



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**Características de la gerencia que influyen en las
decisiones de financiamiento empresarial: El caso de la
mediana empresa constructora en Piura**

Tesis para optar el Título de
Licenciado en Administración de Empresas

Tiffany Yasmin Reyes Huamán

Asesor:
Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka

Piura, noviembre de 2019

A Dios y a la virgen María, por su infinito amor.

A mis padres, por todo su apoyo.



Prólogo

Dado el importante papel de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en todo el mundo, es vital comprender sus prácticas financieras a fin de desarrollar una conciencia general de las necesidades de financiación de las pymes y mejorar la forma en que se les ofrecen los servicios financieros. Sin embargo, a pesar de los desarrollos teóricos de los últimos años, la literatura y comprensión de las preferencias de financiamiento de las pymes aún son limitadas. Es más, las teorías tradicionales de la literatura financiera son útiles para explicar las decisiones de estructura de capital para las grandes empresas en las economías desarrolladas, pero no explican adecuadamente el comportamiento de financiación de las pymes en las economías de desarrollo. Por ello, esta investigación busca identificar qué factores inciden en las decisiones de financiamiento de las medianas empresas del sector construcción del departamento de Piura y, además, explorar la importancia de las características y actitudes de la gerencia en la toma de decisiones sobre la estructura de capital de las empresas. Se aspira a proporcionar información valiosa que sirva a los responsables de las políticas para desarrollar mejores mecanismos que contribuyan al desarrollo de las pequeñas y medianas empresas.

Un especial agradecimiento al Dr. Álvaro Tresierra Tanaka por su apoyo y tiempo en el desarrollo de esta investigación. También a la Universidad de Piura por haber otorgado los recursos necesarios para llevar a cabo el trabajo de campo que permitió la elaboración de este estudio y, a los profesores del área académica de Finanzas de la Universidad de Piura por sus comentarios sobre la encuesta aplicada.

Resumen Analítico-Informativo

Características de la gerencia que influyen en las decisiones de financiamiento empresarial: El caso de la mediana empresa constructora en Piura

Tiffany Yasmin Reyes Huamán

Asesor(es): Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka

Tesis.

Licenciado en Administración de Empresas

Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Piura,

Palabras claves: Preferencias de financiamiento/ medianas empresas/ estructura de capital/ finanzas de emprendedores/ financiación/ nuevas empresas

Introducción: La investigación planteada tiene como objetivo identificar cómo influyen las características personales del Gerente General en la elección de las alternativas financieras utilizadas por las medianas empresas. De esta manera, se trata de añadir un nuevo factor explicativo a las tradicionales teorías sobre estructura de capital del trade off y pecking order. Son varios los estudios que manifiestan que dichas teorías tratan de explicar el comportamiento en empresas cotizadas o grandes en economías desarrolladas, pero que sus fundamentos teóricos no se ajustan para la pequeña y mediana empresa (por ejemplo, ver Borgia y Newman 2012), siendo necesario introducir como factor adicional las características del dueño/gerente para una mejor comprensión de este tipo de decisiones.

Metodología: Para llevar a cabo este estudio, se elaboró y aplicó un cuestionario a los gerentes de las medianas empresas del sector construcción en el departamento de Piura. Se obtuvo un total de 27 empresas constructoras medianas, económicamente activas, privadas y localizadas en el departamento de Piura, con las cuales se coordinó la aplicación del cuestionario.

Resultados: Debido a que la encuesta no se aplicó a la totalidad de la muestra de empresas medianas del sector construcción de Piura, el estudio se considera no probabilístico y los resultados no pueden ser extrapolados al total de la población. Se obtuvo que las preferencias de financiamiento de las mujeres difieren de la teoría de la Jerarquía Financiera. Sin embargo, los gerentes con formación universitaria completa, los gerentes propietarios, y los gerentes no propietarios sí siguen esta teoría, ya que recurren primero a los fondos internos generados por la empresa, y consideran como última opción los aportes de nuevos accionistas.

Conclusiones: A partir de los resultados encontrados, se propone realizar una investigación que profundice en las características gerenciales y en las prácticas financieras de todos los sectores a los que se dedican las medianas empresas en Piura

Fecha de elaboración del resumen: 27 de septiembre de 2019

Analytical-Informative Summary

Características de la gerencia que influyen en las decisiones de financiamiento empresarial: El caso de la mediana empresa constructora en Piura

Tiffany Yasmin Reyes Huamán

Asesor(es): Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka

Tesis.

Licenciado en Administración de Empresas

Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Piura,

Keywords: Financing preferences/ SMEs/ structure capital/ entrepreneurial finance/ financing/ new ventures

Introduction: The research proposed aims to identify how the personal characteristics of the General Manager influence the choice of financial alternatives used by medium-sized companies. In this way, it is about adding a new explanatory factor to the traditional theories on capital structure of the trade off and pecking order. There are several studies that show that these theories try to explain the behavior in listed or large companies in developed economies, but that their theoretical foundations do not fit for small and medium enterprises (for example, see Borgia and Newman 2012), being necessary introduce as an additional factor the characteristics of the owner / manager for a better understanding of these types of decisions.

Methodology: To carry out this study, a questionnaire was developed and applied to the managers of medium-sized companies in the construction sector in the department of Piura. A total of 27 medium-sized construction companies, economically active, private and located in the department of Piura were obtained, with which the application of the questionnaire was coordinated.

Results: Because the survey was not applied to the entire sample of medium-sized companies in the construction sector of Piura, the study is considered non-probabilistic and the results cannot be extrapolated to the total population. It was obtained that the financing preferences of women differ from the theory of the Financial Hierarchy. However, managers with full university education, proprietary managers, and non-proprietary managers do follow this theory, since they first resort to internal funds generated by the company, and consider the contributions of new shareholders as the last option.

Conclusions: Based on the results found, it is proposed to conduct an investigation that deepens the managerial characteristics and financial practices of all sectors to which medium-sized companies in Piura are dedicated.

Summary date: September 26,2019

Tabla de contenido

Introducción	1
Capítulo 1 Revisión de la literatura	5
1.1. Las pymes y las teorías sobre estructura de capital.....	5
1.2. Teorías sobre la estructura de capital.....	5
1.3. La mediana empresa en el Perú.....	7
1.4. Determinantes de la estructura de capital de las pymes: características y actitudes personales de los gerentes.....	8
1.5. Evidencia empírica.....	10
Capítulo 2 Metodología	13
2.1. Diseño del estudio.....	13
2.2. Administración de la encuesta	14
Capítulo 3 Análisis de resultados	17
3.1. Descripción de la muestra.....	17
3.2. Características y actitudes personales de la gerencia.....	18
Conclusiones y recomendaciones	25
Limitaciones	27

Referencias Bibliográficas 29

Anexos 33

Anexo 1. Censo: Decisiones sobre financiamiento empresarial..... 35

Anexo 2. Estudios sobre medianas empresas: decisiones de financiamiento y características gerenciales 46



Lista de tablas

Tabla 1.	Cargo de la persona que respondió la encuesta.....	15
Tabla 2.	¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene?	18
Tabla 3.	Edad vs De acuerdo con los objetivos de la empresa ¿En qué medida estás de acuerdo con las siguientes afirmaciones?.....	19
Tabla 4.	Edad vs en los próximos 3 años busca para su empresa	19
Tabla 5.	Edad vs seleccione 2 motivos que expliquen el porqué de su respuesta.....	19
Tabla 6.	Edad vs De acuerdo con la inclinación de la empresa hacia un tipo de financiamiento externo ¿En qué medida está de acuerdo con las siguientes afirmaciones?	21
Tabla 7.	¿El gerente general es propietario (total o parcial) de la empresa? Vs De las siguientes fuentes de financiamiento, ¿a cuál recurriría primero para financiar un nuevo proyecto? Jerarquizar por orden de elección. (1, 2 ,3 ,4 y 5).....	22
Tabla 8.	Nivel de experiencia vs Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?.....	22
Tabla 9.	Nivel de experiencia vs De acuerdo con la inclinación de la empresa hacia el financiamiento ¿En qué medida está de acuerdo con las siguientes afirmaciones?	23
Tabla 10.	¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene? Vs ¿Aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de competir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la administración?.....	23

Tabla 11. ¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene? Vs Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?..... 24



Introducción

Según Low y Mazzarol (2006)

Cada economía, ya sea antigua o nueva, tiene una cosa en común respecto a las pequeñas y medianas empresas (pymes): todas requieren acceso a capital para competir y explotar oportunidades en el mercado global. El acceso a capital es el mayor problema para el desarrollo de negocios de minorías y plantea desafíos potenciales para las pequeñas empresas que desean crecer; por lo tanto, necesitamos tener una comprensión más profunda de la estructura financiera de las pymes. (s.p)

El estudio sobre las decisiones de financiamiento en las pymes a menudo busca una explicación en términos de características de la empresa (tamaño de la empresa, edad, estructura de activos, rentabilidad), sin considerar un aspecto importante del emprendimiento: la función del propietario en las pymes. (Mac y Bhaird, 2010)

Esta investigación profundiza en la función del gerente de la mediana empresa, con la finalidad, de añadir un nuevo factor explicativo a las teorías modernas sobre estructura de capital (*trade off* y *pecking order*), para una mejor comprensión de las tomas de decisiones sobre fuentes de financiamiento.

