

*Gabriela Pesce*

Profesora Adjunta y Secretaria de Posgrado y Relaciones Internacionales del Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur Bahía Blanca, Argentina  
Doctora en Economía por la Universidad Nacional del Sur  
E-mail: gabriela.pesce@uns.edu.ar

*Juan Ignacio Esandi*

Profesor Asociado del Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur – Bahía Blanca, Argentina  
Economista Jefe del Centro Regional de Estudios Económicos de Bahía Blanca (CREEBBA).  
Máster en Economía por la Universidad del CEMA (Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina).  
E-mail: juaniesandi@gmail.com

*Anahí Eugenia Briozzo*

Profesora Asociada del Departamento de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur. Investigadora Asistente del CONICET-IIESS – Bahía Blanca, Argentina  
Doctora en Economía por la Universidad Nacional del Sur  
E-mail: abriozzo@uns.edu.ar

*Hernán Pedro Vigier*

Profesor Titular del Departamento de Economía de la Universidad Nacional del Sur;  
Profesor Titular de la Facultad de Micro, Pequeña y Mediana Empresa, Universidad Provincial del Sudoeste (UPSO)– Bahía Blanca, Argentina  
Investigador Adjunto del CEDETS (Comisión de Investigaciones Científicas de la Provincia de Buenos Aires - UPSO) - Bahía Blanca, Argentina  
Doctor en Administración y Dirección de Empresas, Universidad Rovira i Virgili  
E-mail: hvigier@ups.edu.ar

**RESUMEN**

*El objetivo del trabajo es estudiar las particularidades de las decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario, como el uso de créditos personales o de garantías personales para el financiamiento de la firma. Se analizan diferencias entre las características de empresas con este entrelazamiento y el resto, buscando determinantes que incidan en la probabilidad de tomar este tipo de decisiones financieras. Para ello, se trabaja con una muestra de 159 pequeñas y medianas empresas (PyMEs) que desarrollan sus actividades en la zona de Bahía Blanca, Argentina. Metodológicamente, se realizan análisis bivariados, particularmente ANOVA, Pearson Chi2 y Fisher Exact test, y multivariados, comenzando con un probit simple, aplicando una restricción en la muestra y luego un probit con selección muestral. Se concluye que la tasa de reinversión de utilidades, la limitación de la responsabilidad de los propietarios mediante la forma legal, el uso de giro en descubierto y la pertenencia al sector servicios, son variables relevantes para identificar las estrategias financieras con una separación difusa entre la empresa y su propietario.*

**Palabras-clave:** PyMEs, Decisiones de Financiamiento, Créditos Personales, Garantías Personales, Estructura de Capital.

### **SME FINANCING DECISIONS: SPECIAL FEATURES ARISING FROM THE BUSINESS-OWNER ENTANGLEMENT**

#### **ABSTRACT**

*The purpose of this work is to study the special characteristics of the financing decisions arising from the business-owner entanglement, such as the use of personal loans or personal guarantees for the financing of the firm. We analyzed differences between the characteristics of companies with this entanglement and the rest, looking for the determinants that affect the probability of taking such financial decisions. In order to do this, we analyzed a sample of 159 small and medium enterprises (SMEs) active in the area of Bahía Blanca, Argentina. Methodologically, we performed bivariate analysis, particularly ANOVA, Pearson Chi2 and Fisher Exact test, plus multivariate analysis, beginning with a simple probit, applying a restriction on the sample and then a probit with sample selection. We conclude that the rate of profits reinvestment, the limitation of liability of owners through legal means, the use of overdraft and belonging to the service sector are relevant variables to identify financial strategies with a diffuse separation of company and its owner.*

**Key words:** Small and Medium Enterprises, Financing Decisions, Personal Loans, Personal Guarantees, Capital Structure.

