio Americano o Nativo de Alaska, Asiático o de las Islas del Pacífico y blanco o negro. Para efectos de la raza estaré incluyendo blanco y no blanco, agrupando dentro del no blanco, los mencionados anteriormente (Office of Management and Budget (OMB), 1977). Según el *Survey of Business Owners* (SBO) del 2002, la raza afro-americana formaba el 12.44 por ciento de la población y contaba con 5.2 por ciento de las empresas (Barth, Yago, & Zeidman, 2006).

La Gran Migración Negra a principios del 1900, cambió drásticamente el ambiente empresarial de los afro-americanos. La migración contribuyó a crear una tensión racial que

afectó los negocios de este grupo racial. Esto llevó a estos empresarios a adoptar diferentes medidas para volver a establecer su mercado. Entre estas medidas estuvo distribuir sus productos puerta a puerta. Este enfoque les ocasionó una ventaja sobre los demás grupos demográficos, ya que ellos tenían la oportunidad de conocer la impresión de sus clientes directamente. De esta forma ellos tenían la oportunidad de atemperar sus productos con las necesidades de sus clientes a diferencia de los demás que competían en este mercado. Esta medida y algunas adicionales, incluyendo política pública, aportaron a que a finales del 1900 comenzaran a aumentar las empresas cuyos dueños eran negros (Bogan & Darity, 2008).

Estimados del *Characteristics of Business Owners (CBO) Survey*<sup>4</sup> del 1992, citado por Fairlie y Robb (2007), indicaron que las empresas cuyos dueños son negros tienen menos ganancias, y ventas, menos empleados contratados y están más propensas a fracasar que aquellas cuyos dueños son blancos. Las empresas de los negros, están en desventaja de las empresas cuyos dueños son blancos, cuando se trata de tener algún familiar que tuviera una empresa anteriormente y haber trabajado en ella para adquirir experiencia. Basándose en esto, Fairlie y Robb (2007), establecieron una comparación entre los negros y los blancos y encontraron, que la poca probabilidad de haber tenido un miembro en la familia que tuviera su propia empresa antes de comenzar la suya, no contribuye a diferencias raciales en cuanto a las pequeñas empresas. En cambio la carencia de experiencia previa en empresas familiares entre los futuros empresarios negros, tal vez por la restricción de su adquisición de capital humano específico y general, limita el éxito de sus empresas relativo a aquellas de blancos. La dificultad de adquirir capital humano

---

<sup>4</sup> El *Characteristics of Business Owners Survey* provee los únicos datos nacionales disponibles para la comparación de características particulares de datos económicos, demográficos y sociológicos entre las minorías, mujeres, hombres no-minoritarios y todos los dueños de negocios y sus negocios. Esta encuesta es producida por la Oficina del Censo de los Estados Unidos y pretendía ampliar la información del Informe Económico del Censo. Esta encuesta ya se eliminó y en su lugar se creó el *Survey of Business Owners*.

y las diferencias raciales en experiencias previas de trabajo en negocios similares a los que están comenzando, explican parte de los resultados negativos de las pequeñas empresas en este grupo racial. Como estudiado anteriormente, la experiencia y la educación pueden llevar a una empresa al éxito o al fracaso, por lo que son factores a considerar por los proveedores de crédito al momento de evaluar una solicitud. Smith y Welch (1989), al igual que Fairlie y Meyer (2000) citados por Bogan y Darity (2008), concluyeron que la unión de los factores relacionados con los niveles de educación y las tendencias demográficas (incluyendo la Gran Migración Negra) no tienen grandes efectos en la evolución racial con la tasa de empleo por cuenta propia. También encontraron que ni los ingresos relativamente bajos, ni la carencia de experiencia explican los niveles bajos de empleo por cuenta propia entre los negros.

Al igual que a las empresas cuyos dueños son mujeres, estas empresas de negros demostraron ser el otro grupo de minoría que tenían una gran cantidad de necesidad de crédito sin cubrir, sin embargo no aplican para el mismo por temor a que su solicitud sea denegada (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). En el 2003, Blanchflower, Levine, y Zimmerman, coinciden con lo expuesto anteriormente en el sentido de que los negros reportaron tener cierto reparo para solicitar crédito por el temor a que su solicitud fuera denegada debido a los prejuicios y la discriminación. En Canadá el uso de deuda en la estructura de capital presenta estar significativamente marcada por la discriminación racial (Wu, Hedges, & Zhang, 2005). En Trinidad y Tobago, se encontró que la raza ejerce muy poca influencia en las solicitudes para financiamiento (Storey, 2004). Un año antes tuvieron resultados similares en Estados Unidos utilizando los datos del *SSBF* del 2003, no se encontraron diferencias significativas en cuanto a la obtención del crédito por parte de los negros o los blancos, sin embargo recomendaron a los de la raza negra ser más persistentes y solicitar varias veces a los proveedores de crédito, hasta

lograr que sean aceptadas sus solicitudes. Esta recomendación es para evitar que se desanimen y no soliciten, pensando que van a ser denegados, lo que afectaría la obtención del crédito por parte de los negros (Coleman, 2008). Según Mach y Wolken (2006), las empresas también difieren en el uso de los servicios financieros por raza, las empresas con dueños negros, están menos propensos a utilizar los servicios financieros que las firmas cuyos dueños son blancos. De acuerdo a los estudios podemos concluir que el grupo racial del no-blanco utiliza menos financiamiento externo con deuda que los blancos. Por lo cual esta área no debería estar bien representada en su estructura de capital.

El *Community Reinvestment Act (CRA)*<sup>5</sup>, requiere que los bancos separen una porción de sus fondos para las comunidades en las cuales están localizados, para fomentar el desarrollo de las comunidades de bajo y mediano ingreso (Barth, Yago, & Zeidman, 2006). Aún así los blancos son los que obtienen el crédito localmente, en cambio los negros prefieren hacerlo fuera de la concentración del mercado local (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). En su investigación, Cavalluzzo, Cavalluzzo, y Wolken, 2002, encontraron que el negro tiene más probabilidades de que se le deniegue el crédito y tiene más necesidades de crédito sin satisfacer. Aún así es menos probable que un negro aplique para crédito si la competitividad en el mercado aumenta. Ellos probaron que la tasa de negación de financiamiento del negro tiene una relación inversa con la competencia del mercado bancario, en otras palabras que a medida que la tasa de negación aumentaba la competencia disminuía. Ellos no descartan que la discriminación contra este grupo racial no tenga influencia sobre esta decisión, en cambio afirman que la concentración en el mercado bancario si la ejerce. Luego, tres años más tarde, concluyen que existe alguna

---

<sup>5</sup> El "*Community Reinvestment Act*" promulgada por el Congreso en el 1977, se crea para fomentar las instituciones de depósito para ayudar a satisfacer las necesidades de crédito de las comunidades en que operan.

evidencia, aunque todavía no está claro, de que la tasa de negación y la concentración en el mercado bancario están directamente relacionados (Cavalluzzo & Wolken, 2005). En este mismo sentido, Balnchard, Zhao, y Yinger (2005), encontraron evidencia altamente significativa de que las empresas de negros que operan en mercados internacionales son más riesgosas que las empresas de los no-hispanos. Desde el punto de vista de los prestamistas, las empresas de dueños negros que operan fuera del mercado local son más riesgosas que las empresas que operan los blancos, en el mismo mercado y que tienen las mismas características.

Blanchflower, Levine, y Zimmerman (2003), nos plantean que la diferencia en la tasa de concesión del financiamiento entre blancos y negros es sustancial. Específicamente se encontró que las empresas cuyos dueños son individuos negros, enfrentan varios impedimentos en la obtención de financiamiento que van más allá de las diferencias observadas en la solvencia y que atribuyen a la discriminación. Al igual que estos últimos, Storey (2004), en su estudio en Trinidad y Tobago, asocia la discriminación con las tasas de negación ya que en esta medida el Africano reporta tener una diferencia mucho mayor que los demás grupos raciales. Como mencionamos anteriormente otro factor que se toma en consideración y que puede ser importante al analizar la tasa de negaciones es la riqueza personal del dueño. Esto puede explicar aunque en muy poca proporción las diferencias en la tasa de negación entre los blancos y el afro-americano. En cambio nos presentan un factor adicional que lo habíamos mencionado muy poco anteriormente y es el historial de crédito. Encontraron que en el caso de los Afro-americanos este factor resulta ser más importante para explicar las diferencias en la tasa de negación, que para los demás grupos demográficos (Cavalluzzo & Wolken, 2005).

En este tiempo los oficiales de crédito toman la discriminación con mucha seriedad. Estos oficiales son entrenados en el *Community Reinvestment Act*<sup>6</sup> (CRA) y otras legislaciones diseñadas a eliminar la discriminación en el mercado. Se le aplican penalidades, grandes pagos e incluso cárcel a aquellos oficiales específicos que se encuentre que han cometido discriminación (Cavalluzzo & Wolken, 2005). Sin embargo a pesar de esto, Bogan & Darity tan reciente como en el 2008, establecen y cito: “Solamente durante los últimos cuarenta años los negros han experimentado una existencia libre de discriminación sancionada legalmente y mucho progreso se ha hecho. De todos modos, el racismo aún existe en nuestra sociedad y continúa sirviendo como un obstáculo formidable para la participación igual y completa de los negros en la economía nacional”.

El análisis de la tasa de interés aplicada, una vez se concede la solicitud de crédito, es muy delicado. Por lo general las instituciones financieras tienden a controlar más esta parte debido a que se presta para casos legales. En el estudio realizado por Cavalluzzo, Cavalluzzo, y Wolken (2002), encontraron que la tasa de interés no es un factor determinante para establecer diferencias en cuanto a las características demográficas. Ellos explican que las tasas de intereses del mercado, las características del proveedor de crédito, y otras características del préstamo juegan un papel determinante en el interés cargado, existe muy poca evidencia de que el dueño y sus características de crédito, tengan influencia sobre la tasa de interés que le aplican. Sin embargo, sí encontraron que las tasas de intereses tienen flexibilidad con el historial de crédito de la empresa. En el caso de los afro-americanos y los asiáticos no encontraron que hubieran pagado más, que las empresas de los blancos. Un año más tarde Blanchflower, Levine, y

---

<sup>6</sup> La regulación B12 CFR202, Igual Oportunidad de Crédito, prohíbe a los proveedores de crédito discriminar en contra de los solicitantes, establece guías para reunir y evaluar la información de crédito, y requiere notificación por escrito cuando el crédito es denegado.