“Aunque son varios los estudios que manifiestan que estas teorías tratan de explicar el comportamiento en empresas grandes o cotizadas en economías desarrolladas, sus fundamentos teóricos no se ajustan a la pequeña y mediana empresa”. (Borgia y Newman, 2012)

Según cifras del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), en el año 2016, el sector servicios representaba el 40,8 % en la estructura productiva departamental, ocupando el primer lugar, seguido de la actividad manufacturera, con un 13,3%. El estudio de Hisrich (1989) “indica que es menos probable que el sector de servicios aplique, atraiga o asegure préstamos bancarios porque pueden carecer de los activos fijos requeridos (bienes inmuebles, maquinaria y otros objetos de valor), que podrían servir como garantía para el alojamiento de crédito”. Al principio, se seleccionó el sector industrial, sin embargo, al realizar una prueba piloto de aplicación del cuestionario, se obtuvo solo un 11 por ciento de tasa de respuesta, lo que despertó el interés por estudiar el sector construcción.

Aunque en la estructura productiva departamental, el sector construcción ocupa el sexto lugar, con un aporte del 7,3% al Producto Bruto Interno, en la actualidad ha ganado una importante posición debido al plan de reconstrucción del departamento de Piura. Esto se evidenció durante el segundo trimestre del 2018, periodo en el que el sector tuvo una expansión del 39,5% (INEI, 2018). Además, es más probable que estas empresas, a diferencia de las de servicios, necesiten fondos para arrendar o comprar máquinas para la producción y emplear a personas altamente calificadas y con experiencia.

Se optó por estudiar a las medianas empresas debido a la escasa literatura sobre las empresas de este tamaño, eligiendo a aquellas ubicadas en el departamento de Piura, que ha logrado en los últimos años una mayor participación en la economía del Perú (Cabello, S. 2014). Cabe subrayar que Piura es la tercera región más poblada del país, así como uno de los departamentos con mayor recaudación fiscal del Perú, contribuyendo con un 4% al Producto Bruto Interno en el año 2017, según cifras del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

La información que se presenta es resultado de la aplicación de una encuesta a 15 medianas empresa del sector construcción del departamento de Piura, que estuvo orientada a conocer la motivación gerencial detrás de la decisión financiera de las compañías e identificar cómo influyen las características y actitudes personales en la composición de la estructura de capital.

Es necesario mencionar que los resultados de la encuesta presentan limitaciones, ya que es probable que las respuestas de los encuestados no reflejen sus acciones; además, no se contó con una muestra probabilística. La investigación que se presenta a continuación se

divide en tres capítulos: el primero revisa estudios pasados llevados a cabo en distintos países; en el segundo, detalla la metodología utilizada y el último, presenta el análisis de los resultados, que incluye su descripción e interpretación.



Capítulo 1

Revisión de la literatura

1.1. Las pymes y las teorías sobre estructura de capital

La estructura de capital representa para la teoría financiera un tópico relevante, vinculado a la toma de decisiones directivas, que condiciona el desarrollo de los mercados y sus agentes. Existen diversas teorías que analizan la adopción de deuda o capital, destacando entre ellas la teoría del Equilibrio Estático (o *Trade Off*), la teoría de la Jerarquía Financiera (o *Pecking Order*) y la teoría de los Costos de Agencia; sin embargo, estas se han desarrollado sobre la consideración de grandes empresas corporativas. Lo anterior, en el contexto peruano, implica la necesidad de relacionar estos enfoques con la naturaleza empresarial del país, compuesta principalmente por pequeñas y medianas empresas (pymes).

Esta sección presenta definiciones, postulados e investigaciones de significativa relevancia en el análisis de la estructura de capital de estas unidades productivas.

1.2. Teorías sobre la estructura de capital

El análisis de la estructura de capital se desarrolló inicialmente en la década del 50, a partir de modelos con mercados perfectos. Destacan bajo este enfoque las investigaciones de Graham y Dood (1940), Durand (1952), Guthman y Dougall (1955) y Schwartz (1959), quienes constituyeron la teoría tradicional, donde se asume que el financiamiento por deuda, en determinados niveles, representa un menor coste en contraste con la ampliación de capital como consecuencia de la menor rentabilidad exigida por los inversionistas

expuestos a un menor nivel de riesgo. Estos estudios consideran la existencia de una estructura de capital óptima que maximiza el valor de la empresa. En esta misma línea, Modigliani, F. y Miller M. (1958) presentaron “la teoría de la irrelevancia, sosteniendo que el valor de mercado de una empresa no se encuentra condicionado por la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de la misma, sino más bien depende de la capitalización de sus retornos esperados”.

El avance de la discusión permitió incluir elementos como los costos de transacción, limitaciones de endeudamiento, carga impositiva diferenciada, costos de información, emisión y agencia, entre otros similares, que cuestionaron la validez de la teoría tradicional y definieron las características de un mercado imperfecto. En atención a lo dicho, Modigliani, F. y Miller M. (1963) “agregaron en su análisis las ventajas fiscales de la adopción de deuda. De esta forma, el valor de una empresa apalancada se determina superior al de una empresa sin deuda, debido a que los flujos obtenidos en el primer caso incorporan los beneficios fiscales por el pago de los intereses del endeudamiento”.

Bajo este enfoque de mercados, la teoría del *Trade Off* (o Equilibrio Estático) define que la relación óptima de deuda-capital de una empresa está determinada por la compensación de los costos y beneficios del endeudamiento, de manera que el mecanismo pondera una sustitución progresiva entre deuda y capital (o viceversa) hasta alcanzar la maximización del valor de la empresa. Más a fondo, investigaciones como la de Brealey, Myers y Allen (2006) “concluyen que se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, altos beneficios y, por lo tanto, más impuestos por compensar; mientras que empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, basan su financiamiento en recursos propios”.

Por otro lado, “la preferencia por un tipo de fuente de financiamiento es propuesta en la teoría del *Pecking Order* (o Jerarquía Financiera)”, definida también por Myers (1984), quien establece bajo esta orientación que las empresas se inclinan por fondos generados internamente y frente a la necesidad de recursos externos priorizan la deuda, mientras que la emisión de acciones es tomada como última alternativa (Donaldson, 1961). De esta manera, la empresa, en ausencia de un ratio de endeudamiento óptimo, es contraria al financiamiento externo asociado a costos generados por problemas de información asimétrica (entre los más relevantes), evidenciándose de este modo una relación inversa entre el endeudamiento y la rentabilidad.

De forma paralela, “la naturaleza del vínculo empresarial entre el principal (director) y el gerente (con el primero delegando la toma de decisiones a este último) condiciona a través de su dinamismo y proximidad el desempeño de la empresa. Por lo tanto, resulta relevante el tratamiento de los costos de agencia”, definidos por Jensen y Meckling (1976) como la suma de los gastos de seguimiento por el principal, la vinculación por parte del gerente y la pérdida residual (reducción del bienestar del director), mecanismos mediante los cuales el principal busca garantizar que el agente tome decisiones alineadas a sus intereses (o por el contrario, no los perjudique).

1.3. La mediana empresa en el Perú

A lo largo de la última década, el tejido empresarial peruano se ha consolidado a través de un crecimiento sostenido de las medianas empresas, las cuales, según estadísticas manejadas por el Registro Único del Contribuyente (RUC)¹, constituyeron al 2017 alrededor del 0,1% (2034) del total de las empresas formales en la economía peruana.

El marco jurídico que define legalmente a este tipo de unidades productivas se ampara en la Ley N° 30056, que establece que el volumen de ventas condiciona el estrato al cual pertenece cada empresa. De este modo, una empresa mediana es aquella que registra ventas anuales superiores a 1700 unidades impositivas tributarias² (UIT) y menores a 2300 UIT, equivalente a ventas anuales entre 7'140'000 y 9'660'000 soles³.

Las medianas empresas son las principales contribuyentes en el Perú, bajo la modalidad de Sociedad Anónima Cerrada, Sociedad Anónima y Empresa de Responsabilidad Limitada, en un 58.6%, 13.5% y 11.1% respectivamente (SUNAT, 2017). Además, participan con el 4,8% del valor agregado nacional (PRODUCE-OGEIEE, 2016) y representan el 2% (SUNAT, 2016) de participación de las ventas totales del país.

De acuerdo al sector económico, este estrato empresarial se concentra en el comercio (39%), servicios (34%), manufactura (11%) y construcción (7%) (SUNAT, 2016). En cuanto a las actividades económicas en términos de venta, un importante aspecto en el

¹ Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT).

² Según D.S.380-2017-EF, el valor de la UIT en el año 2019 es de 4200 soles.