### **DECISÕES DE FINANCIAMENTO DAS PME: CARACTERÍSTICAS ESPECIAIS RESULTANTES DO EMARANHAMENTO NEGÓCIO-PROPRIETÁRIO**

#### **RESUMO**

O objetivo deste trabalho é estudar as particularidades das decisões de financiamento decorrentes do emaranhado negócio-proprietário, como o uso de empréstimos pessoais ou de garantias pessoais para financiar a companhia. Foram analisadas as diferenças entre as características das empresas com essa associação e o resto, procurando os determinantes que afetam a probabilidade de tomar tais decisões. Para fazer isso, trabalhou-se com uma amostra de 159 pequenas e médias empresas (PME) que desenvolvem suas atividades na área de Bahía Blanca, Argentina. Metodologicamente, utilizaram-se técnicas bivariadas, como os métodos ANOVA, *Pearson Chi2* e teste *Fisher Exact*, e multivariadas, com probit simples, aplicando uma restrição na amostra e um probit com seleção amostral. Concluímos que a taxa de reinvestimento de lucros, a limitação de responsabilidade dos proprietários através da forma jurídica, o uso de saque a descoberto e a participação no setor de serviços, são variáveis importantes para identificar estratégias financeiras com uma separação difusa entre a empresa e o proprietário.

**Palavras-chave:** PME, Decisões de Financiamiento, Empréstimos Pessoais, Garantias Pessoais, Estrutura de capital.

## **1. INTRODUCCIÓN**

El presente trabajo forma parte de un proyecto de investigación que procura analizar el impacto de la escasez de normas legales, fiscales y previsionales que consideren las características diferenciales de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), y que generen incentivos adecuados a su conducta.

La utilidad de los resultados de la investigación radica en la posibilidad de diseñar políticas de Estado que incentiven el uso de formas legales con responsabilidad limitada en estas empresas, por ejemplo, a través de un tratamiento impositivo diferencial. Como efecto secundario, se procura concientizar al empresario PyME sobre la utilidad de la información contable para la toma de decisiones. A fines de diseñar estas propuestas es preciso conocer todas las dimensiones y efectos que la forma de organización legal significa para la pequeña empresa argentina, intentando compatibilizar los incentivos tributarios, financieros y económicos.

Estudiar a las PyMEs como objeto de investigación responde a distintos motivos; siguiendo a Storey (1994) éstos pueden agruparse en el diseño de políticas por un lado, y el avance en el conocimiento microeconómico en sí mismo por el otro. En particular, este trabajo pretende estudiar características diferenciales entre empresas que toman decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario, como el uso de créditos personales o de garantías personales para el financiamiento de la firma, buscando determinantes que incidan en la probabilidad de tomar este tipo de decisiones.

El objeto de estudio en el marco de este trabajo refiere a un grupo o estrato de empresas con prácticas financieras caracterizadas por una separación difusa entre la empresa y el empresario, tomando fuentes de financiamiento que comprometen el patrimonio personal del propietario cuando se podrían afectar los activos de la empresa a menor costo. Asimismo, es conveniente comentar que este tipo de decisiones se pueden tomar sin tener la alternativa de acceder a un financiamiento de otro tipo por las características inherentes de la empresa. En este caso, se trata de una decisión impuesta por una situación de racionamiento de crédito.

Desde el punto de vista metodológico, en este trabajo se analiza una muestra de 159 empresas PyMEs que desarrollan sus actividades en la zona de Bahía Blanca, Argentina. Se realizan análisis bivariados, como ANOVA y los test Pearson Chi<sup>2</sup> y Fisher's Exact; y multivariados bajo distintas condiciones, probit simple con la muestra completa, probit con la muestra restringida a los casos de empresas que emplean pasivos financieros y finalmente probit con selección muestral.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se presentan los antecedentes respecto a las teorías de estructura de capital y decisiones de financiamiento, incluyendo algunas referencias específicas de financiamiento a empresas mediante créditos personales. En la sección 3 se describen los objetivos y se fundamenta el objeto de estudio de la investigación. La sección 4 introduce los aspectos metodológicos del trabajo, en relación a las fuentes de información utilizadas, los métodos estadísticos y econométricos, y la descripción de las variables e hipótesis sobre sus efectos esperados. En la sección 5 se presenta el análisis empírico, utilizando métodos para una variable dependiente categórica. En la sección 6, se discuten los resultados; para finalizar en la sección 7 con las conclusiones de la investigación y por último, las referencias bibliográficas.