Zimmerman, expresaron todo lo contrario. Esto debido a que la tasa de interés que se le aplicaba a los préstamos que eran aprobados era más alta para este grupo racial. Ellos encontraron evidencia consistente de que las empresas con dueños negros están en desventaja en el mercado de crédito de las pequeñas empresas, lo que “tradicionalmente se atribuye a la discriminación”. Sin embargo no encontraron evidencia que revelara que esto ocurre a los demás grupos raciales. Conforme a esta investigación Coleman (2008), concuerda en que una vez la solicitud de los prestatarios negros es aprobada, pagan tasas de intereses mucho más altas que los prestatarios blancos. Esto puede representar una limitación al momento de aplicar para el crédito e incluso conlleva altos costos, lo que puede promover el estrés financiero y el fracaso de la empresa.

A través de la historia, han existido prácticas discriminatorias, instituciones y leyes que de una forma u otra han restringido a los empresarios afro-americanos en los diferentes niveles del desarrollo de la empresa (Bogan & Darity, 2008). Fairlie y Robb (2007), sugieren que se creen políticas dirigidas a llevar a cabo programas que atiendan la deficiencia que existe en cuanto a la experiencia previa en negocios familiares entre los negros, pero sobre todo dirigidos a fomentar el empresarialismo y entrenar a los ciudadanos para que estén capacitados para crear su propia empresa. En su artículo, Collins (2007), expone que el gobierno no ha ayudado a las empresas a fomentar el involucramiento corporativo para ayudar en la igualdad e integración de los negros en las empresas por cuenta propia. En el artículo él provee un método, bajo el cual una organización socialmente responsable puede hacerse cargo de las necesidades sociales y económicas del *ghetto* (minorías), por un tiempo en lo que la nueva empresa negra sale a flote y luego le devuelve el dinero invertido a la organización, para de esta forma poder invertirlo en otra con el mismo propósito y poder propagar las empresas de los negros. El resultado de este acuerdo entre la organización de desarrollo comunitario y la empresa es el desarrollo de la

economía negra con una contribución a resolver los problemas raciales y de pobreza.

Las empresas de los negros y de los blancos se concentran en diferentes tipos de industria. Las empresas cuyos dueños son negros no abundan en la industria de la construcción, manufactura, ventas al por mayor, servicios de agricultura, finanzas, seguros y bienes raíces, en comparación con las empresas de los blancos. Las empresas de los negros se concentran más en transportación, comunicaciones, utilidades públicas, y servicios personales (Fairlie & Robb, 2007). En resumen la mayoría de las investigaciones han probado que las probabilidades de que al grupo de los no-blancos le sean denegadas sus solicitudes de crédito, son considerables (Mitchell & Pearce, 2005; Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002; Storey, 2004).

### **2.4.3 Relación con la etnia.**

La etnia comprende los factores culturales como nacionalidad, afiliación religiosa, fe, lenguaje o tradiciones y los rasgos biológicos de un grupo humano. Como parte de la clasificación de los grupos a ser identificados bajo la etnia, la Oficina de Gerencia y Presupuesto (OGP) de los Estados Unidos, promulgó que existen dos categorías: los de origen hispano y los que no son de origen hispano (Office of Management and Budget (OMB), 1977). Como parte de los diferentes grupos étnicos estaré incluyendo el hispano y el no-hispano, según establecido. El SSBF incluye en la categoría de hispanos a las personas de origen Mejicano, Puertorriqueño, Cubano, Centro y Suramericano, y cualquier otro de origen español. Todos los demás son considerados no-hispanos.

Según el *Survey of Business Owners (SBO)* en el 1997 los hispanos eran dueños de 5.8 millones de empresas mientras que en el 2002 la cifra aumentó a 6.9 millones de empresas

(Oficina del Censo de Estados Unidos, 2008)<sup>7</sup>. Según Mach y Wolken (2006), las empresas cuyos dueños son hispanos, han disminuido en el 2003 en comparación con el *SSBF* de 1998. En el 1998, las empresas de hispanos eran 5.6 millones, mientras que en el 2003 se redujo a 4.2 millones<sup>8</sup>.

Para analizar las diferencias en las tasas de negación, Mitchell y Pearce (2005), sugieren que se desglose la información entre tipo de préstamo y tipo de proveedor de crédito ya que se ven influenciados por fuerzas competitivas de diferentes grados y los proveedores de crédito poseen diferentes habilidades y preferencias por diferentes tipos de préstamos. Ellos probaron que segregando la información de esta forma los resultados en las tasas de negación eran diferentes a los encontrados anteriormente. Incluso la evidencia de que existe discriminación en contra de las minorías en Estados Unidos, no es uniforme cuando se hace de esta forma. Uno de los resultados obtenidos es que los hispanos dueños de alguna empresa enfrentan grandes probabilidades de negación de su solicitud de crédito, en los préstamos de transacción. Sin embargo la evidencia de que pueda existir discriminación es muy débil. Esto resulta cuando se sigue la segregación que estos autores presentan, en cambio, Blanchard, Zhao, y Yinger (2005), encontraron evidencia altamente significativa de discriminación en las tasas de negación. Los hispanos dueños de empresas que operan en mercados internacionales son más riesgosos que su contraparte que opera en el mismo mercado y con las mismas características.

---

<sup>7</sup> La metodología utilizada en el SBO es diferente a la utilizada en el *SSBF*, por lo que se dificulta comparar los resultados en el periodo mencionado (U.S. Census Bureau, 2009). Algunas investigaciones concuerdan con que las empresas de los hispanos están aumentando considerablemente (Barth, Yago, & Zeidman, 2006).

<sup>8</sup> Los autores explican que esta diferencia puede haber sido causada por cambios en la metodología de la encuesta. En el *SSBF* del 2003 aumentaron el tiempo que las empresas debían estar operando para ser elegibles para la encuesta. Este cambio afecta los resultados de la misma, ya que por lo general las empresas de las minorías salen del negocio con más rapidez.

Cuando la riqueza personal del dueño y las finanzas personales de éste están sólidas de acuerdo a sus estándares, son un indicador definitivo para otorgarles crédito, ya que se entiende que la probabilidad de re-pago es alta. La información sobre la riqueza personal explica algunas de las diferencias entre los hispanos y los no-hispanos. Se encontró que este grupo minoritario tenía una medida descriptiva baja en cuanto a sus propiedades (Cavalluzzo & Wolken, 2005).

La tasa de negación de los hispanos disminuye cuando la concentración del mercado disminuye y viceversa, si el mercado está más concentrado la tasa de negación también va a ser mayor (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002; 2005). Se encontró que un factor determinante en las diferencias encontradas en la tasa de negación de financiamiento de los hispanos fue su historial de crédito, en comparación con los demás grupos (Cavalluzzo & Wolken, 2005). Esta puede ser una de las razones que explican el hallazgo de Mach y Wolken (2006), en cuanto a que los hispanos por lo general prefieren utilizar otras fuentes de financiamiento de deuda que no sea con los bancos comerciales. Existe evidencia sustancial y significativa de discriminación en la concesión por transacción, en lugar de la concesión por relación que es común que se relacione con la discriminación. Por lo cual se recomienda a los dueños de empresas que son hispanos, cultivar una relación estrecha con los acreedores y utilizar esta tecnología de concesión por relación, a medida que sea posible cuando se solicite crédito en los bancos, para mejorar de alguna manera la tasa de negación de préstamos (Mitchell & Pearce, 2005).

A pesar de que se ha demostrado que las características de los dueños no tienen influencia sobre las tasas de interés aplicadas a las pequeñas empresas, se encontró que en el caso de los hispanos la relación entre la tasa de interés aplicada y la concentración del mercado bancario tienen una relación directa. En otras palabras, cuando el interés pagado por los hispanos en las líneas de crédito aumenta la concentración también aumenta. Esto se probó tomando en

consideración el *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI)<sup>9</sup> y los grupos demográficos (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002). Varios estudios concuerdan con que los hispanos dueños de pequeñas empresas pagan altas tasas de intereses en los préstamos a pesar de que la evidencia es conflictiva. Esto puede tener relación con lo presentado por Blanchard, Zhao, y Yinger en el año 2005, en cuanto a que la discriminación puede estar relacionada a solo algunos tipos de prestamitas particularmente las compañías financieras. Por que las compañías financieras se especializan en prestatarios de alto riesgo.

La idiosincrasia se define como los rasgos y carácter, propios y distintivos de un individuo o de una colectividad (Larousse Editorial, 2000-2006). En el año 2008, Mueller presentó en su investigación, la influencia que ejerce la idiosincrasia sobre la estructura de capital, específicamente la demanda por préstamos nuevos o el costo de la equidad. Los hispanos definitivamente son un grupo que está contenido dentro de la idiosincrasia de dueños de pequeñas empresas de Estados Unidos. Por lo general las empresas privadas, tienen una cantidad limitada de dueños y esos pocos dueños poseen gran parte de la participación de la empresa. Muller, encontró que cuando los propietarios tratan de igualar el costo marginal de la equidad y el financiamiento con deuda, dirigido por los propietarios de empresas que tienen una mayor proporción del valor neto invertido, la demanda por préstamos bancarios es mayor, y esto resulta en un aumento en el nivel de endeudamiento. La carencia de diversificación en la composición de los dueños de la empresa aumenta la demanda por la deuda y a su vez ejerce una influencia determinante en la estructura de capital de la empresa.

---

<sup>9</sup> El HHI es una medida de concentración del mercado bancario. Se calcula cuadrando la participación en el mercado de cada empresa que compite y la  $\sum$  de los resultados. Mientras más cerca de 0 indica estar cerca de la competencia perfecta. Mientras más cerca de 10,000 indica menos competencia y más monopolio.