³ Entre 2'131'343 y 2'883'582.09 dólares (T.C: \$3.35).

análisis a nivel de sectores, las medianas empresas concentran sus ventas en el sector construcción (3.8%), pesca (3%), agropecuario (3%) y comercio (2.2%)⁴.

Adicionalmente, las medianas empresas cuentan con alto acceso a financiamiento respecto al segmento micro, pequeñas y medianas empresas (mipyme), pues su participación en el sistema financiero en el 2016 fue del 60.6%⁵

1.4. Determinantes de la estructura de capital de las pymes: características y actitudes personales de los gerentes

Son diversos los estudios que manifiestan que las teorías de estructura de capital tratan de explicar el comportamiento financiero de las pequeñas y medianas empresas (pymes), pero que sus fundamentos teóricos analizan únicamente las características de la empresa. Se pueden destacar los estudios de Berger y Udell (1998) y de Gregory, Rutherford, Oswald y Gardiner (2005) en Estados Unidos; de Jordan, Lowe, y Taylor (1998), de Michaelas, Chittenden, y Poutziouris (1999) y de Hall, Hutchinson, y Michaelas (2000) en Reino Unido; el estudio de Cassar y Holmes (2003) y el de Johnsen y McMahon (2005) en Australia; el estudio de Klapper, Sarria-Allende, y Zaidi, R. (2006) en Polonia, y el estudio de Nguyen y Ramachandra (2006) en Vietnam. En España, resaltan también los estudios de Sogorb-Mira (2005); de López-Gracia y Sogorb-Mira (2008); de Arias, Casino, y Gracia (2001), y de López-Gracia y Aybar-Arias (2000).

La evidencia respecto al análisis de la estructura de capital, mediante las actitudes y características de los gerentes en las medianas empresas de América Latina es todavía limitada; de ahí nuestro interés en llevar a cabo esta aproximación empírica.

Frente a la necesidad de analizar la estructura de capital, a través de la motivación gerencial detrás de la decisión financiera, en las pymes de países en desarrollo se incluyen -por la naturaleza de la toma de decisiones y la dimensión de sus actividades productivas- las características y actitudes del directivo como variables condicionantes de la estructura de financiamiento. Esta implicancia ha sido tratada en investigaciones como la de Ang, Cole y Lawson (2010) “en Estados Unidos, quienes, mediante el análisis de una encuesta sobre las finanzas de las pequeñas empresas, durante el periodo 2004-2005, sostienen que la toma de decisiones de financiamiento se encuentra condicionada a las cualidades de los

⁴ Ibídem.

⁵ SBS 2016. Sunat 2016.

propietarios (o administradores), lo cual contrasta con el mecanismo de adopción de deuda o capital de grandes empresas”.

Bajo esta premisa, estudios como el de Van Uxem y Bais (Holanda, 1996) “logran establecer cómo el sexo y las características empresariales se vinculan con actitudes como la perseverancia, riesgo, autonomía o propensión al cambio”. Del mismo modo, estudios como el de Verheul y Thurik (2001), mediante el análisis de un panel de emprendedores holandeses del año 1994, y el de Orser, Riding, Manley (2006),” a través de una encuesta aplicada a medianas empresas canadienses en el año 2002, identifican en la discriminación económica de la mujer un componente restrictivo para el crecimiento de la empresa y el acceso al financiamiento bancario”.

En la misma línea, la edad del propietario del negocio es un factor relevante para explicar la estructura de financiamiento de la empresa. Así lo establecen Carter S. y Rosa P. (1998), quienes, “a través de un cuestionario postal aplicado a mil propietarios de granjas en Reino Unido, concluyen que una menor edad se encuentra asociada a una mayor tenencia de capital, mientras que una mayor edad del propietario se enlaza con un mejor conocimiento del mercado, que se traduce en un mayor acceso al financiamiento bancario”.

El nivel educativo y la experiencia de los directivos, propietarios y gerentes son otros de los factores que condicionan la adopción de deuda o de capital, ya que sirven al mercado como referencia de la calidad del capital humano de la empresa. Según afirman Chandler y Hanks (1998) y Borgia y Newman (2012), esto posibilita el acceso a financiamiento externo.

En relación al control empresarial, Hamilton y Fox (Nueva Zelanda, 1998), “en base a un cuestionario postal administrado a 555 pequeñas empresas de Nueva Zelanda en 1995”, y Berger y Udell (Estados Unidos, 1998) “concluyen que debido a las dimensiones de las actividades productivas vinculadas a las pymes, los directivos y gestores prefieren la propiedad única, de forma que fuentes internas de financiamiento son priorizadas con el objetivo de mantener y asegurar el control sobre la unidad de negocio”. De forma similar, Barton y Matthews (Estados Unidos, 1989) y Matthews, Vasudevan, Barton y Apana (Estados Unidos, 1994) “estudian cómo la garantía de activos personales, por parte del propietario, condiciona el nivel de adopción de deuda a través de la propensión al riesgo, que sucede en mayor medida en las pymes de países emergentes”.

1.5. Evidencia empírica

El contraste empírico de las teorías de estructura de capital sobre unidades empresariales de menor tamaño, donde además se vinculan características y preferencias de propietarios, directivos y gestores, es aún incipiente para el entendimiento de la adopción de deuda o capital.

Dentro de lo expuesto, destaca la investigación de Zabri, Yusoff, Ahmad y Lean (2017), quienes, a través de la revisión de 22 estudios sobre la relación entre las características del propietario y las preferencias de financiamiento en las pymes, concluyen que no existe un vínculo homogéneo y unidireccional entre variables del tipo género, edad, educación, experiencia, propiedad empresarial y la adopción de deuda.

Coleman (2000) “hace un análisis a profundidad respecto al género del propietario de la empresa y, en base a la Encuesta Nacional de Finanzas de Pequeñas Empresas de Estados Unidos, aplicada en 1993, puede afirmar que los negocios conducidos por mujeres utilizan un menor financiamiento externo como fuente de financiamiento”. Más tarde, Watson (2006), mediante “el uso de datos longitudinales de la Oficina Estadística de Australia, encontró niveles de financiamiento bancario externo significativamente menores para este tipo de empresas, agregando además diferencias según los años de funcionamiento de la unidad productiva”.

En la misma línea, las investigaciones de Roper y Scott (2009), “a través del uso de la encuesta de *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) del año 2004 para el Reino Unido, permiten explicar esta menor adopción de deuda: la presencia de mayores barreras financieras que las mujeres enfrentan para la puesta en marcha de sus emprendimientos, acentuado por preferencias y actitudes relacionadas con la autonomía e independencia, ponderan de manera significativa en la toma de decisiones”. Esta afirmación es respaldada por estudios como los de Orser, Riding y Manley (2006) y Morris, Miyazaki, Watters y Coombes (2006).

Otra variable, vinculada a las características del propietario y relevante en el análisis de la adopción de deuda o capital, es la edad del directivo o gerente. Al respecto, Buferna, Bangassa y Hodgkinson (2005) “encontraron que esta variable no tiene relación significativa con el nivel de deuda, oponiéndose a los resultados obtenidos por Wu, Song y Zeng (2008), quienes concluyeron que los gerentes de mediana edad poseen un mayor conocimiento del mercado financiero y, en consecuencia, tiene mayores ventajas en la

búsqueda de financiamiento bancario”. Por otro lado, Vos y Shen (2007) “agregan que, en el caso de las pymes con propietarios de avanzada edad, existe la certeza de una menor preferencia por la adopción de deuda”.

En cuanto al nivel educativo, Watson (2006) “precisa que este se relaciona positivamente con el financiamiento externo, siendo, para el mercado financiero, una señal de la calidad del capital humano que integra la unidad de negocio”. Sin embargo, los resultados están aún lejos de ser concluyentes, pues investigaciones como las de Borgia y Newman (2012), “aplicadas a una muestra de 300 pymes en China, indican que no existe asociación significativa entre la educación del propietario del negocio y su estructura de capital”; mientras que Zabri et al. (2015) “encuentra, de manera opuesta, que la relación entre estas variables es negativa”.

Bajo el mismo enfoque, la literatura reciente ha abordado también la relación que existe entre la experiencia del directivo, propietario o gerente y la estructura de capital, aún sin resultados definitivos. Investigaciones como las de Sena et al. (2012) o la de Buferna (2005), manifiestan que no existe un vínculo significativo entre estas variables; mientras que Wu et al. (2008), Welmilla, Weerakkody y Ediriweera (2011), Okafor (2012), Borgia y Newman (2012), Kuruppu y Azeez (2016), por el contrario, sí encuentran evidencia de una relación positiva entre la experiencia y el nivel de deuda adoptado.

Las percepciones, actitudes y preferencias de los directivos empresariales condicionan también la estructura de capital. Estudios como el de Mac y Bhaird (2010) relacionan negativamente el control del negocio con la adopción de deuda. En la misma línea Osei-Assibey (2011), Harvey y Evans (1995), Kotey y Meredith (1997) y Borgia y Newman (2012) “concluyen que la emisión de acciones y el financiamiento externo, en general, disminuyen la participación del propietario, lo que los lleva a evitar la intromisión de nuevos accionistas, con la intención de mantener el control y la dirección de sus empresas”.