## **2. MARCO TEÓRICO SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL Y DECISIONES DE FINANCIAMIENTO**

Las decisiones de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas tradicionalmente se han enmarcado dentro de la hipótesis de la jerarquía financiera (DONALDSON, 1961, MYERS, 1984, MYERS; MAJLUF, 1984), la cual afirma que las empresas tienen un orden de preferencias en la decisión de las fuentes de financiamiento. De esta manera, esta jerarquía de preferencias establece que la primera fuente a la que recurren las empresas son los fondos generados internamente (utilidades acumuladas), en segundo lugar se emite deuda, y por último se emplea la ampliación del capital propio (emisión de acciones). En particular, se presume que los propietarios y gerentes de las firmas poseen más información sobre la situación de la misma, y prefieren mantener esa información privada. De

esta manera, la utilización de fondos propios evita proporcionar al mercado información sobre la empresa. La Jerarquía Financiera enuncia que las decisiones de financiamiento priorizan el financiamiento interno, empezando por la retención de beneficios, y sus decisiones transcurren seleccionando fuentes de financiamiento que signifiquen menores costos de agencia, originados en el hecho de compartir información interna con agentes externos a la empresa. En este sentido, luego de la retención de beneficios, las empresas prefieren la emisión de deuda antes que la emisión de acciones, debido a los menores costos informacionales que deben asumir.

Sin embargo, existen autores que consideran como característica distintiva de las pequeñas y medianas empresas el entrelazamiento entre la empresa y el propietario o empresario, que muchas veces no solo es emocional sino también legal y financiero. Barton y Gordon (1987) proponen una conexión entre la estrategia de la empresa y su estructura de capital, donde factores como la propensión a asumir riesgos del *manager*, sus metas personales y el deseo de retener el control y flexibilidad de la empresa afectan la estructura de capital. Barton y Matthews (1989) indican que las empresas pequeñas pueden preferir los fondos internos para reducir la incertidumbre y minimizar el riesgo de perder el control de la empresa. Desde el punto de vista de la naturaleza familiar de la mayoría de las PyMEs, Romano, Tanewski y Smyrniotis (2001) listan como posibles determinantes de la estructura de financiamiento al empleo formal de métodos de planificación, la actitud del propietario hacia el control de la empresa, las metas del empresario con respecto al negocio y la actitud respecto al financiamiento con deuda. Siguiendo la teoría del ciclo financiero de crecimiento, Ang (1991) observa que una pequeña empresa pasa por diversos estadios de desarrollo, desde la etapa inicial hasta la madurez, por lo que se necesitaría una teoría adaptada para cada etapa. Continuando con esta idea, Berger y Udell (1998) sostienen que las PyMEs tienen un ciclo financiero de crecimiento, durante el cual cambian las necesidades y fuentes disponibles de financiamiento, ya que al compás del desarrollo del negocio, se gana mayor experiencia y disminuye la opacidad informativa. A medida que

se reduce la opacidad informativa, la empresa puede acceder a otras fuentes además de las internas y las más cercanas al empresario, como los capitales de riesgo y los créditos de instituciones financieras.

Por otro lado, Smith (1980) presenta un interesante marco teórico para analizar contratos de préstamos personales. Su trabajo desarrolla la valuación de un préstamo como un derecho contingente, es decir, un activo cuyos pagos futuros se encuentran determinados por el valor de otro (subyacente). En el caso más sencillo de un préstamo con un único pago al vencimiento y sin garantías, estará dado por el valor de los activos del prestatario cuando el mismo finaliza. En este ejemplo, el valor de la deuda al vencimiento surge del menor valor entre el activo del deudor y la suma de pagos de capital e interés. Bajo un conjunto de supuestos obtiene expresiones generales del valor de equilibrio de un préstamo y de la tasa de interés del mismo, relacionándolos con las siguientes variables: el valor de los activos del deudor, el monto del servicio de la deuda, el plazo del préstamo, la tasa de interés libre de riesgo, la relación entre el flujo de rendimientos del deudor y el valor de sus activos y la volatilidad en el valor de los activos del deudor. Suponiendo agentes racionales, estas expresiones deberían guiar la definición de los términos de un contrato de préstamos en este marco idealizado, y en particular, para el prestamista, la tasa de interés apropiada que compense el riesgo que enfrenta. Exceptuando la tasa libre de riesgo, el resto de las variables dependen de la conducta del deudor y podrían ser modificadas por el mismo a expensas de los intereses del acreedor una vez que se firmó el contrato y se cedió el préstamo. Los posibles riesgos para el acreedor son tres: (1) Dilución de derechos: el deudor aumenta su endeudamiento sin comprar activos adicionales, y por lo tanto, reduce el valor del préstamo para el acreedor por el mayor riesgo que enfrenta, (2) Reducción de ahorro: el deudor reduce su tasa de ahorro o