En general las empresas de los hispanos muestran una conducta financiera que se asemeja bastante a la de sus contrapartes en las ciudades desarrolladas. Sin embargo se deben continuar llevando a cabo investigaciones para fortalecer esa conducta financiera y de esta forma fortalecer la política financiera de las empresas de los hispanos (Sogorb-Mira, 2005).

### **3.0 Metodología**

Este capítulo discute aspectos relacionados con la metodología que se utilizó para realizar esta investigación, la base de datos, las variables y los modelos utilizados para evaluar los objetivos establecidos en el primer capítulo. La base de datos utilizada en este trabajo de investigación fue el *National Survey of Small Business Finances (SSBF)* de 2003.

El SSBF, es una de las bases de datos que provee información de las pequeñas empresas, más grandes que existen en los Estados Unidos. Actualmente es utilizada por cientos de investigadores para aportar al entendimiento general del comportamiento de la economía y las finanzas de las pequeñas empresas. Esta encuesta se llevó a cabo durante el año 2004-2005, entre las empresas que estuvieron operando a finales del año 2003 o al momento de la entrevista, en los Estados Unidos. Estuvo a cargo de la Junta de Gobierno de la Reserva Federal, con la colaboración de la Administración de Pequeños Negocios, SBA, por sus siglas en inglés. La población incluye empresas con fines de lucro, no financieras, rurales y no subsidiarias que tienen menos de 500 empleados. Básicamente, incluye información de las empresas, incluyendo las que no están en el mercado crediticio, características de los dueños de las empresas y un inventario de los usos que estas empresas hacen de los servicios financieros y de los proveedores de los mismos. También contiene información del estado de ingresos y gastos y del estado de situación de estas empresas. La muestra usada fue de cuatro mil doscientas cuarenta (4,240) empresas.

#### **3.1 Herramientas Estadísticas**

El objetivo de esta investigación es demostrar que la raza, el género y la etnia son factores determinantes en la propensidad del dueño en escoger financiamiento con deuda o con

equidad. Para demostrar este objetivo se estará utilizando el modelo econométrico de regresión con variable dependiente binaria, regresión probit. Este modelo es apropiado siempre que se esté modelando para que la variable respuesta o independiente sea binaria. Este modelo permite descubrir la propensidad que existe de que un evento ocurra y no solamente si ocurre o no ocurre. El modelo de regresión probit se expresa de la siguiente forma:

$$P ( y_i = 1|x_i ) = \Phi ( x'_i \beta )$$

Donde  $y_i$  es igual a 1, si la característica evaluada está presente,  $x_i$  representa los factores que afectan la característica evaluada,  $\beta$  es el vector de los coeficientes que se van a estimar y  $\Phi$  es la función de distribución acumulativa normal. Los coeficientes positivos en una variable significan que la probabilidad o propensidad de la variable focal aumenta con la variable que posee el coeficiente positivo (Hoetker, 2007). En esta investigación el modelo de regresión probit se utilizará para estimar dos ecuaciones: una que estará demostrando la propensidad del dueño de acuerdo a los factores demográficos de financiar con deuda y una segunda ecuación que analizará la propensidad de financiar con equidad.

La base de datos de *SSBF*, resulta ser bastante compleja y extensa. Para manejar los datos y poder obtener resultados óptimos se utilizó el programa de *Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*. Este programa de análisis estadístico es usado en todo el mundo por investigadores de diferentes ciencias, compañías que realizan encuestas, el gobierno, universidades, organizaciones de mercadeo y muchos otros.

### 3.2 Variables

Las variables dependientes a ser utilizadas en esta investigación son deuda y equidad, ambas variables binarias, donde cuando son iguales a uno representa la utilización de deuda o equidad por parte de la firma. Para efectos de este estudio la utilización de deuda se define como: el uso de tarjetas de crédito personales para el negocio, tarjetas de crédito de negocio, líneas de crédito, préstamos con los accionistas y cualquier otro tipo de préstamo. La utilización de equidad incluye cualquier inversión que se haya realizado en el negocio y no haya sido a través de deuda o repago. Las variables independientes utilizadas se seleccionaron tomando en consideración las que se han presentado en investigaciones similares. La definición de cada una de las variables a ser utilizadas se presenta en la Tabla 3.1.

Tabla 3.1: Definición de las Variables

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Dun & Bradstreet Credit Score – 1	= 1 si la clasificación de crédito está entre 0 y 10; de lo contrario es 0.
Dun & Bradstreet Credit Score – 2	= 1 si la clasificación de crédito está entre 11 y 25; de lo contrario es 0.
Dun & Bradstreet Credit Score – 3	= 1 si la clasificación de crédito está entre 26 y 50; de lo contrario es 0.
Dun & Bradstreet Credit Score – 4	= 1 si la clasificación de crédito está entre 51 y 75; de lo contrario es 0.
Dun & Bradstreet Credit Score – 5	= 1 si la clasificación de crédito está entre 76 y 90; de lo contrario es 0.
Dun & Bradstreet Credit Score – 6	= 1 si la clasificación de crédito está entre 91-100; de lo contrario es 0
Construcción	= 1 si la industria corresponde a la Construcción; de lo contrario es 0
Manufactura	= 1 si la industria corresponde a la Manufactura; de lo contrario es 0
Transportación/Utilidades Públicas	= 1 si la industria corresponde a la Transportación o Utilidades Públicas; de lo contrario es 0

Tabla 3.1 (continuación)

Variable	Definición
Ventas al por Mayor	= 1 si la industria corresponde a la de Comercio al por Mayor; de lo contrario es 0
Ventas al Contado	= 1 si la industria corresponde a la Comercio al por Menor; de lo contrario es 0
Finanzas/Seguros/Bienes Raíces	= 1 si la industria corresponde a la Fianzas, Seguro y Bienes Raíces; de lo contrario es 0
Servicios	= 1 si la industria corresponde a la Servicios; de lo contrario es 0
Mercado Competitivo	= 1 si la Concentración del Mercado Bancario es menor de 1000; de lo contrario es 0
Mercado Concentración Moderada	= 1 si la Concentración del Mercado Bancario está entre 1,000 y 1,799; de lo contrario es 0
Mercado Altamente Concentrado	= 1 si la Concentración del Mercado Bancario es mayor de 1,800; de lo contrario es 0
Total de Empleados	Número Total de Empleados
Propietario	= 1 si es un solo Dueño; de lo contrario es 0
Sociedad	= 1 si es una Sociedad; de lo contrario es 0
Corporación S	= 1 si es una Corporación S <sup>10</sup> , de lo contrario es 0
Corporación	= 1 si es una Corporación Regular; de lo contrario es 0
Nueva Inglaterra	= 1 si la empresa está localizada en la división censal de Nueva Inglaterra; de lo contrario es 0

---

<sup>10</sup> Una Corporación S es una corporación que no paga impuestos por sus ganancias. Para cualificar como Corporación S, el negocio: debe ser una corporación de Estados Unidos, debe tener solamente una clase de acciones y no mas de 75 accionistas y no debe tener ciertas organizaciones o accionistas que no sean ciudadanos americanos.

Tabla 3.1 (continuación)

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Atlántico Medio	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Atlántico Medio; de lo contrario es 0
Noreste Central	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Noreste Central; de lo contrario es 0
Noroeste Central	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Noroeste Central; de lo contrario es 0
Sur del Atlántico	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Sur del Atlántico; de lo contrario es 0
Sureste Central	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Sureste Central; de lo contrario es 0
Suroeste Central	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Suroeste Central; de lo contrario es 0
Montañosa	= 1 si la empresa está localizada en la división censal Montañosa; de lo contrario es 0
Pacífico	= 1 si la empresa está localizada en la división censal del Pacífico; de lo contrario es 0
Zona Rural	= 1 si es de la Zona Rural; de lo contrario es 0
Zona Urbana	= 1 si es de la Zona Urbana; de lo contrario es 0
Edad del Dueño	= Promedio de la Edad de los Dueños
Menos del grado 11 de Escuela Superior	= 1 si el dueño obtuvo un grado menor del grado 11 de Escuela Superior; de lo contrario es 0
Escuela Superior	= 1 si el dueño es graduado de Escuela Superior; de lo contrario es 0
Estudios Universitarios sin Grado	= 1 si el dueño tiene estudios universitarios pero no obtuvo el grado; de lo contrario es 0
Grado Asociado	= 1 si el dueño obtuvo Grado Asociado en un Programa Académico; de lo contrario es 0

Tabla 3.1 (continuación)

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Programa Vocacional	= 1 si el dueño estuvo en un Programa Vocacional o Escuela de Comercio; de lo contrario es 0
Grado de Bachillerato	= 1 si el dueño obtuvo un grado de Bachillerato; de lo contrario es 0
Grado de Maestría	= 1 si el dueño obtuvo un grado de Maestría; de lo contrario es 0
Establecido por Dueño	= 1 si la empresa fue establecida por el dueño actual; de lo contrario es 0
Empresa Comprada	= 1 si la empresa fue comprada; de lo contrario es 0
Empresa Heredada	= 1 si la empresa fue heredada o fue un regalo; de lo contrario es 0
Empresa Emitida Públicamente	= 1 si la empresa es una empresa pública; de lo contrario es 0
Experiencia	= Años de experiencia del dueño
Edad Firma	= Años de la Empresa Fundada, Adquirida o Comprada
Mujeres	= 1 si el dueño es mujer; de lo contrario es 0
Hispanos	= 1 si el dueño es hispano; de lo contrario es 0
Blancos	= 1 si el dueño es blanco; de lo contrario es 0
Ganancias	= Logaritmo Natural de Ganancia de la Empresa
Total de Activos	= Logaritmo Natural del Total de Activos

### 3.2.1 Variables categóricas.

Las variables se han dividido en categóricas y cuantitativas. Se crearon variables *dummies* para analizar las variables categóricas de manera más efectiva, ya que éstas originalmente se definen por categoría, y luego en términos de 0 ó 1. Las cuantitativas tienen su propio valor numérico. La primera variable independiente que se presenta es la que mide el puntaje de crédito de la empresa. Dun and Bradstreet es una de las compañías que mantiene la base de datos de empresas, más grande que existe actualmente (Dun and Bradstreet, 2009).<sup>11</sup> Esta variable contiene categorías que van del 1 al 6, en donde el número 1 implica que la empresa es más riesgosa y el número 6 que es menos riesgosa. Se incluye la variable del tipo de industria, tipo de organización, zona en la que está establecida la empresa, la educación del dueño y la forma en que fue establecida la empresa. La muestra está estratificada por las nueve divisiones geográficas censales en Estados Unidos. La información de esta variable proviene del *Survey of Business Owners (SBO) del 2002*, de la Oficina del Censo de Estados Unidos. El índice de la concentración del mercado bancario se mide a través del *Herfindahl-Hirschman Index*. Esta variable se define de la siguiente forma: el rango establecido es entre 0 y 10,000, mientras más cerca de 0 indica estar cerca de la competencia perfecta y mientras más cerca de 10,000 indica menos competencia y la existencia de monopolio (US Department of Justice, 2009). Las variables que miden las mujeres, hispanos y blancos dueños de negocios también se presentan como variables categóricas.