Finalmente, respecto del crecimiento empresarial, Barton y Matthews (1989) sostienen que “debido a la naturaleza del accionariado de las pymes (significativamente menor en contraste con las grandes empresas), las decisiones, metas y planes individuales de los propietarios o gerentes tienen una mayor influencia en la adopción de una estructura específica de capital”. Esta información se contrapone con los estudios de Newman, Gunnessee y Hilton (2011) y Borgia y Newman (2012), quienes indican “que no existe una

relación entre los elementos mencionados, bajo el sustento de que es probable que los directivos recurran a alternativas de financiamiento que no siempre aparecen en la estructura empresarial”.

La diversidad de estudios y conclusiones hasta ahora presentadas representan una oportunidad para el análisis de la estructura de capital. Para ello, resulta necesario considerar variables como actitudes, percepciones y características del propietario del negocio de las pymes. Bajo este objetivo, la presente investigación profundiza en el estudio de este tipo de relaciones establecidas en el marco del tejido empresarial peruano.



Capítulo 2

Metodología

2.1. Diseño del estudio

Para llevar a cabo este estudio, se elaboró y aplicó un cuestionario a los gerentes de las medianas empresas del sector construcción en el departamento de Piura.

Para la selección de unidades de observación, se consultó la base de datos de *Peru: The top 10,000 companies*, Ed. 2016⁶ y se consideró solo a aquellas que presentaban un estatus de contribuyente activo, registrado en la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria – SUNAT, y que perseguían fines lucrativos. Por otro lado, se excluyeron las organizaciones inscritas bajo la figura jurídica de asociaciones o cooperativas, las empresas estatales y aquellas formadas por Contratos de Colaboración Empresarial (creadas para operar temporalmente).

Se obtuvo un total de 27 empresas constructoras medianas, económicamente activas, privadas y localizadas en el departamento de Piura, con las cuales se coordinó la aplicación del cuestionario.

La encuesta se diseñó tomando en cuenta algunos estudios previos, con mayor énfasis en los siguientes:

⁶ Base de datos publicada por la empresa Perú *Top Publications*. En ella se encuentra un *ranking* de las empresas más grandes del Perú (el criterio de orden está dado por las ventas anuales). En la edición de 2016, elaborada con información de 2015, se incluyeron más de 15.000 empresas en la lista.

- Borgia y Newman (2012): utilizó un cuestionario que persigue objetivos similares a los de esta investigación: considera cómo influyen los factores gerenciales (fisiológicos y actitudinales) en la estructura de capital de las Pymes.
- Sena et al. (2012): Su estudio contiene cuestiones claves como financiamiento y objetivos del negocio y, además, analiza el impacto de las restricciones financieras en la decisión de emprender de las mujeres.
- Morris et al. (2006): utilizó un cuestionario dirigido hacia mujeres emprendedoras en Nueva York, incluyendo preguntas sobre actitudes, percepciones y, principalmente, sobre los obstáculos que perciben al solicitar financiamiento.

La versión inicial de la encuesta fue enviada a profesores del área académica de Finanzas de la Universidad de Piura para su primera validación. Luego de modificaciones preliminares, se remitió el instrumento a un funcionario del área financiera y al gerente de Finanzas de una compañía minera, con el fin de recibir apreciaciones.

Al no reportarse graves observaciones, se procedió a validar la versión final de la encuesta: un formulario compuesto de 41 preguntas, dividido en cuatro secciones, cuyo periodo estimado de respuesta fue de diez minutos.

La primera parte de la encuesta incluyó información de la empresa y del gerente general. La segunda y tercera parte abarcaron preguntas relacionadas a los objetivos de la empresa y a las decisiones de financiamiento. Finalmente, la cuarta sección, exploró las relaciones entre las mujeres y algunos obstáculos de acceso al financiamiento. El cuestionario se presenta en el Anexo 1.

2.2. Administración de la encuesta

La encuesta fue realizada, de manera presencial, durante el tercer trimestre del año 2018. Para ello, se realizaron llamadas a las empresas solicitando una cita con el gerente general o, en su defecto, con un responsable de la compañía que estuviera al tanto de los temas a consultar. Se explicó a cada empresa la finalidad y confidencialidad del estudio y, además, se indicó el tiempo estimado de duración de la encuesta.

Respecto a las citas que no se concretaron en un primer contacto, se solicitó una fecha para una segunda consulta. En paralelo a las llamadas, se envió una carta de la Universidad de Piura vía correo detallando la información brindada a las personas de contacto de cada una de las empresas.

A cargo de la ejecución del cuestionario estuvo la empresa IMD Perú E.I.R.L., especializada en la implementación de estudios de mercado. Para contribuir a la efectividad de la encuesta, los entrevistadores recibieron una capacitación sobre los temas en cuestión.

Finalmente, fueron 15 las empresas encuestadas, que representaron una tasa de respuesta del 55%, respecto de las 27 compañías en la lista. El 60% de los cuestionarios fueron respondidos por los gerentes generales; mientras que el 40% restante, por otros miembros de la empresa que tenían conocimientos sobre las decisiones de financiamiento. En la Tabla 1 se muestra esta información sobre los cargos ocupados por los encuestados.

Tabla 1. Cargo de la persona que respondió la encuesta

Gerente general o similar	60%
Contador	20%
Gerente administrativo	6.7%
Gerente de operaciones	6.7%
Administradora	6.7%

Fuente: Elaboración propia

Capítulo 3

Análisis de resultados

3.1. Descripción de la muestra

Debido a que la encuesta no se aplicó a la totalidad de la muestra de empresas medianas del sector construcción de Piura, el estudio se considera no probabilístico y los resultados no pueden ser extrapolados al total de la población. Bajo esta consideración, se procedió a interpretar las respuestas.

En la primera parte de la encuesta se incluyeron preguntas sobre el gerente general de la empresa, como su edad y nivel de estudios. Se obtuvo que el 50% de los gerentes tiene menos de 65 años, siendo la edad promedio 60.8 años y que el 93.3% cuenta con un título profesional, mientras que el 6.7% cuenta con formación universitaria completa. Se concluyó también que el 93% de los gerentes son hombres, aspecto que imposibilitaba la implementación de un análisis a profundidad de la variable sexo.

Se recogió, además, información sobre el tiempo de permanencia del directivo en la empresa, donde el 54% tenía entre diez y treinta años en el cargo y el 20% llevaba más de treinta años en el puesto. A partir de allí, se consideró que los directivos tenían periodos de larga duración en el cargo de gestión, que superaban los diez años.

Las cifras evidenciaron también que, en el 80% de las empresas, el gerente general es propietario (parcial o total) de la misma y en el 73.3% de los casos, el directivo posee más del 80% de propiedad de la empresa (Tabla 2).

Tabla 2. ¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene?

Propiedad Empresarial	Frecuencia	% (de 15)
21% - 50%	1	6.7
51% - 80%	2	13.3
81% - 100%	11	73.3
Perdidos*	1	6.7

Nota: *Entrevistados que no respondieron.

Fuente: elaboración propia.

3.2. Características y actitudes personales de la gerencia

Con el fin de determinar si algunas características y actitudes del gerente general influían en las decisiones de financiamiento de las empresas objeto de estudio, se realizó un estudio descriptivo de la muestra.

Como primera variable, se consideró el género del gerente general. Las mujeres indicaron que buscan un crecimiento rápido para su empresa y que no aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de compartir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la administración. Las gerentes afirman que no necesitan de capital que pueda compensar la intromisión de nuevos inversionistas en sus empresas; esto demuestra su poco interés en retener la participación mayoritaria para los fundadores.

Asimismo, las gerentes manifestaron la importancia de tomar riesgos al hacer negocios e identificaron que es más difícil para las mujeres establecer contactos con nuevos inversionistas. En cuanto a fuentes de financiamiento, indicaron que, en primera instancia, recurren a deudas financieras, luego a fondos internos y, en último lugar, a los aportes de nuevos accionistas. Esto difiere con lo estipulado por la teoría de la Jerarquía Financiera (Myers, 1984), que “manifiesta que la financiación proviene de tres fuentes: fondos internos, deuda y emisión de acciones; siendo esta última alternativa la menos segura”.

Respecto a la variable edad, los propietarios (mayores y menores de 60 años) indicaron que el crecimiento y la maximización de los beneficios son objetivos empresariales importantes para su empresa, pero fueron los gerentes de menor edad quienes asignaron una mayor calificación para ambos objetivos (Tabla 3).

Todos los gerentes coincidieron en manifestar que para los siguientes tres años buscan un crecimiento moderado de sus empresas (Tabla 4), el cual, según los mayores de 60 años, se ve condicionado por el sector que no ha decidido apostar por un panorama diferente. Los menores de 60 años, por otro lado, indicaron que están satisfechos con el tamaño actual de sus empresas y que, además, el crecimiento moderado les ayuda a mantener su independencia. Esto, además, nos lleva a señalar que los gerentes más jóvenes son reacios al control externo, tal como se muestra en la Tabla 5.