---

<sup>1</sup> Expectativas homogéneas de deudor y acreedor, variancia constante en la distribución de probabilidad del valor de los activos del deudor, independencia entre la evolución del valor del activo y la probabilidad de *default*, no hay costos de *default*, mercados de capitales perfectos, tasa libre de riesgos conocida y constante y el flujo de rendimientos del activo del deudor es una proporción constante del valor de sus activos.

incrementa su tasa de consumo de bienes no durables, lo que reduce la proporción entre sus flujos de fondos y el valor de los activos que dispone, y por lo tanto, disminuye el valor del préstamo para el acreedor; (3) Sustitución de activos: el deudor reemplaza sus activos por otros de mayor riesgo; nuevamente disminuye el valor del préstamo para el acreedor. Si los prestamistas reconocen estos riesgos, la tasa de interés del préstamo refleja su pronóstico racional sobre las probabilidades de que los deudores asuman estas conductas negativas. Las cláusulas que acompañan los contratos de préstamos permiten disminuir la probabilidad de estas conductas y por lo tanto, su costo para el deudor puede verse compensado por la tasa de interés requerida por el acreedor al percibir un menor riesgo de incumplimiento o morosidad en los pagos de los servicios de la deuda.

### **3. OBJETIVOS Y FUNDAMENTACIÓN DE LA DEFINICIÓN DE LA VARIABLE DEPENDIENTE DE INTERÉS**

El objetivo principal de este trabajo es estudiar características diferenciales entre empresas que toman decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario, buscando determinantes que incidan en la probabilidad de tomar una decisión de este tipo.

A partir de esta línea de investigación, surgen algunos objetivos secundarios, como:

- Encontrar diferencias significativas entre los valores medios para distintas variables entre los grupos de empresas con diferentes decisiones de financiamiento, mediante un análisis bivariado.
- Determinar qué variables que influyen en la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento donde se entrelacen el patrimonio del propietario y el de la empresa, mediante un análisis multivariado.
- Estimar la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento derivada del entrelazamiento empresa-propietario, a partir de los efectos marginales calculados sobre el modelo.
- Estimar el modelo restringiendo la muestra a las empresas que emplean pasivos financieros en su estructura de capital.
- Determinar si existe sesgo de selección muestral al analizar el problema de las decisiones de

financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-empresario.

▪ Comparar los resultados obtenidos con los publicados por Briozzo y Vigier (2014) respecto a una línea de investigación semejante realizada a partir de una muestra de empresas de la misma zona pero recogida en el año 2006.

Para cumplir con estos objetivos, se definen dos grupos. El grupo I es aquel formado por empresas que presentan decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario. Entonces, una empresa pertenece a este grupo si se cumple al menos una de las siguientes condiciones:

- i) Los propietarios brindan como garantía sus bienes personales sobre los créditos a nombre de la empresa.
- ii) Se utilizan créditos personales para requerimientos de capital de la empresa.

Con respecto a la condición i, que establece que los propietarios ponen a disposición de un crédito a nombre de la empresa sus bienes personales como garantía, se considera como una decisión de financiamiento del grupo I dado que en primer lugar deberían afectarse como garantía los activos de la empresa. Si se elige una forma legal con responsabilidad limitada (como sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada) el patrimonio del ente jurídico está separado del patrimonio personal de sus propietarios; por lo que dar en garantía bienes propios es perder una de las principales ventajas de este tipo de forma legal. La hipótesis respecto al uso de garantías personales es que la empresa no cuenta con bienes libres de gravamen en su patrimonio, es decir tiene agotada su capacidad de utilizar activos para tomar financiamiento externo. Esta condición puede tener relación con las asimetrías de información, dado que el acreedor puede preferir este tipo de bienes como garantía para evitar problemas de riesgo moral. En cuanto a la representatividad de esta condición en la muestra, se presentan 8 casos, de los cuales el 75% son empresas con formas legales con limitación de la responsabilidad.