---

<sup>11</sup> La información que se encuentra en la base de datos de D&B es recopilada y compilada de millones de transacciones comerciales y bancarias, solicitudes federales de bancarrota, información de los dueños de negocios, empresas de servicios públicos y las oficinas de todos los Secretarios de Estado de Estados Unidos. Además incluye información de cientos de periódicos, publicaciones y noticias electrónicas para completar la información.

### **3.2.2 Variables cuantitativas.**

Las variables cuantitativas que se presentan de los datos de la empresa son: el total de empleados, el tiempo que la empresa lleva fundada, adquirida o comprada, las ganancias y el total de activos. Las que presentan los datos del dueño son: la edad y la experiencia, dentro de las cuantitativas.

Todas las variables que se utilizan en esta investigación para alcanzar los objetivos propuestos, son algunas de las utilizadas en investigaciones anteriores y que se entiende que de alguna manera pueden ser de utilidad en los modelos a utilizarse. Es importante mencionar que el enfoque que utilizan los estudios anteriores está relacionado con la discriminación o las diferencias en la aprobación por diferentes razones incluyendo la raza, el género y la etnia; y en la importancia que tienen estos tres factores (variables) en la otorgación de financiamiento por deuda o en la adquisición de capital.

Esta investigación busca determinar qué influencia ejercen los diferentes factores (variables) sobre la decisión al momento de escoger la mezcla de la estructura de capital de las pequeñas empresas en general. Esta investigación utiliza la misma base de datos que se ha utilizado en otras investigaciones, sin embargo el enfoque es completamente diferente.

## 4.0 Análisis y Resultados de la investigación

### 4.1 Estadísticas Descriptivas

Las estadísticas descriptivas se encuentran en la Tabla 4.1 en donde se puede apreciar la proporción de cada una de las variables categóricas. En la clasificación crediticia de *Dun and Bradstreet*, la concentración mayor que hay de la muestra es en las categorías de menor riesgo. La industria que contiene la mayor cantidad de observaciones es la industria de servicios. Fairlie y Robb (2007), presentaron que la industria de servicios de agricultura y la de servicios personales abundan en las empresas de los blancos y los negros, respectivamente. La concentración del mercado bancario, medido por el *HHI*, demuestra que la gran mayoría de las observaciones se encuentran cuando la concentración del mercado es mayor, mientras que el mercado competitivo tiene un número insignificante de observaciones. Las empresas que poseen un solo dueño o que son de las corporaciones que no tributan por sus ganancias (corporación “S”), son las de mayor representación en esta encuesta. El nivel de educación que posee la mayoría de las personas en esta muestra son dueños de empresas con bachillerato o estudios graduados. El tipo de negocio que aparece representado con una cantidad bastante insignificante es la empresa emitida públicamente, Según Berger y Udell (2002) y Faulkender y Petersen (2006), las pequeñas empresas no tienen acceso a los mercados públicos de capital. Las mujeres están representadas con un 28.9 por ciento, mientras los hombres un 71.1 por ciento; mientras que los hispanos y los no-blancos no están bien representados, ya que solo cuentan con un 4.1 por ciento y 7.5 por ciento respectivamente.

Tabla 4.1: Proporción de las Variables Categóricas

<b>Variabes Categóricas</b>	<b>Proporción</b>
Dun & Bradstreet Credit Score - 1	.071
Dun & Bradstreet Credit Score - 2	.105
Dun & Bradstreet Credit Score - 3	.179
Dun & Bradstreet Credit Score - 4	.272
Dun & Bradstreet Credit Score - 5	.218
Dun & Bradstreet Credit Score - 6	.155
Construcción	.105
Manufactura	.116
Transportación/Utilidades Públicas	.037
Ventas al por Mayor	.072
Ventas al Contado	.190
Fianzas/Seguros/Bienes Raíces	.070
Servicios	.410
Mercado Competitivo	.063
Mercado Concentración Moderada	.449
Mercado Altamente Concentrado	.488
Propietario	.371
Sociedad	.057
Corporación S	.381
Corporación	.245
Nueva Inglaterra	.055
Atlántico Medio	.121
Noreste Central	.148
Noroeste Central	.084
Sur del Atlántico	.178
Sureste Central	.053
Suroeste Central	.095
Montañosa	.085
Pacífico	.181
Zona Rural	.825
Zona Urbana	.175
Menos del grado 11 de Escuela Superior	.015
Escuela Superior	.169
Estudios Universitarios sin Grado	.156

Tabla 4.1: (continuación)

<b>Variables Categóricas</b>	<b>Proporción</b>
Grado Asociado	.091
Programa Vocacional	.077
Grado de Bachillerato	.294
Grado de Maestría	.198
Establecido por Dueño	.728
Empresa Comprada	.213
Empresa Heredada	.058
Empresa Emitida Públicamente	.001
Mujeres	.289
Blancos	.925
Hispanos	.041

En la Tabla 4.2 se presentan los promedios de las variables cuantitativas y de las variables dependientes de deuda y equidad. Las empresas contenidas en esta encuesta son aquellas que tienen menos de 500 empleados, sin embargo el promedio del total de empleados fue de 31 empleados, lo que nos demuestra que dentro de las pequeñas empresas, la gran mayoría son bastante pequeñas. En cuanto a las características del dueño, la mayoría de los dueños de las pequeñas empresas son personas de mayor edad y con mucha experiencia. El promedio del tiempo que las empresas llevan establecidas es 17 años, lo que significa que la mayoría de las empresas encuestadas son empresas ya maduras y no hay un gran número de empresas nuevas. Este resultado concuerda con el obtenido por Mach y Wolken (2006), en el que comparan las empresas de la minoría con los resultados del *SSBF* del 1998 y el 2003 y de acuerdo a esta fuente, la disminución en la cantidad de empresas que poseen los hispanos, es notable.

Tabla 4.2: Promedio de las Variables Cuantitativas

<b>Variables Cuantitativas</b>	<b>Promedio</b>
Total de Empleados	30.96
Edad del Dueño	52.99
Experiencia	21.54
Edad de la Empresa	16.71
Logaritmo Natural de Ganancias	11.2413
Logaritmo Natural de Total de Activos	12.2086
Deuda	.8881
Equidad	.0470

## 4.2 Evidencia Empírica

### 4.2.1 Modelo de regresión probit de deuda.

En el análisis de los resultados del modelo de regresión probit en donde la variable dependiente es la propensión que presenta la empresa en la utilización de deuda, se incluyen como variables independientes algunas características de la empresa y de los dueños. Una vez estimado el modelo de regresión probit de deuda en función de los factores determinados, los resultados empíricos del modelo se presentan en la Tabla 4.3. La especificación de este modelo es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 \text{DEUDA}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{TOT EMPLEADOS}_i + \beta_2 \text{EDAD FIRMA}_i + \beta_3 \text{EDAD DUEÑO}_i + \beta_4 \\
 & \text{EXPER DUEÑO}_i + \beta_5 \text{NUEVA INGL}_i + \beta_6 \text{ATL MEDIO}_i + \beta_7 \text{NORESTE CENTRAL}_i + \beta_8 \\
 & \text{NOROESTE CENTRAL}_i + \beta_9 \text{SUR DEL ATL}_i + \beta_{10} \text{SURESTE CENTRAL}_i + \beta_{11} \text{SUROESTE} \\
 & \text{CENTRAL}_i + \beta_{12} \text{MONTAÑOSA}_i + \beta_{13} \text{MERC COMP}_i + \beta_{14} \text{MERC CONC MOD}_i + \beta_{15} \\
 & \text{RURAL}_i + \beta_{16} \text{DB SCORE 1}_i + \beta_{17} \text{DB SCORE 2}_i + \beta_{18} \text{DB SCORE 3}_i + \beta_{19} \text{DB SCORE 4}_i + \beta_{20} \\
 & \text{DB SCORE 5}_i + \beta_{21} \text{CONSTRUCCION}_i + \beta_{22} \text{MANUFACTURA}_i + \beta_{23} \text{TRANSP/UTIL PUB}_i + \\
 & \beta_{24} \text{VENTAS POR MAYOR}_i + \beta_{25} \text{VENTAS CONTADO}_i + \beta_{26} \text{FIN/SEG/BIEN RAICES}_i + \beta_{27} \\
 & \text{MUJERES}_i + \beta_{28} \text{HISPANOS}_i + \beta_{29} \text{BLANCOS}_i + \beta_{30} \text{ACTIVOS}_i + \beta_{31} \text{MENOS 11 ESC SUP}_i + \\
 & \beta_{32} \text{ESC SUP}_i + \beta_{33} \text{EST UNIV NO GRADO}_i + \beta_{34} \text{ASOCIADO}_i + \beta_{35} \text{VOCACIONAL}_i + \beta_{36} \\
 & \text{MAESTRIA}_i + \beta_{37} \text{EMP COMRADA}_i + \beta_{38} \text{EMP HEREDADA}_i + \beta_{39} \text{EMP PUBLICA}_i + \beta_{40} \\
 & \text{PROPIETARIO}_i + \beta_{41} \text{SOCIEDAD}_i + \beta_{42} \text{CORPORACION}_i + \beta_{43} \text{GANANCIAS}_i
 \end{aligned}$$