Tabla 3. Edad vs De acuerdo con los objetivos de la empresa ¿En qué medida estás de acuerdo con las siguientes afirmaciones?

Edad	Uno de nuestros principales objetivos es aumentar la cuota de mercado lo más rápido posible					Uno de nuestros principales objetivos es maximizar los beneficios a corto plazo			
	Total desacuerdo	En desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	En desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo
<60	0	0	33.3%	33.3%	33.3%	0	0	50%	50%
>60	11.1%	11.1%	22.2%	11.1%	44.4%	11.1%	22.2%	22.2%	44.4%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 4. Edad vs en los próximos 3 años busca para su empresa

Edad	Crecimiento rápido	Crecimiento moderado
<60	33.3%	66.7%
>60	33.3%	66.7%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 5. Edad vs seleccione 2 motivos que expliquen el porqué de su respuesta

Edad	Estoy satisfecho con el tamaño actual	Quiero seguir siendo independiente	El mercado no apoyaría el crecimiento	Muy arriesgado	Frecuencia
<60	33.3%	33.3%	0.0%	33.3%	3
>60	33%	0	67%	0	6
Perdidos*					6

Nota: *Entrevistados que no respondieron

Fuente: Elaboración propia

Los resultados también arrojaron que el 100% de los entrevistados alguna vez había solicitado o ha tenido vigente un financiamiento con alguna institución o persona externa a la empresa. Estos resultados difieren de los encontrados en estudios de años anteriores, como el de Vos y Shen (2007), “quienes concluyeron que los propietarios de edad avanzada tienen una menor preferencia por la adopción de deuda, en comparación con dueños de negocios de menor edad”.

Sobre la aversión al riesgo frente a la toma de financiamiento externo, se encontró que el 100% de los gerentes mayores de 60 años indicaba que es importante tomar riesgos al hacer negocios. Esto se puede explicar con las afirmaciones de Wu, Song y Zeng (2008), quienes indicaron que “los gerentes en la adultez media poseen un mayor conocimiento del mercado financiero, que influía en la toma de riesgos”.

También se analizó la actitud frente al control externo de los gerentes, obteniendo como resultado que solo los gerentes menores de 60 años (33%) tienen la intención de retener la participación mayoritaria en el negocio para los fundadores, a diferencia de aquellos mayores de 60 años (66.7%). Los resultados completos se encuentran en la Tabla 6.

Los directivos con título profesional, que representan el 93.3% de los encuestados, indicaron que recurrían, en primer lugar, a los fondos internos generados por la empresa. Como segunda opción, recurrían a proveedores, aportes de acciones actuales o a deuda financiera, dejando en último lugar la posibilidad de contactar a nuevos accionistas. Esto coincide con la teoría de la Jerarquía Financiera, definida por Myers (1984), quien sostiene “que las empresas se inclinan por fondos generados internamente y la emisión de acciones es tomada como última alternativa”. Como dato adicional, se identificó que el 85.7% de los encuestados no aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de compartir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la empresa, de los cuales, un 58.3% no está dispuesto a aceptar la intervención de terceros en el mando de sus empresas. Este dato se relaciona con el estudio de Zabri et al., (2015), que concluye que “los gerentes mejor instruidos prefieren en menor medida el capital externo”.

Tabla 6. Edad vs De acuerdo con la inclinación de la empresa hacia un tipo de financiamiento externo ¿En qué medida está de acuerdo con las siguientes afirmaciones?

Edad	Es importante tomar riesgos al hacer negocios				Tenemos la intención de retener una participación mayoritaria en el negocio para los fundadores				
	Total desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total desacuerdo	En desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo
<60	16.7%	16.7%	16.7%	50%	16.7%	16.7%	33.3%	0%	33.3%
>60	0	0	22.2%	77.8%	11%	0	22.2%	11.1%	55.6%

Fuente: Elaboración propia.

La firme decisión de evitar las inversiones de accionistas ajenos a la empresa y considerarlas como la última a la que recurrirían los gerentes en busca de financiamiento, se relaciona con la condición del gerente como dueño de la empresa (Tabla 7). Tal como lo estipula la teoría de la Jerarquía Financiera (Myers, 1984), las encuestas arrojaron que el 50% de los gerentes propietarios y el 66.6% de los que no lo son no aceptarían capital de inversionistas privados.

Tomando como referencia el nivel de experiencia, se constató que solo el 33% de las empresas, cuyos gerentes tiene más de 22⁷ años en el sector, han recibido alguna vez inversión de un nuevo accionista. Por el contrario, las empresas cuyos gerentes tienen menor experiencia en el sector, no han recibido nunca una inversión externa (Tabla 8). Los estudios de Welmilla, Weerakkody y Ediriweera (2011), que aseguran que la experiencia previa del gerente cambia su percepción, conocimiento e influyen en su elección de financiamiento externo, respaldan este hallazgo.

Los estudios de Wu et al. (2008) “revelan que los gerentes con mayor experiencia aprovechan el financiamiento bancario”. Según la encuesta realizada, para el 67% de los gerentes con más de 22 años en el sector es importante retener la participación mayoritaria en el negocio para los fundadores, a diferencia de los gerentes con menor experiencia. Existen motivos para creer que esta preferencia sea causada “por el hecho de que los propietarios/gerentes con una sólida formación gerencial pueden ser capaces de realizar negocios con menos capital financiero que sus menos experimentadas contrapartes, debido

⁷ La media de la experiencia en el sector estudiado es de 22 años.

a su conocimiento y experiencia”. (Chandler y Hanks, 1998, citados en Borgia y Newman, 2012, p.187)

Tabla 7. ¿El gerente general es propietario (total o parcial) de la empresa? Vs De las siguientes fuentes de financiamiento, ¿a cuál recurriría primero para financiar un nuevo proyecto? Jerarquizar por orden de elección. (1, 2 ,3 ,4 y 5)

¿El gerente general es propietario (total o parcial) de la empresa?	Fondos internos autogenerados por la empresa.	Proveedores	Aportes de actuales accionistas	Deuda Financiera	Aportes de nuevos accionistas
Si	1	2	3	4	5
No	1	3	4	2	5

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 8. Nivel de experiencia vs Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?

Años en el sector	Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?		Frecuencia
	Si	No	
<22	0	100%	8
>22	33%	67%	6
Perdidos*			1

Nota: *Entrevistados que no respondieron.

Fuente: elaboración propia.

Los resultados del cuestionario evidenciaron también que gran parte de los encuestados con mayor experiencia le otorgan gran importancia a la toma de riesgos al momento de hacer negocios (Tabla 9). De aquellos gerentes que al mismo tiempo son dueños de la empresa, solo el 83% estuvo de acuerdo con esta afirmación; a diferencia de todos los gerentes que no eran propietarios, quienes se calificaron como propensos al riesgo.

Se preguntó a los gerentes si aceptarían aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de compartir sus utilidades y permitir la toma de decisiones y se halló que quienes poseen entre el 81 y 100% de la empresa no optarían por esta decisión de financiamiento (Tabla 10). Estos resultados son similares a lo expuesto por Berger y Udell (1998), quienes argumentan que “los propietarios prefieren utilizar fondos internos antes que perder el control de la empresa y limitar el poder de toma de decisiones de los propietarios”.

Para reforzar la idea anterior, se encontró también que el total de los gerentes que poseen menos del 50% de participación en la empresa han recibido alguna vez aportes de un nuevo accionista. Por otro lado, solo el 9% de los gerentes aquellos que poseen entre 81% y 100% de la empresa han recibido alguna vez aportes de nuevos accionistas, como se refleja en la Tabla 11.

Tabla 9. Nivel de experiencia vs De acuerdo con la inclinación de la empresa hacia el financiamiento ¿En qué medida está de acuerdo con las siguientes afirmaciones?

Años en el sector	Tenemos la intención de retener una participación mayoritaria en el negocio para los fundadores					Es importante tomar riesgos al hacer negocios			
	Total desacuerdo	En desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total desacuerdo	Indiferente	De acuerdo	Totalmente de acuerdo
<22	0	13%	50%	0	38%	13%	13%	25%	50%
>22	33%	0	0	17%	50%	0	0	17%	83%
Perdidos*									1

Nota: *Entrevistados que no respondieron.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 10. ¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene? Vs ¿Aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de competir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la administración?

¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene?	¿Aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de competir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la administración?		
	Sí, a cambio de utilidades y toma de decisiones en la administración	Sí, a cambio de utilidades pero no en la toma de decisiones en la administración	No, no aceptaría
21% - 50%	0%	100%	0%
51% - 80%	50%	0%	50%
81% - 100%	0%	0%	100%
Perdidos*			1

Nota: *Entrevistados que no respondieron.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 11. ¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene? Vs Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?

¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene?	Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?	
	Si	No
21% - 50%	100%	0%
51% - 80%	0%	100%
81% - 100%	9%	91%
Perdidos*		1

Nota: *Entrevistados que no respondieron.

Fuente: Elaboración propia.



Conclusiones y recomendaciones

Esta investigación estudia la influencia de las características y actitudes de los gerentes generales en las decisiones de financiamiento de sus empresas. Tuvo como objeto de estudio las medianas empresas de construcción del departamento de Piura. Para recolectar la información, se aplicó un cuestionario diseñado en base a la literatura existente, que indagaba sobre los gerentes generales de cada empresa, sus decisiones de financiamiento y los obstáculos encontrados por el sexo femenino frente a la obtención del financiamiento externo.

Se decidió analizar los resultados sobre la minoría del género femenino, encontrándose que son indiferentes en cuanto a retener la participación mayoritaria para los fundadores de las empresas y que, además, sus preferencias de financiamiento difieren con lo estipulado por la teoría de Jerarquía Financiera. De igual forma, se hizo hincapié en la variable de nivel de educación, pudiendo conocer que los gerentes con formación universitaria completa recurren primero a los fondos internos generados por la empresa, en segundo lugar, a proveedores, aportes de los actuales accionistas, deuda financiera y como última opción, consideran a los aportes de nuevos accionistas. En este sentido, se evidenció que los gerentes son reacios al control externo y que no aceptan la intervención de terceros en el negocio.

Se encontró que los gerentes mayores de 60 años son propensos al riesgo y, al mismo tiempo, poseen un mayor conocimiento del mercado financiero. Ellos prefieren retener la participación mayoritaria del negocio para los fundadores, pero alguna vez aceptaron inversiones de un accionista nuevo para la empresa. Tal como se menciona en estudios relacionados, la experiencia ha enseñado a los gerentes una mejor gestión de los recursos,

logrando prescindir en ocasiones del financiamiento externo. Para ellos, así como para los gerentes más jóvenes, la toma de decisiones de riesgo es un desafío que están dispuestos a enfrentar para dirigir sus empresas.

En cuanto a la propiedad empresarial, los gerentes propietarios y los que no lo son recurren en primer lugar a los fondos internos y como última alternativa admiten acciones, manifestando un rechazo a la intervención de terceros al mando del negocio.

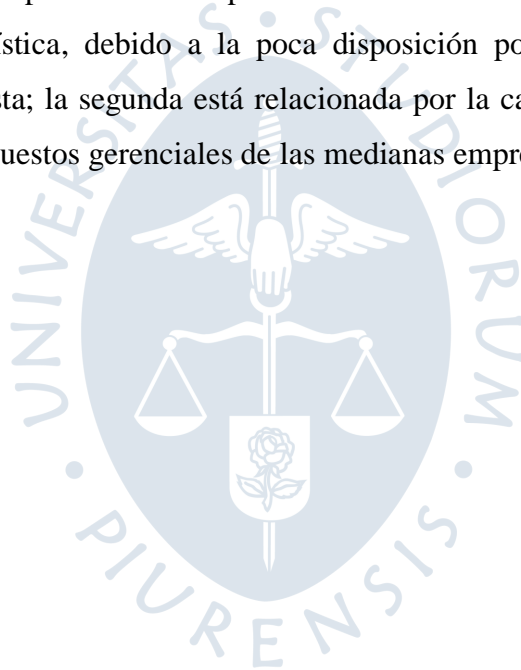
Esta postura cobra mayor peso, sobre todo, en aquellos gerentes que poseen más del 81%, para quienes aceptar la inversión de nuevos inversionistas significa ceder el control y reducir su poder como propietarios.

A partir de los resultados encontrados, se propone realizar una investigación que profundice en las características gerenciales y en las prácticas financieras de todos los sectores a los que se dedican las medianas empresas en Piura.



Limitaciones

Esta investigación presenta dos importantes limitaciones: la primera es no contar con una muestra probabilística, debido a la poca disposición por parte de las empresas a participar de la encuesta; la segunda está relacionada por la casi inexistente participación de las mujeres en los puestos gerenciales de las medianas empresas del sector construcción en Piura.



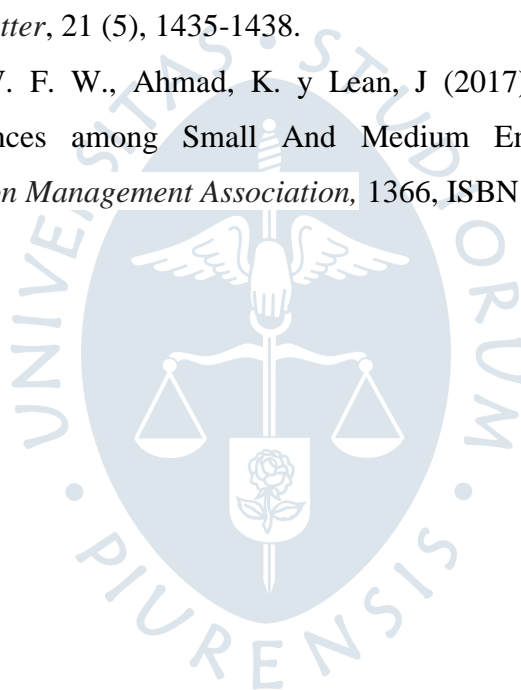
Referencias Bibliográficas

- Alvarado, L., & Agurto, H. (2009). Estadística para Administración y Economía con aplicaciones en Excel. *Universidad de Piura. Perú: Editorial San Marcos. Educación, ESCALE*, Consultado enero, 4, 2018.
- Borgia, D. y Newman, A. (2012). The influence of managerial factors on the capital structure of small and medium-sized enterprises in emerging economies: Evidence from China. *Journal of Chinese Entrepreneurship*, 4(3), 180 – 205.
- Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G., y Speroni, M. C. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Estudios Gerenciales*, 32(138), 71–81. <http://dx.doi.org/10.1016/j.estger.2015.11.003>
- BT, M., Bany-Ariffin, A. N., & McGowan Jr., C. B. (2012). Trade Off Theory Against Pecking Order Theory Of Capital Structure in a Nested Model: Panel GMM Evidence From South Africa. *The Global Journal of Finance and Economics*, 9(2), 133-147
- Buferna, F. M., Bangassa, K., & Hodgkinson, L (2005). Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya (Vol.8). University of Liverpool.
- Buttner, E. H. (1989). Funding New Business Ventures: Are Decision Makers Biased Against Women Entrepreneurs? *Journal of Business Venturing*, 4, 249-261.
- Chiarella, C., Pham, T. M., Sim, A. B. y Tan, M. (1992). Determinants of corporate capital structure: Australian evidence. *Pacific Basin Capital Markets Research*, 3, 139-158.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.

- 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*, vol. 45, no. 3, pp. 303-319.
- Coleman, S. (2000). Access to Capital and Terms of Credit: A Comparison of Men- and Women-Owned Small Businesses. *Journal of Small Business Management*, 38, pp. 37-52.
- Ferrer, M. A., y Tresierra Tanaka, Á. (2009). Las Pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital, *Compendium*, 22, 65-83.
- Hamilton, R. T. y Fox, M. A. (1998) "The financing preferences of small firm owners", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 4 Issue: 3, pp.239-248.
- Hussain J.G., Scott J.M., Harrison R.T. y Millman C. (2010). Enter the dragoness: firm growth, finance, guanxi, and gender in China. *Gender in Management: An International Journal*, 25(2) 137-156.
- INEI. (2018). Informe Técnico N°3- Setiembre 2018: Indicador de la Actividad Productiva Departamental.
- Irwin, D. y Scott, J. M. (2010). Barriers faced by SMEs in raising bank finance. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 16 (3), 245-259.
- Jensen, M., and Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kuruppu G. N, Azeez A. A. (2016). Financing Preferences of Small and Medium Enterprise Owners of Sri Lanka: Does Pecking Order Theory Hold?, *Journal of Business & Economic Policy* 3 (2), 79-92.
- Low, C. and Mazzarol, T. W. (2006). Owner-Managers' Preferences for Financing: A Study of Singaporean SME. *International Council of Small Business 51st Annual Conference*, Melbourne.
- Mac an Bhaird, C. (2010). The Modigliani–Miller proposition after fifty years and its relation to entrepreneurial finance. *Strategic Change*, 19 (1-2), 9–28.
- Morejón, M. N. V., Rodas, Y. P. A. y Campos, J. L. T. (2017). Financiamiento en las PYMEs. Un tema recurrente en las investigaciones sobre la Pequeña y Mediana Empresa. *Revista Publicando*, 3(9), 716-725.