En relación a la condición ii referida al uso de créditos personales para requerimientos de capital de la empresa, se considera una decisión de financiamiento del grupo I dado que el

financiamiento mediante créditos personales, si bien resulta de un trámite más expeditivo, es más costoso (en el mercado local su costo es aproximadamente 10 puntos porcentuales mayor al del crédito para empresas) y sus condiciones son más rígidas (límite máximo, tipo de amortización, plazo de vigencia del financiamiento, etc.). Es decir, quien accede a un crédito personal para su utilización en requerimientos de la firma, paga un costo mayor a costa de tener una evaluación crediticia menos exigente (Tabla 1). Sin embargo, pierde flexibilidad en las condiciones de préstamo y desaprovecha el escudo fiscal por la deducción de los intereses de préstamos de la firma de la base imponible del impuesto a las ganancias. Asimismo, una empresa que se encuentra registrada para el Impuesto al Valor Agregado (IVA) como responsable inscripto, puede deducir el IVA de los intereses, mientras que en los créditos personales, el empresario aparece como consumidor final, con lo cual a la tasa de interés se debe adicionar este impuesto. Por otro lado, el uso de créditos personales implica en sí mismo, que se recurra a bienes personales para las garantías.

La hipótesis sobre los motivos por los que se acude a créditos personales se relaciona con dos necesidades urgentes de fondos, con connotación positiva o negativa. La urgencia positiva puede tener relación con una oportunidad de inversión muy rentable de ejecución inmediata, que permite pagar altas tasas; la negativa se refiere a la insuficiencia de fondos para cumplir las obligaciones de la empresa (pasivos) debido a un descalce financiero. A su vez, un empresario podría solicitar un préstamo personal con uso destinado a su firma desde dos situaciones diferenciales:

- La empresa no es sujeto de crédito; por incumplir normativas, no tener la antigüedad suficiente (2 años) o tener una situación financiera crítica (como un alto nivel de endeudamiento o un bajo nivel de patrimonio neto). En este caso, los requerimientos de capital no pueden ser cubiertos mediante créditos para la empresa, dado que la entidad no tiene chances de acceder por sí misma al mercado de capitales.

- El empresario puede tomar crédito para la empresa (es decir, la misma cumple con todas las reglamentaciones y requisitos), pero decide solicitar un préstamo personal. En este caso, la entidad se autoexcluye del mercado de créditos para empresas, probablemente por alguna de las siguientes causas: desinformación de las ventajas de los créditos para empresas; necesidad inminente de fondos, por lo que no puede esperar el plazo de gestión para la habilitación de un préstamo a nombre de la empresa; simplicidad administrativa, dada por los requerimientos de menor documentación para un préstamo personal; preferencia de los propietarios respecto a la no divulgación de sus datos de actividad; entre otras.

En relación a la representatividad de estos casos, se cuenta con tres empresas en la muestra que sólo utilizan créditos personales para financiarse y nueve que utilizan créditos personales parcialmente, en conjunto con otras fuentes de financiamiento.

---

<sup>2</sup> Información recabada de bancos privados de la ciudad de Bahía Blanca, durante el mes de Agosto de 2011.