Tabla 4.3: Estimados Regresión Probit y Nivel de Significancia del Modelo de Deuda

<b>Variab</b> les	<b>Estimado Probit</b>	<b>Nivel de Significancia</b>
Deuda (Variable Focal)	-0.035	
<b>Características del Dueño</b>		
Blancos	0.382	***
Mujeres	0.171	***
Hispanos	-0.073	
Experiencia	0.001	
Edad del Dueño	-0.005	***
Menos del Grado 11 Esc. Sup.	-0.630	***
Escuela Superior	-0.255	***
Estudios Universitarios Sin Grado	-0.106	**
Grado Asociado	-0.014	
Programa Vocacional	-0.093	
Maestría	0.200	***
<b>Características de la Empresa</b>		
Edad de la Firma	-0.006	***
Total de Empleados	0.001	*
Total de Activos	0.119	***
Ganancias	-0.001	
Zona Rural	0.024	
Nueva Inglaterra	0.253	***
Atlántico Medio	-0.136	***
Noreste Central	0.042	
Noroeste Central	0.119	*
Sur del Atlántico	-0.033	
Sureste Central	-0.078	
Suroeste Central	-0.103	*
Montañosa	0.035	
Mercado Competitivo	0.022	
Mercado Concentración Moderada	0.152	***

Tabla 4.3 (continuación)

<b>Variables</b>	<b>Estimado Probit</b>	<b>Nivel de Significancia</b>
<b>Características de la Empresa</b>		
Db_Score 1	-0.221	***
Db_Score 2	-0.159	***
Db_Score 3	-0.127	**
Db_Score 4	-0.092	*
Db_Score 5	0.007	
Construcción	0.066	
Manufactura	0.237	***
Transportación/Utilidades Públicas	-0.103	
Ventas al por Mayor	0.139	**
Ventas al Contado	-0.058	
Fianzas/Seguros/Bienes Raíces	-0.180	***
Empresa Comprada	-0.057	
Empresa Heredada	-0.235	***
Empresa Emitida Públicamente	-1.648	***
Propietario	-0.402	***
Sociedad	-0.453	***
Corporación	0.160	***
Pseudo R-Square (Cox and Snell) .089		
Notas:		
(i)	El nivel de educación de referencia es el Bachillerato; la zona de referencia es la Urbana; el distrito censal de referencia es el Pacífico; la referencia del HHI es el Mercado Altamente Concentrado; la referencia de Dun & Bradstreet es el Nivel Menos Riesgoso; el sector industrial de referencia es la Industria de Servicios; la Empresa Establecida por el Dueño es la referencia y en el tipo de organización la Corporación S, es la referencia.	
(ii)	*** indica nivel de significancia de 1%, usando un nivel de prueba de dos colas.	
(iii)	** indica nivel de significancia de 5%, usando un nivel de prueba de dos colas.	
(iv)	* indica nivel de significancia de 10%, usando un nivel de prueba de dos colas.	

Una vez estimado el modelo de regresión probit de deuda en función de los factores determinados, se puede notar en la Tabla 4 los resultados empíricos del modelo de deuda. Los resultados del modelo indican que las empresas cuyos dueños son blancos tienden a utilizar deuda en comparación con los dueños de empresas no-blancos. Esto puede guardar relación con

el hallazgo de Blanchflower, Levine, y Zimmerman en el 2003, en el sentido de que los negros reportaron tener cierto reparo para solicitar crédito por el temor a que su solicitud sea denegada debido a los prejuicios y la discriminación ya que encontraron evidencia consistente de que las empresas con dueños negros están en desventaja en el mercado de crédito de las pequeñas empresas. En Canadá también el uso de deuda en la estructura de capital aparenta estar significativamente marcada por la discriminación racial (Wu, Hedges, & Zhang, 2005).

Aquellas empresas cuyos dueños son mujeres son más propensas a utilizar deuda como fuente de financiamiento que empresas cuyos dueños son hombres (a un nivel de significancia de 1%). Los estudios anteriores contrastan este hallazgo. En Canadá se encontró que el género tiene efectos significativos en el uso de deuda en la estructura de capital de las empresas y está significativamente marcado por la discriminación por género (Wu, Hedges, & Zhang, 2005). Mach y Wolken (2006), al igual que Harrison y Mason un año más tarde, presentaron que las empresas cuyos dueños son mujeres, fueron las menos que utilizaron el financiamiento.

Contrario a los resultados esperados, los dueños de empresas que son hispanos, son menos propensos a utilizar deuda como fuente de financiamiento, aunque en esta investigación el coeficiente no es estadísticamente significativo. Esto significa que la etnia definitivamente no es un factor que determine la opción de escoger deuda para financiar las operaciones de la empresa y la estructura de capital. Estudios anteriores nos presentan que el grupo de los hispanos es el más discriminado en cuanto a las tasas de negación (Blanchard, Zhao, & Yinger, 2005; Mitchell & Pearce, 2007) y el interés aplicado (Cavalluzzo, Cavalluzzo, & Wolken, 2002; 2005). Se encontró que este grupo minoritario tenía una medida descriptiva baja en cuanto a sus propiedades, medida que es imprescindible en la obtención de crédito, lo que explica la tasa de negación tan alta en contra de este grupo minoritario (Cavalluzzo & Wolken, 2005). Existe una

gran posibilidad que ante este cuadro de hallazgos que presentan las investigaciones anteriores, este grupo minoritario no considere la deuda, como parte de sus opciones de financiamiento.

Como estudiado anteriormente la experiencia y la educación pueden llevar a una empresa al éxito o al fracaso, por lo que son factores a considerar por los proveedores de crédito al momento de evaluar una solicitud (Bogan & Darity, 2008). De estas dos características del dueño, en esta investigación la educación demuestra que a medida que los dueños poseen grados más altos de educación mayor es la probabilidad de que la empresa escoja deuda para financiar sus operaciones, los niveles bajos de educación son significativos y están menos propensos a escoger deuda en comparación con el grado de bachillerato y maestría. Un estudio desarrollado en el año 2003, sugiere que la probabilidad de obtener financiamiento aumenta en mujeres con niveles de educación superior (Carter, Brush, Greene, Gatewood, & Hart, 2003). En cambio, la experiencia del dueño no es significativa al modelo sin embargo es importante notar que a medida que los dueños poseen más experiencia más propensa está la empresa de utilizar deuda como alternativa de financiamiento.

Según Sogorb (2005) el tamaño de la empresa está positivamente relacionado con la deuda, que sugiere que esta variable determina el nivel de endeudamiento tanto para las empresas grandes como para las pequeñas. Analizando los resultados del modelo podemos concordar con lo investigado por Sogorb, ya que los resultados nos permiten concluir que mientras mayor es el número de empleados de la empresa, mayor es la propensidad de ésta a utilizar deuda como alternativa de financiamiento.

A medida que el total de activos de la empresa aumenta, la propensidad de escoger deuda también aumenta (a un nivel de significancia del 1%). En un estudio anterior se había encontrado

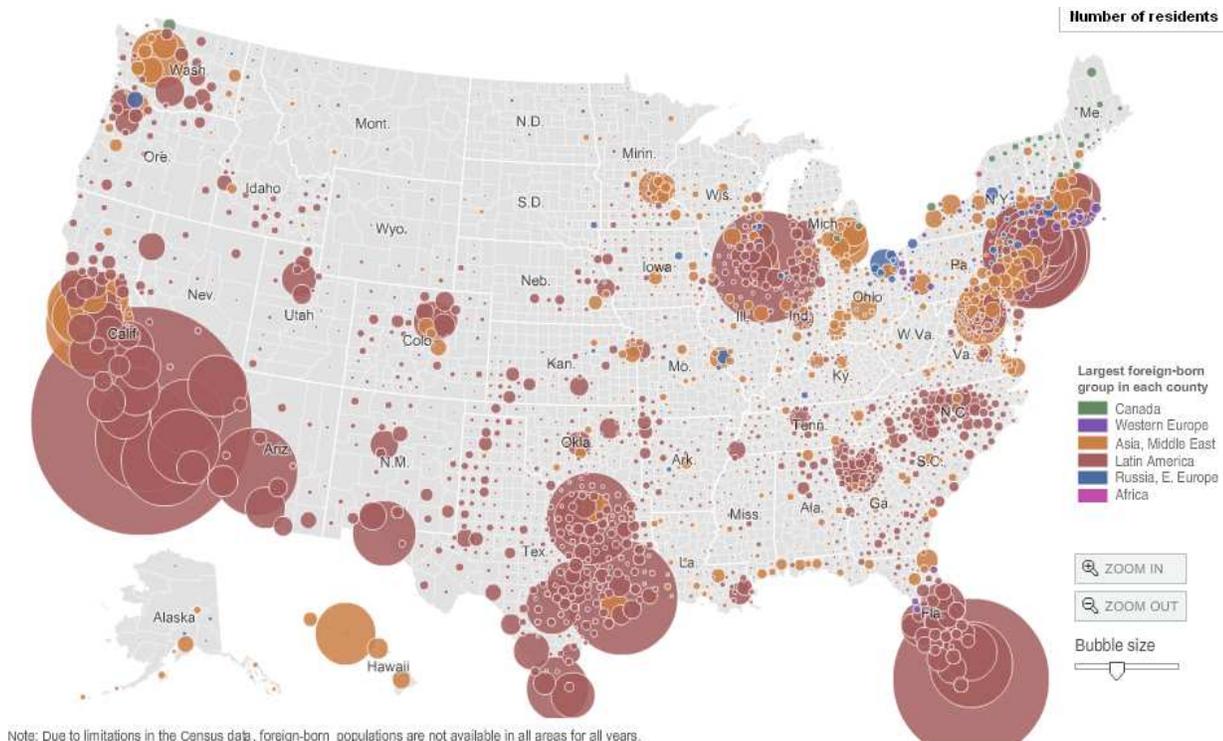
que la estructura de los activos esta positivamente relacionada con el total de endeudamiento de la empresa, recordando que las pequeñas empresas estan más propensas a experimentar los problemas de riesgo moral, y selección adversa, por consiguiente el valor de sus activos puede ayudar a reducir esta clase de problemas (Sogorb-Mira, 2005).