- Morris, M. H., Miyasaki N. N., Watters C. E. y Coombes S. M. (2006). The dilemma of growth: Understanding venture size choices of women entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, 44 (2), 221-244.
- Myers, S. (1984). Presidential address: The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Okafor, R. G. (2012). “The Role of Human, Financial and Social Capital in the Performance of Small Businesses in Nigeria: A Second Look.” *Journal of Finance and Sustainable Development*, 3(14), 213 – 220.
- Oktavina, M., Manalu, S., & Yuniarti, S. (2018). Pecking Order and Trade-off Theory in Capital Structure Analysis of Family Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(1), 73-82.
- Orser, B. J., Riding, A.L., y Manley K. (2006). Women Entrepreneurs and Financial Capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (5), 643-665.
- Paudyal, K., Guney, Y., y Antonious, A. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. *Center for Empirical Research in Finance, Department of Economics and*.
- PRODUCE-OGEIEE. (2016). Encuesta Nacional de Empresas 2015-2016. “Mipyme en cifras 2016” – PRODUCE-OGEIEE.
- Roper, S. y Scott, J. M. (2009). Perceived financial barriers and the start-up decision: An econometric analysis of gender differences using GEM data. *International Small Business Journal*, vol. 27, no. 2, pp.149-171.
- Sena, V., Scott, J. M. y Roper, S. (2012). Gender, borrowing patterns and self-employment: some evidence for England. *Small Bus Economics*, vol. 38, pp. 467-480.
- SUNAT. (2016). Registro Único del Contribuyente 2016. “Mipyme en cifras 2016” – PRODUCE-OGEIEE.
- SUNAT. (2017). Registro Único del Contribuyente 2017. *Anuario Estadístico Industrial, Mipyme y Comercio Interno 2017- PRODUCE*.
- Vos, E. y Shen, Y. (2007). The happy story told by small business capital structure.
- Verheul, I. y Thurik, R. (2001) “Start-up Capital: Does Gender Matter?” *Small Business Economics*, 16, 329-345.

- Watson, J. (2006). External Funding and Firm Growth: Comparing Female- and Male-Controlled SMEs. *Venture Capital*, vol. 8, no.1, pp. 33-49.
- Welmilla, I., Weerakkody W. A. S. y Ediriweera A. N. (2011) “The Impact of Demographic Factors of Entrepreneurs on Development of SMEs in Tourism Industry in Sri Lanka” 2nd International Conference on Business and Information, *Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya, Sri Lanka*.
- Wu, J. Song, J. y Zeng, C. (2008). An empirical evidence of small business financing in China. *Management Research News*, 31(12), 959-975.
- Zabri, S. M., Ahmad, K. y Lean, J. (2015). Understanding owner-managers’ preferences towards different sources of financing: The case of successful SMEs in Malaysia. *Advance Science Letter*, 21 (5), 1435-1438.
- Zabri, S. M., Yusoff, W. F. W., Ahmad, K. y Lean, J (2017). Literatura Review on Financing Preferences among Small And Medium Enterprises, *International Business Information Management Association*, 1366, ISBN: 978-0-9860419-7.



Anexos



Anexo 1. Censo: Decisiones sobre financiamiento empresarial

Buenos días/tardes. Mi nombre es..... y estamos realizando un estudio entre las principales empresas del sector industrial de nuestra ciudad sobre la forma como toman sus decisiones de financiamiento. Cabe resaltar que la información es sólo para una investigación académica de gestión financiera, por lo que sus respuestas serán unidas a otras empresas de manera anónima y en ningún momento se identificará qué dijo cada participante. Desde ya, muchas gracias por su tiempo.

Parte I: Información de la empresa y del Gerente General

1. ¿Qué cargo ocupa actualmente en la empresa?

1	Gerente general o similar	2	Gerente financiero o similar
3	Contador	4	Otros:

Definición empresa familiar:

Para Gallo (1997) una empresa es considerada una empresa familiar cuando cumple con las siguientes tres condiciones:

- Propiedad: La familia controla la mayoría de las acciones de la empresa o derechos políticos, es decir poseen más del 50% de la propiedad (control sobre las decisiones).
- Poder: Uno o varios miembros de la familia dedican gran parte o la totalidad de su vida laboral a trabajar en la empresa (participación en las decisiones de gobierno).
- Continuidad: al menos la segunda generación de la dinastía familiar se ha incorporado a la empresa (decidir transferir la empresa a la siguiente generación).

2. Luego de leer la definición de empresa familiar ¿Considera usted que esta es una empresa familiar?

1	Sí	2	No
---	----	---	----

3. Género del Gerente General

1	Femenino	2	Masculino
---	----------	---	-----------

4. ¿Cuántos años tiene el gerente general? _____

5. El gerente general, cuánto tiempo lleva ejerciendo en:

El cargo	
La empresa	
El sector	

6. En caso de no ser el gerente general, cuánto tiempo lleva ejerciendo en:

El cargo	
La empresa	
El sector	

7. ¿Cuál es el nivel máximo de instrucción del Gerente General?

1	Primaria	
2	Secundaria	
3	Bachiller	
4	Titulado	
5	Maestría	
6	Doctorado	

8. En caso no sea el gerente general ¿Cuál es su nivel de instrucción?

1	Primaria	
2	Secundaria	
3	Bachiller	
4	Titulado	
5	Maestría	
6	Doctorado	

9. ¿El gerente general es propietario (total o parcial) de la empresa?

1	Sí	2	No (pasar a la pregunta 11)
----------	----	----------	--------------------------------------

10. ¿Qué porcentaje de propiedad de la empresa tiene?

1	Menos de 20%	2	21% - 50%	3	51% - 80%	4	81%-100%
----------	--------------	----------	-----------	----------	-----------	----------	----------

11. De acuerdo con los objetivos de la empresa ¿En qué medida estás de acuerdo con las siguientes afirmaciones? (1= Total desacuerdo, 2= En desacuerdo, 3= Indiferente, 4= De acuerdo, 5= Totalmente de acuerdo)

1	Uno de nuestros principales objetivos es aumentar la cuota de mercado lo más rápido posible	1	2	3	4	5
2	Uno de nuestros principales objetivos es maximizar los beneficios a corto plazo.	1	2	3	4	5

12. En los próximos 03 años busca para su empresa:

1	Crecimiento rápido (Pasar a la pregunta 14)
2	Crecimiento moderado
3	Crecimiento limitado/sin crecimiento

13. Seleccione 2 motivos que expliquen el porqué de su respuesta:

1	Estoy satisfecho con el tamaño actual	2	Quiero seguir siendo independiente
3	Estoy buscando cerrar el negocio	4	El mercado no apoyaría el crecimiento
5	Implicaría endeudarme/Costo elevado	6	Muy arriesgado

Parte III: Decisiones de Financiamiento

14. ¿Aceptaría aportaciones de capital de inversionistas privados a cambio de compartir sus utilidades y permitir la toma de decisiones en la administración?

1	Sí, a cambio de utilidades y toma de decisiones en la administración (Pasar a la P. 16)
2	Sí, a cambio de utilidades pero no en la toma de decisiones en la administración (Pasar a la P. 16)
3	No, no aceptaría

15. ¿Cuál es la principal razón por la que no aceptaría aportación de capital de inversionistas privados? (TARJETA 1)

1	No le interesa
2	No necesita más capital
3	Se cuenta con otras fuentes de financiamiento
4	No está dispuesto a aceptar la intervención de terceros
5	Se podrían tomar demasiados derechos en la empresa
6	Otro _____

16. ¿La empresa ha obtenido algún tipo de financiamiento en el mercado de valores mediante instrumentos de deuda sea de corto o largo plazo?

1	Papel Comercial
2	Bonos.
3	Ninguno

17. ¿En caso de deuda de corto plazo qué tipo de interés tienen?

1	Menos de 5%	2	5% - 7%	3	7% - 10%	4	10%-11%
----------	-------------	----------	---------	----------	----------	----------	---------

18. ¿En caso de la deuda de largo plazo qué tipo de interés tienen?

1	Menos de 5%	2	5% - 7%	3	7% - 10%	4	10%-11%
----------	-------------	----------	---------	----------	----------	----------	---------

19. Dentro de las políticas de la empresa, ¿se ha fijado un nivel máximo u objetivo de endeudamiento? En caso la respuesta sea sí, indicar porcentaje.

1	Sí:	2	No
----------	-----	----------	----

20. De la siguiente lista, marque dos factores que influyen al seleccionar la cantidad apropiada de deuda para la empresa. (TARJETA 2)

1	La flexibilidad financiera
2	La calificación crediticia de la empresa.
3	La estabilidad de las ganancias y flujos de caja.
4	La ventaja fiscal de la deducción de intereses / gastos financieros.
5	Los costos de transacción y las tarifas para obtener deuda.
6	Los niveles de deuda de otras empresas en el sector donde se opera.
7	Los posibles costos por insolvencia financiera o de dificultades financieras.
8	Se limita el nivel de endeudamiento para que los clientes / proveedores no se preocupen porque la empresa puede quebrar.
9	Se restringe el endeudamiento, de modo que las ganancias de los proyectos nuevos / futuros puedan ser completamente de los accionistas y no sean destinados a realizar pagos al banco.
10	Si se utiliza el financiamiento por deuda, los competidores pueden inferir sobre los planes futuros de la empresa.
11	Las restricciones de endeudamiento máximo que imponen los bancos.