Las ganancias de la empresa no resultan ser determinantes en la decisión de una empresa de escoger deuda para financiar sus operaciones, y su coeficiente estimado es negativo y casi cero. El coeficiente negativo de las ganancias implica evidencia de la Teoría de *Pecking Order*, donde las pequeñas empresas tienden a usar menos deuda para financiar sus actividades (Sogorb-Mira, 2005).

En cuanto a las divisiones geográficas, las divisiones que están significativamente relacionadas con el modelo y son más propensas a escoger deuda como fuente de financiamiento son la división de Nueva Inglaterra y la división Noroeste Central. Aquí encontramos estados como: Massachusetts, Iowa, Missouri y Kansas entre otros (Bureau, 2009). La división del Suroeste Central y el Atlántico Medio que comprende estados como: Texas, Louisiana, Nueva York, y Pensilvania, entre otros, son menos propensos a utilizar deuda que la división del Pacífico, que comprende a California, Washington, Oregón, entre otros (Bureau, 2009). Si comparamos estos resultados con los que vemos en la Figura 1, las que son más propensas son las áreas que tienen menos cantidad de inmigrantes, mientras que las que son menos propensas son las que en su población hay una cantidad mayor de inmigrantes. Haciendo una extensión de este análisis podemos concluir que en aquellas áreas en las que la cantidad de inmigrantes es menor es más probable escoger deuda y en las que existe una mayor cantidad de inmigrantes la propensidad de escoger deuda es menor. En estas áreas la concentración de dueños de empresas que son blancos y no son hispanos es mayor y utilizan más deuda que los inmigrantes no-blancos

y los hispanos. Esto apoya las investigaciones anteriores que según Barth, Yago, & Zeidman (2006), la discriminación es notable en aquellos distritos censales que poseen una gran población de hispanos y afroamericanos, por lo que es menos probable que utilicen deuda.

Figura 1: Distribución de Inmigrantes por Divisiones Geográficas Censales



Tomado de la página electrónica de la página del New York Times (Bloch & Gebeloff, 2009)

La concentración del mercado bancario medido por el Índice *HHI*, indica que a mayor concentración monopolística, mayor es la propensión a escoger deuda. Este hallazgo confirma lo antes expuesto por Cavalluzzo, Cavalluzzo y Wolken (2002), que encontraron que cuando la competencia en el mercado disminuye (mercado más concentrado), el acceso al financiamiento aumenta, por lo cual el uso de deuda aumenta.

El historial crediticio de la empresa medido por Dun & Bradstreet nos permite concluir que a medida que la empresa sea más riesgosa la propensión a utilizar deuda es menor. En otras

palabras es más probable que una empresa que es menos riesgosa utilice la deuda como una opción de financiamiento. La madurez o edad de la empresa resulta ser estadísticamente significativa y a medida que la empresa tiene más tiempo la probabilidad de escoger deuda es menor.

La industria de la manufactura y de las ventas al por mayor, son los dos tipos de industria cuya propensidad a utilizar deuda es mayor. Esto concuerda con lo presentado por Fairlie y Robb en el 2007, ya que ellos encontraron que las empresas cuyos dueños son negros no abundan en este tipo de industria, por lo cual estas industrias son dominadas por los blancos en cuyo caso son los más propensos a utilizar deuda. La forma en que se establece la empresa es determinante en la decisión de escoger deuda como opción de financiamiento, con excepción de la empresa que se establece comprándola a un dueño anterior. Todas las opciones están menos propensas a escoger deuda en comparación con la empresa que ha sido establecida por su propio dueño. En otras palabras cuando la empresa tiene un solo dueño está más propensa a utilizar deuda, Mueller en el año 2008 encontró que la carencia de diversificación en la composición de los dueños de la empresa aumenta la demanda por la deuda y a su vez ejerce una influencia determinante en la estructura de capital de la empresa. De la misma forma todos los tipos de organización son determinantes en esta decisión. Cuando la organización es una sociedad o tiene un solo dueño la probabilidad de escoger deuda es menor que cuando es corporación o corporación “S”.

En general los resultados ilustran que de las características del dueño que pueden determinar la opción de la empresa a escoger deuda para financiar sus operaciones son la raza, el género, la educación y la edad del dueño. La etnia no es un factor determinante en esta decisión. De una forma u otra todas las características de la empresa son determinantes en la decisión de escoger deuda como fuente de financiamiento, algunos factores son más propensos que otros,

pero en su gran mayoría todos son determinantes. Esto apoya la teoría de *trade off*, que predice que las empresas seleccionan su estructura de capital, estimando el coeficiente de endeudamiento como una función de las características de la empresa (Faulkender & Petersen, 2006; Myers, 2001).

#### 4.2.2 Modelo de regresión probit de equidad.

En esta investigación también se evaluó la propensidad que tienen las empresas a utilizar equidad como fuente de financiamiento. La especificación de este modelo es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{EQUIDAD}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{TOT EMPLEADOS}_i + \beta_2 \text{EDAD FIRMA}_i + \beta_3 \text{EDAD DUEÑO}_i + \\ & \beta_4 \text{EXPER DUEÑO}_i + \beta_5 \text{NUEVA INGL}_i + \beta_6 \text{ATL MEDIO}_i + \beta_7 \text{NORESTE CENTRAL}_i + \beta_8 \\ & \text{NOROESTE CENTRAL}_i + \beta_9 \text{SUR DEL ATL}_i + \beta_{10} \text{SURESTE CENTRAL}_i + \beta_{11} \text{SUROESTE} \\ & \text{CENTRAL}_i + \beta_{12} \text{MONTAÑOSA}_i + \beta_{13} \text{MERC COMP}_i + \beta_{14} \text{MERC CONC MOD}_i + \beta_{15} \\ & \text{RURAL}_i + \beta_{16} \text{DB SCORE 1}_i + \beta_{17} \text{DB SCORE 2}_i + \beta_{18} \text{DB SCORE 3}_i + \beta_{19} \text{DB SCORE 4}_i + \beta_{20} \\ & \text{DB SCORE 5}_i + \beta_{21} \text{CONSTRUCCION}_i + \beta_{22} \text{MANUFACTURA}_i + \beta_{23} \text{TRANSP/UTIL PUB}_i + \\ & \beta_{24} \text{VENTAS POR MAYOR}_i + \beta_{25} \text{VENTAS CONTADO}_i + \beta_{26} \text{FIN/SEG/BIEN RAICES}_i + \beta_{27} \\ & \text{MUJERES}_i + \beta_{28} \text{HISPANOS}_i + \beta_{29} \text{BLANCOS}_i + \beta_{30} \text{ACTIVOS}_i + \beta_{31} \text{MENOS 11 ESC SUP}_i + \\ & \beta_{32} \text{ESC SUP}_i + \beta_{33} \text{EST UNIV NO GRADO}_i + \beta_{34} \text{ASOCIADO}_i + \beta_{35} \text{VOCACIONAL}_i + \beta_{36} \\ & \text{MAESTRIA}_i + \beta_{37} \text{EMP COMRADA}_i + \beta_{38} \text{EMP HEREDADA}_i + \beta_{39} \text{EMP PUBLICA}_i + \beta_{40} \\ & \text{PROPIETARIO}_i + \beta_{41} \text{SOCIEDAD}_i + \beta_{42} \text{CORPORACION}_i + \beta_{43} \text{GANANCIAS}_i \end{aligned}$$

Los resultados del modelo de regresión probit para determinar la propensidad de las empresas a utilizar equidad como fuente de financiamiento se presentan en la Tabla 4.4. El análisis del modelo indica que aquellas empresas cuyos dueños son blancos están más propensos a escoger equidad como fuente de financiamiento en su estructura de capital en comparación con los no-blancos (coeficiente significativo al uno por ciento).

Tabla 4.4: Estimados Regresión Probit y Nivel de Significancia del Modelo de Equidad

<b>Variables</b>	<b>Estimado Probit</b>	<b>Nivel de Significancia</b>
Equidad (Variable Focal)	1.967	
<b>Características del Dueño</b>		
Blancos	.253	***
Mujeres	-.063	
Hispanos	.055	
Experiencia	.004	
Edad del dueño	-.009	***
Menos del Grado 11 Esc. Sup.	-.183	
Escuela Superior	-.148	***
Estudios Universitarios Sin Grado	-.027	
Grado Asociado	.026	
Programa Vocacional	-.226	***
Maestría	.065	
<b>Características de la Empresa</b>		
Edad de la Firma	-.008	***
Total de Empleados	.000	
Total de Activos	.091	***
Ganancias	-.043	***
Zona Rural	-.053	
Nueva Inglaterra	.063	
Atlántico Medio	-.169	**
Noreste Central	-.090	
Noroeste Central	.013	
Sur del Atlántico	.014	
Sureste Central	.127	
Suroeste Central	-.125	*
Montañosa	-.028	
Mercado Competitivo	.027	

Tabla 4.4: (continuación)

<b>Variables</b>	<b>Estimado Probit</b>	<b>Nivel de Significancia</b>
<b>Características de la Empresa</b>		
Mercado Concentración Moderada	.087	**
Db_Score1	.192	**
Db_Score2	.356	***
Db_Score3	.219	***
Db_Score4	-.021	
Db_Score5	.011	
Construcción	-.162	**
Manufactura	-.111	*
Transportación/Utilidades Públicas	-.250	**
Ventas al por Mayor	-.140	*
Ventas al Contado	.167	***
Fianzas/Seguros/Bienes Raíces	-.071	
Empresa Comprada	-.140	***
Empresa Heredada	-.249	***
Empresa Emitida Públicamente	9.419	
Propietario	.051	
Sociedad	.218	***
Corporación	.099	**
Pseudo R-Square (Cox and Snell) .026		
Notas:		
(i)	El nivel de educación de referencia es el Bachillerato; la zona de referencia es la Urbana; el distrito censal de referencia es el Pacífico; la referencia del HHI es el Mercado Altamente Concentrado; la referencia de Dun & Bradstreet es el Nivel Menos Riesgoso; el sector industrial de referencia es la Industria de Servicios; la Empresa Establecida por el Dueño es la referencia y en el tipo de organización la Corporación S, es la referencia.	
(ii)	*** indica nivel de significancia de 1%, usando un nivel de prueba de dos colas.	
(iii)	** indica nivel de significancia de 5%, usando un nivel de prueba de dos colas.	
(iv)	* indica nivel de significancia de 10%, usando un nivel de prueba de dos colas.	

Las características de los dueños relacionados con la raza y la etnia resultaron no estar estadísticamente relacionados con el modelo. El resultado indica que los factores de raza y etnia

no son determinantes en la decisión del dueño de la empresa en el momento de escoger la equidad como fuente de financiamiento de su estructura de capital.

Los dueños con edad avanzada están menos propensos a escoger equidad como fuente de financiamiento. La educación de los dueños de las pequeñas empresas no resulta ser un factor fuertemente determinante en esta decisión. Con excepción de los dueños que hayan completado escuela superior o un grado vocacional que son menos propensos a utilizar equidad en comparación con los que hayan completado su grado de bachillerato.

Entre las características de la empresa que aportan significativamente se encuentra el total de activos que la empresa posee. Se demuestra que a medida que los activos de la empresa aumentan la propensidad a escoger equidad también aumenta (a un nivel de significancia del 1%). Este hallazgo es similar al encontrado por Ruiz (1998) que indica que las empresas con un nivel más alto de activos son más propensas a utilizar financiamiento externo de equidad. A diferencia del modelo de deuda, las ganancias son un factor determinante en el modelo de equidad. A medida que las ganancias aumentan el dueño está menos propenso a escoger equidad. Este resultado contrasta con la Teoría de Pecking Order que establece que cuando los recursos internos se agotan, se recurre a la deuda con fuentes externas y el último recurso es la equidad externa (Myers, 2001). Sin embargo, Ou y Haynes (2006), establecen que las empresas con menos ganancias están más propensas a seleccionar equidad.

A medida que una empresa sea más madura o lleve más tiempo operando, la propensidad a escoger equidad como fuente de financiamiento disminuye. Ou y Haynes (2006) encontraron que cuando una empresa es joven está más propensa a escoger equidad. Carter, Brush, Greene, Gatewood y Hart (2003) al igual que Ou y Hanes (2006), encontraron que otro factor

determinante puede ser el tamaño de la empresa. Contrario a este hallazgo, el tamaño de la empresa, determinado por la cantidad de empleados no fue estadísticamente significativo con el modelo de equidad y su coeficiente estimado es cero. En otras palabras el tamaño de la empresa no es un factor determinante como se había establecido anteriormente.

En cuanto a las divisiones geográficas, las divisiones que están significativamente relacionadas con el modelo y son menos propensas a escoger equidad como fuente de financiamiento son al igual que en el modelo de deuda; la división del Atlántico Medio y la división Suroeste Central en comparación con la división del Pacífico. Ninguna otra división demostró ser determinante en esta decisión. Estas divisiones que son significativas, son las de mayor concentración de inmigrantes (ver Figura 1).

La clasificación crediticia de la empresa, basada en Dun & Bradstreet, nos demuestra que mientras más riesgosa es la empresa mayor es la propensidad de ésta de escoger equidad como fuente de financiamiento. Incluso las categorías 5 y 6 que son las menos riesgosas no están estadísticamente relacionadas con el modelo de equidad.

El tipo de industria es un factor que definitivamente determina la propensidad de una empresa a escoger equidad para financiar sus operaciones. Como lo expresaron anteriormente Carter, Brush, Greene, Gatewood, y Hart en el año 2003. Con excepción de la industria que se dedica a las fianzas, seguros y bienes raíces, la cual es la única que no es significativa, todas las demás son significativas del 1% al 10 % y están menos propensas a escoger equidad que la industria de servicios. Ruiz (1998) expuso que la industria de manufactura y empresas propensas a la exportación son más propensas a utilizar financiamiento externo de equidad, mientras que la industria de ventas al contado prefiere el financiamiento interno de equidad.

Las empresas que fueron heredadas o compradas son significativas al 1% y son menos propensas a escoger equidad que la empresa que fue establecida por su propio dueño. Cuando una empresa tiene un solo dueño no es determinante en la decisión de escoger equidad para financiar sus operaciones. En cambio las sociedades y las corporaciones si son determinantes en esta decisión y están más propensos a escoger equidad como fuente de financiamiento. Odgen, Jen, y O'Connor (2002), entienden que esto se debe a que las pequeñas empresas confían sustancialmente en financiar sus operaciones internamente, ya sea con equidad por parte del dueño principal o por deuda privada de otros individuos, ya que de esta forma el dueño principal mantendría el mayor control de la empresa. Los hallazgos presentados por Ruiz (1998), apoyan lo antes expuesto.

La competencia del mercado determinada por el Índice *HHI*, al igual que en el modelo de deuda resulta que a mayor concentración del mercado mayor es la propensidad a escoger equidad. Cuando el mercado es competitivo no es determinante en la decisión de escoger equidad para financiar las operaciones.

En este modelo en que el objetivo es determinar que características del dueño y de la empresa determinan la propensidad de éste de escoger equidad como fuente para financiar sus operaciones, las características del dueño que son determinantes en esta decisión son: la raza y la edad del dueño. El género y la etnia no son factores determinantes en esta decisión. En parte esto contrasta con los hallazgos de Ou y Haynes (2006), que entienden que en adición a algunos otros factores, la preferencia por el riesgo, el tamaño de la empresa y las características de los dueños, juegan un papel bien importante en la decisión de la obtención de capital de equidad.

En general los resultados ilustran que las características de la empresa que son

determinantes en esta decisión de escoger equidad son: la edad de la empresa, el total de activos y de ganancias, la clasificación crediticia, el tipo de industria, la forma en que fue establecida la empresa y el tipo de empresa. En este modelo podemos concluir que la mayoría de las características de la empresa determinan la representación de la equidad en la estructura de capital de la empresa.

Cuando hacemos un análisis comparativo de ambas decisiones, notamos que las características del dueño que son significativas en ambos modelos son la raza y la edad del dueño. En ambos modelos, a mayor edad del dueño, la empresa está menos propensa a escoger equidad y/o deuda. En comparación de las características de la empresa, es definitivo que la gran mayoría de éstas son determinantes en la decisión de escoger equidad, y no es tan marcado en la opción de deuda. El total de activos es un factor que determina cualquiera de las dos opciones, a mayor cantidad de activos que la empresa posea mayor será la propensidad de escoger deuda y/o equidad. La madurez de la empresa se comporta diferente, mientras mayor sea el tiempo que la empresa lleva operando, menor es la propensidad a escoger ya sea deuda y/o equidad. La medida de la concentración del mercado de igual forma determina la propensidad de ambas decisiones. A mayor concentración monopolística mayor es la propensidad de escoger deuda y/o equidad.

La etnia no resultó ser estadísticamente significativa en ninguna de las dos opciones. Es importante notar en las estadísticas descriptivas de la muestra, que en esta encuesta los hispanos sólo representaron un 4.1% del grupo étnico, dato que pudo haber determinado este resultado. De todas formas se ha demostrado empíricamente que este grupo está considerado uno de los más rezagados, dentro de los de la minoría. Otro dato que aporta en esta conclusión es que como vimos anteriormente las empresas de los hispanos han mermado a partir del año 1998 hasta el año 2003, de acuerdo a la base de datos utilizada.

## 5.0 Conclusiones y Recomendaciones para Investigaciones Futuras

El objetivo de este trabajo de investigación era determinar la influencia que ejercen las características del dueño y de la empresa, sobre la decisión al determinar la composición de la estructura de capital de las pequeñas empresas en general. Este trabajo presenta investigaciones empíricas que discuten los diferentes factores que afectan la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas. La revisión de la literatura compila las tendencias y recomendaciones al utilizar financiamiento tanto de equidad como de deuda.

El análisis realizado permitió demostrar empíricamente cuales de las características de la empresas y del dueño, que fueron evaluadas, resultaron ser determinantes en la obtención del financiamiento externo de las pequeñas empresas. Los siguientes hallazgos resultaron de esta investigación y permiten completar uno de los objetivos propuestos, en cuanto a la decisión de la empresa a escoger equidad como alternativa para financiar sus operaciones. Las características demográficas que son determinantes en esta decisión son la raza y la edad del dueño. En general, los resultados demuestran que las características de la empresa que son determinantes en la propensidad a utilizar equidad son la edad de la empresa, el total de activos y de ganancias, la clasificación crediticia, industria a la que pertenece la empresa, la forma en que fue establecida la empresa y cómo la empresa fue organizada.

Es importante señalar que en este estudio las variables que resultaron ser determinantes en la opción de la empresa a escoger deuda para financiar sus operaciones son la raza, el género, la educación y la edad del dueño. La etnia no resultó ser un factor determinante en esta decisión. Con excepción de las ganancias, las demás características de la empresa resultaron ser relevantes en seleccionar deuda como fuente de financiamiento.

Los resultados reflejan que las características del dueño que son significativas en los modelos de deuda y equidad son la raza y la edad del dueño. En ambos modelos existe una relación indirecta entre la edad del dueño y la propensidad de utilizar deuda o equidad. El total de activos, la madurez de la empresa y la medida de la concentración del mercado bancario son factores que determinan el que las empresas seleccionen deuda o equidad como fuente de financiamiento de sus operaciones.