21. Califique del **1 al 5** el nivel de importancia que tienen los siguientes factores al momento de decidir tomar una deuda para financiar un proyecto (**siendo 1= nada importante y 5= muy importante**):

		1	2	3	4	5
a	Capacidad para endeudarse en el futuro .					
b	Poco autofinanciamiento (flujos generados).					
c	Costo financiero (tasa de interés).					
d	Nivel de endeudamiento máximo.					
e	Resistencia a la deuda financiera por parte de los propietarios.					
f	Garantías disponibles (inmuebles, mobiliarias, otros.).					
g	Alta incertidumbre en el sector en el que la empresa opera					
h	Efecto en los indicadores de rentabilidad (ROE, UPA)					

22. De las siguientes fuentes de financiamiento, ¿a cuál recurriría primero para financiar un nuevo proyecto? Jerarquizar por orden de elección. (1, 2, 3, 4 y 5) (TARJETA 3)

Fuentes de financiamiento	Orden
Fondos internos autogenerados por la empresa.	
Aportes de nuevos accionistas.	
Aportes de los actuales accionistas.	
Proveedores.	
Deuda financiera.	

23. De la pregunta anterior ¿Cuál fue el motivo principal por el que acude primero con esa fuente o institución? (Que eligió como opción 1 en la pregunta 22).

1	Por la rápida disponibilidad
2	Comisiones bajas
3	Por el monto al que puede acceder.
4	Esta fuente/institución demanda menos requisitos que otras.
5	Otros: _____

24. Selecciona la o las fuentes de financiación que se utilizaron para la puesta en marcha del negocio (Respuesta múltiple).

1	Dinero de/los accionista(s)	2	Préstamo bancario
3	Otros: _____		

25. Alguna vez, ¿la empresa ha recibido aportes de un nuevo inversionista/accionista?

1	Sí	2	No
---	----	---	----

26. Alguna vez, ¿la empresa ha solicitado o ha tenido vigente algún financiamiento con algún banco, institución financiera, proveedor, o alguna persona externa a la empresa?

1	Sí	2	No
---	----	---	----

27. De acuerdo con la inclinación de la empresa hacia un tipo de financiamiento externo ¿En qué medida está de acuerdo con las siguientes afirmaciones? (1= Total desacuerdo, 2= En desacuerdo, 3= Indiferente, 4= De acuerdo, 5= Totalmente de acuerdo).

1	Tenemos la intención de retener una participación mayoritaria en el negocio para los fundadores	1	2	3	4	5
2	Es importante tomar riesgos al hacer negocios	1	2	3	4	5

28. En caso de acudir a deuda financiera, ¿Otorgó algún tipo de garantía?

1	Sí	2	No (pasar a la pregunta 30)
----------	----	----------	-----------------------------

29. ¿Qué tipo de garantías otorgó para obtener el crédito? Elegir 5 como máximo. (TARJETA 4)

1	Fuentes de Financiamiento con garantías específicas (activos tangibles).
2	Gravamen abierto.
3	Recibos de fideicomiso.
4	Recibos de almacenamiento (Certificados de depósito, Warrant).
5	Garantía de acciones y bonos.
6	Préstamos con codeudor.
7	Hipoteca.

30. En caso de financiamiento de largo plazo ¿la garantía qué porcentaje representó del crédito?

1	Menos de 50%	2	50% - 80%	3	81%-100%	4	100%-150%
----------	--------------	----------	-----------	----------	----------	----------	-----------

31. En caso de financiamiento de corto plazo ¿la garantía qué porcentaje representó del crédito?

1	Menos de 50%	2	50% - 80%	3	81%-100%	4	100%-150%
----------	--------------	----------	-----------	----------	----------	----------	-----------

32. Para financiar alguna inversión a largo plazo (nuevo local, nueva maquinaria, camiones, nuevos equipos, etc.), ¿qué tipo de financiamiento ha obtenido en una entidad financiera?

1	No busca financiamiento en entidades financieras
2	Préstamo mediano/largo plazo (<i>leasing</i> , hipotecario, otro.) (Pasar a P. 34)
3	Préstamos corto plazo (menor de 1 año) (Pasar a P. 34)

33. ¿Cuál fue el motivo principal por el que no lo hizo? (TARJETA 5)

1	No lo considera necesario.
2	La empresa es autosuficiente/no lo necesita.
3	Cuenta con medios de financiamiento vigentes.
4	Cree que no cuenta con los requisitos necesarios.
5	No confía en los bancos ni en las instituciones financieras.
6	No sabe cómo hacerlo.
7	Lo han rechazado anteriormente.
8	Tiene mal historial crediticio.
9	Los créditos son muy caros.
10	Se tienen muchas deudas.
11	No hay instituciones cerca..
12	Otro _____

34. ¿Cuál considera que sería el principal factor que podría limitar el acceso al financiamiento para **su empresa?** (TARJETA 6)

1	Muchos requisitos (garantías y otros).
2	Alta tasa de interés/alto costo.
3	Los términos y condiciones de pago.
4	Comprobar ingresos/capacidad de pago.
5	Muchos trámites/trámites poco sencillos.
7	Registros contables deficientes
8	Financiamiento no disponible en todos lados.
9	Las empresas de este giro no enfrentan limitantes.
10	Otro _____

35. ¿Cuál considera que sería el principal factor que podría limitar el acceso al financiamiento para **una empresa de su giro?** (TARJETA 6)

1	Muchos requisitos (garantías y otros).
2	Alta tasa de interés/alto costo.
3	Los términos y condiciones de pago.
4	Comprobar ingresos/capacidad de pago.
5	Muchos trámites/trámites poco sencillos.
7	Registros contables deficientes
8	Financiamiento no disponible en todos lados.
9	Las empresas de este giro no enfrentan limitantes.
10	Otro _____

36. Indique cuales fueron los mayores desafíos que enfrentaron al iniciar el negocio
(Respuesta múltiple)

1	Obtener financiamiento	2	Perder la seguridad del trabajo actual
3	Regulaciones complejas del Gobierno	4	Inexperiencia

37. La empresa ha enfrentado situaciones de dificultad financiera como, por ejemplo:

1	Problemas con alguna institución financiera derivado de algún préstamo o crédito.	Si	No
2	Problemas operativos como cierre temporal, falta de pago a proveedores o a trabajadores por falta de financiamiento.	Si	No
3	Empeño de activos de la empresa para conseguir financiamiento.	Si	No
4	Empeño de activos de los dueños o socios para conseguir financiamiento.	Si	No
5	Cambio de nombre, giro o régimen para acceder a financiamiento.	Si	No
6	Otro _____	Si	No

38. ¿Qué factores afectarían las decisiones de su empresa sobre el ingreso de nuevos socios? (TARJETA 7)

1	Tener una menor ganancia.
2	Que las acciones se vendan a un precio injusto.
3	La venta de acciones a otros socios les da a los inversionistas una señal de la buena marcha de la empresa.
4	Mantener una proporción objetivo de deuda a capital propio.
5	Disminuir la propiedad de ciertos accionistas.
6	Si las ganancias recientes han sido suficientes para financiar las actividades.
7	Tener niveles de endeudamiento similares a la del sector.
8	No poder acceder a la deuda.

Parte IV: Obstáculos encontrados por mujeres (sólo si respuesta de pregunta 4: género femenino)

39. Al iniciar un negocio, ¿Las mujeres se enfrentan a obstáculos únicos en relación con los hombres en general?

1	Total desacuerdo	2	En desacuerdo
3	Indiferente	4	De acuerdo
5	Totalmente de acuerdo		

40. Lidar con la discriminación de género es el costo de hacer negocios cuando eres mujer:

1	Sí, definitivamente	2	Sí, hasta cierto punto
3	No, no realmente		

41. Indica en qué medida cada uno de los siguientes elementos representa un obstáculo mayor para las mujeres empresarias que para los empresarios en general:

	Significativamente más para las mujeres	Algo más para las mujeres	No es diferente para las mujeres
a) Conseguir préstamos bancarios			
b) Conseguir inversores			
c) Conseguir proveedores			
d) Conseguir clientes			
e) Obtener licencias			
f) Construir relaciones con otras empresas			

Datos de control

Nombre		Celular/teléfono	
Correo electrónico		Fecha	

Anexo 2. Estudios sobre medianas empresas: decisiones de financiamiento y características gerenciales

Autor	Objetivos de estudio
Borgia y Newman (2012)	Características del gerente: educación, experiencia, red de contactos y actitudes: aversión gerencial al control externo, propensión al riesgo e intención de crecimiento.
Sena, V., Scott, J. M. y Roper, S. (2012).	Experiencia empresarial previa, propiedad empresarial, estado civil y preferencias de riesgo.
Morris, M. H., Miyasaki N. N., Watters C. E. y Coombes S. M. (2006).	Orientación del crecimiento en función de motivos, obstáculos percibidos, identidad femenina y características personales y empresariales.

Fuente: Elaboración propia