Esta investigación, puede ser de utilidad tanto para los dueños de pequeñas empresas en los Estados Unidos, como para los empresarios locales, luego de atemperarla al ámbito local. Considerando que en Puerto Rico tenemos condiciones económicas y composición de mercados similares a Estados Unidos, el modelo de deuda nos permite identificar cuales de las características estudiadas de la empresa son más propensas a utilizar deuda. De igual forma los resultados permiten identificar las características del dueño y de la empresa que determinan el financiamiento de la estructura de capital. De esta forma el dueño de la empresa puede tomar una decisión con fundamento, luego de tener criterios adicionales de evaluación. En esta misma línea, las instituciones locales que otorgan crédito, los inversionistas e incluso los proveedores de capital de riesgo, pueden identificar el perfil de sus potenciales clientes, de forma que puedan contribuir a reducir algunas de las limitaciones en el financiamiento de las pequeñas empresas y a su vez atraer beneficios económicos propios.

### **5.1 Recomendaciones para Investigaciones Futuras**

Considerando que la base de datos utilizada para esta investigación fue desarrollada en y para los Estados Unidos, sería pertinente desarrollar una base de datos en Puerto Rico, que sea similar a la utilizada en esta investigación. De esta forma sería posible realizar investigaciones

que faciliten el desarrollo y estabilidad de las pequeñas empresas en el país, aporten al estudio de las finanzas y de otras áreas relacionadas.

Un complemento de esta investigación sería identificar si existen diferencias significativas entre las razones oficiales para la denegación de crédito entre aquellas empresas que solicitan préstamos y la percepción que tienen las empresas en cuanto a esta decisión. Además se podría analizar si existen diferencias en cuanto a género, raza y etnia en este aspecto.

Existen muchas áreas que se pueden investigar para aportar de manera significativa al desarrollo de la economía. Entre estas, la influencia que ejercen los grupos *entrepreneurial funding teams* (EFT)<sup>12</sup> en la composición de la estructura de capital y en el desempeño financiero de la empresa y si de alguna manera los EFTs se ven afectados por las características demográficas de los dueños y de los integrantes del equipo. Sería interesante analizar cómo las redes sociales influyen en la composición de la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas, más allá de las características demográficas de los dueños.

---

<sup>12</sup> Un EFT's es un grupo de dos o más individuos que se unen para establecer un negocio. El fin primordial de estos grupos es tener diversidad entre los miembros, de forma que se faciliten las gestiones financieras que requiere una empresa.

## 6.0 Bibliografía

Barth, J. R., Yago, G., & Zeidman, B. (Abril de 2006). Barriers to entrepreneurship in emerging domestic markets: Analysis and recommendations. *Working Paper for Milken Institute*.

Bates, T., & Bradford, W. D. (2008). Venture-capital investment in minority business. *Journal of Money, Credit and Banking* , 40 (2-3), 489-504.

Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprise: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance* (30), 2931-2943.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2005). SMEs, growth, and poverty: cross-country evidence. *Journal of Economic Growth* (10), 199–229.

Berger, A. N., & Scott Frame, W. (2007). Small business credit scoring and credit availability\*. *Journal of Small Business Management* , 45 (1), 5-22.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. (R. E. Society, Ed.) *The Economic Journal* (112), F32-F53.

Blanchard, L., Zhao, B., & Yinger, J. (diciembre de 2005). Do credit market barriers exist for minority and woman entrepreneurs? *Working Paper No.74 Center for Policy Research Maxwell School of Citizenship and Public Affairs* . Syracuse, New York.

Blanchflower, D. G., Levine, P. B., & Zimmerman, D. J. (2003). Discrimination in the small business credit market. *The Review of Economics and Statistics* , 85 (4), 930-943.

Bloch, M., & Gebeloff, R. (2009, marzo 10). *Immigration Explorer*. Recuperado el 11 de abril de 2009, de The New York Times: <http://www.nytimes.com/interactive/2009/03/10/us/20090310-immigration-explorer.html>

Bogan, V., & Darity, W. J. (2008). Culture and entrepreneurship? African american and immigrant self-employment in the United States. *The Journal of Socio-Economics* .

Bureau, U. C. (10 de marzo de 2009). *Resources for locating 2000 and 1990 census tracts and associated data*. Recuperado en abril de 2009, de US Census Bureau:  
<http://www.census.gov/geo/www/tiger/glossry2.pdf>

Business Journal. (31 de marzo de 2009). *Business journal features news, articles and help for small businesses*. Recuperado el 31 de marzo de 2009, de Business Journal:  
[www.dirjournal.com/business-journal/some-major-us-companies-that-went-bankrupt](http://www.dirjournal.com/business-journal/some-major-us-companies-that-went-bankrupt)

Carter, N., Brush, C. G., Greene, P. G., Gatewood, E., & Hart, M. M. (2003). Women entrepreneurs who break through to equity financing: the influence of human, social and financial capital. *Venture Capital* , 5 (1), 1-28.

Carter, S., Shaw, E., Lam, W., & Wilson, F. (2007). Gender, entrepreneurship, and bank lending: The criteria and processes used by bank loan officers in assessing applications. *Entrepreneurship: Theory and Practice* , 31 (3), 427-446.

Cavalluzzo, K. S., Cavalluzzo, L. C., & Wolken, J. D. (2002). Competition, small business financing, and discrimination from a new survey\*. *Journal of Business* , 75 (4), 641-677.

Cavalluzzo, K., & Wolken, J. (2005). Small business loan turndowns, personal wealth, and discrimination\*. *Journal of Business* , 78 (6), 2153-2177.

Center for Women's Business Research. (3 de diciembre de 2008). *New study shows women own 20% of businesses with revenues exceeding \$1million*. Recuperado el 30 de marzo de 2009, de National Foundation for Women Business Owners: <http://www.nfwbo.org>

Coleman, S. (2007). The Role of human and financial capital in the profitability and growth of women-owned small firms. *Journal of Small Business Management* , 45 (3), 303-320.

Coleman, S. (2008). The use of debt by black-owned firms: recent evidence from the 2003 survey of small business finances. *Journal of Developmental Entrepreneurship* , 13 (1), 39-57.

Collins, J. W. (2007). White participation in black business: a proposed corporate model. *American Business Law Journal* , 269-280.

Congress, C. o. (2008). *Small business economic outlook: assesing current conditions and challenges to growth*. US: U.S House Of Representatives.

Dun and Bradstreet. (2009). *D&B Small Business Credit Solutions - Dun & Bradstreet*. Recuperado el 1 de Abril de 2009, de D&B Small Business Solutions:  
<http://smallbusiness.dnb.com/webapp/wcs/stores/servlet/SmbHome?storeId=10001>

Fairlie, R. W., & Robb, A. M. (2007). Why are black-owned businesses less succesful than white-owned businesses? The role of families, inheritances, and business human capital. *Journal of Labor Economics* , 25 (2), 289-323.

Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2006). Does source of capital affect capital structure? *The Review of Financial Studies* , 19 (1), 45-79.

Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2007). Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. *Entrepreneurship: Theory and Practice* , 31 (3), 445-473.

Hoetker, G. (2007). The use of logit and probit models in strategic management research: critical issues. *Strategic Management Journal* , 28, 331-343.

Larousse Editorial, S. (2000-2006). *Diccionarios en 10 idiomas*. Recuperado en abril de 2009, de Diccionarios.com: <http://www.diccionarios.com/consultas.php>

Mach, T. L., & Wolken, J. D. (Oct de 2006). Financial services used by small businesses: evidence from the 2003 survey of small business finances. *Federal Reserve Bulletin*, págs. A167-A195.

Mitchell, K., & Pearce, D. K. (2005). Availability of financing to small firms using the survey of small business finances. *The Small Business Research Summary* (257), 1-68.

Mitchell, K; Pearce, D.K. (2007). *Discrimination and relationship vs. Transaction lending to small businesses*. North Carolina: Small Business Administration's Office of Advocacy.

Mueller, E. (2008). How does owners' exposure to idiosyncratic risk influence the capital structure of private companies? *Journal of Empirical Finance* , 15, 185-198.

Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* , 15 (2), 81-102.

Odgen, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2002). *Advanced Corporate Finance Policies and Strategies* (págs. 70-183).

Office of Management and Budget (OMB). (12 de mayo de 1977). Statistical policy directive number 15, race and ethnic standards for federal statistics and administrative reporting. United States.

Oficina del Censo de Estados Unidos. (6 de junio de 2008). *SURVEY OF BUSINESS OWNERS (SBO)*. Recuperado el 30 de marzo de 2009, de U.S Census Bureau:  
<http://www.census.gov/csd/sbo/>

Ou, C., & Haynes, G. W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms - findings from the national survey of small business finances. *Small Business Economics* , 27, 157-168.

Rosti, L., & Chelli, F. (2005). Gender discrimination, entrepreneurial talent and self-employment. *Small Business Economics* , 24, 131-142.

Ruiz, Y. (Primavera de 1998). Small businesses and equity financing. *Working paper for University of Texas- Pan American* , 1-18. (T. U. Panamerican, Ed.) Texas.

SBA. (2006). *United States Small Business Administration Office of Advocacy*. Recuperado el 9 de marzo de 2009, de SBA Office of Advocacy: <http://www.sba.gov/advo/>

Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure evidence from a 1994-1998 spanish data panel. *Small Business Economy* , 447-457.

Storey, D. J. (2004). Racial and gender discrimination in the micro firms credit market?: evidence from Trinidad yTobago. *Small Business Economics* , 23, 401-422.

U.S. Census Bureau (2009, abril 20). *Survey of business owners and self-employed persons*. Recuperado en mayo 14, 2009, de U.S. Census Bureau: <http://www.census.gov/econ/overview/mu0200.html>

US Department of Justice. (2009). *The Herfindahl-Hirschman Index*. Recuperado el 20 de marzo de 2009, de US Department of Justice: <http://www.usdoj.gov/atr/public/testimony/hhi.htm>

Vickery, J. (2008). How and why do small firms manage interest rate risk? *Journal of Financial Economics* , 87, 446-470.

Wu, Z., Hedges, P., & Zhang, S. (2005). Small business debt financing, family ownership and management, and dsicrimination: evidence from canadian SMEs. *34th Annual Meeting Of The Financial Management Association International* (págs. 1-28). Canada: University of Calgary.