**Tabla 1 – Características de créditos personales y para empresas del mercado bancario local**

Características	Créditos personales	Créditos para empresas
Condiciones del crédito	Rígidas	Flexibles
Monto máximo	Limitado (\$150.000)	Sin límite explícito
Costo del financiamiento	Entre 27 y 28%	Entre 16-22%
Tasa	Fija en pesos	Fija en pesos
Plazo	36 a 60 meses (máximo)	Flexibles dependiendo del tipo de inversión
Tiempo de gestión	En el acto hasta 72 hs.	Desde 72 horas a 20 días hábiles.
Requerimientos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Antigüedad mínima (de 3 meses a 2 años dependiendo de la actividad).</li> <li>▪ Ingresos mínimos (entre \$1800 y \$2500 mensuales).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Últimos dos balances auditados por el CPN y certificado por el CPCE<sup>3</sup>.</li> <li>▪ Acta de aprobación del balance y distribución de utilidades.</li> <li>▪ Últimas 6 DDJJ de IVA, de aportes previsionales e ingresos brutos.</li> <li>▪ Detalle de ventas netas de IVA mes a mes de los últimos 24 meses.</li> <li>▪ Detalle de deuda bancaria actualizada.</li> <li>▪ A la misma fecha que la deuda bancaria, el saldo en pesos del stock de bienes de cambio.</li> <li>▪ A la misma fecha, detalle de cuentas a cobrar y a pagar.</li> <li>▪ Manifestación de bienes de los socios.</li> <li>▪ DDJJ de ganancias y bienes personales de los socios.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia basada en datos de entidades bancarias locales.

<sup>3</sup> Referencias de las abreviaturas: Contador Público Nacional (CPN) y Consejo Profesional de Ciencias Económicas (CPCE); Declaración Jurada (DDJJ).

Por exclusión, las empresas que no cumplen ninguna de las condiciones precedentes constituyen el grupo II, entre las se hallan algunas que emplean pasivo financiero en su estructura de capital y otras que no.

En la Tabla 2, se presenta la información resumida de la importancia relativa de cada condición en la construcción del grupo I de empresas según sus decisiones de financiamiento.

Es importante aclarar que existen dos casos en los que hay superposición de ambas condiciones, por lo que el grupo queda finalmente representado por un conjunto de 18 empresas. El porcentaje de importancia relativa está calculado sobre el número total de la muestra (159 empresas), desagregando también en la Tabla 2 aquéllas que emplean pasivos financieros (PF).

**Tabla 2 – Importancia relativa de cada condición en la construcción del grupo de empresas con decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario**

Condición	Número de casos	Importancia relativa
i. Utilización de garantías personales sobre créditos de la empresa	8	5%
ii. Utilización de créditos personales para requerimiento de la empresa	12	8%
- Íntegramente		
- Parcialmente	9	
Total de casos grupo I	20	
Menos casos con superposición de condiciones	-2	
<b>Total empresas grupo I</b>	<b>18</b>	<b>11%</b>
<b>Total empresas que emplean PF</b>	<b>100</b>	<b>63%</b>
<b>Total empresas de la muestra</b>	<b>159</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Resumiendo, las firmas del grupo I toman decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario, producto de utilizar garantías o préstamos personales para su negocio. Se puede arribar a este tipo de condiciones sin tener la alternativa de acceder a un financiamiento de otro tipo por las características inherentes de la empresa. En este caso, se trataría de una decisión impuesta por una situación de racionamiento de crédito. Ambas condiciones podrían surgir de la característica de la demanda o de una restricción sobre la oferta de crédito.

## 4. METODOLOGÍA

### 4.1. Fuentes de información

Este trabajo presenta los datos de un estudio de campo realizado en la ciudad de Bahía Blanca durante el periodo julio-octubre del 2010. Para

definir el universo de la muestra se consideró como definición de PyME a la Disp. 147/2006 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Argentina), arrojando una población total de 1.115 empresas en el partido de Bahía Blanca que potencialmente serían objeto de este estudio: con más de cinco empleados y fecha de inicio de actividades anterior a diciembre de 2004.

Para determinar el tamaño de la muestra, se considera como objetivo medir la proporción de empresas que emplean fondos de instituciones financieras en su estructura de financiamiento, mediante un muestreo aleatorio simple. En el caso de una población finita, inferior a 5.000 individuos, el tamaño de muestra para una proporción puede calcularse empleando la ecuación 1.

<sup>4</sup> Puede suceder que la empresa se encuentre racionada en cuanto al crédito que obtiene o en las condiciones del mismo, como el plazo de financiamiento.



$$n = \frac{z^2 \cdot p \cdot q \cdot N}{(N - 1) \cdot E^2 + z^2 \cdot p \cdot q} \quad \text{Ec. 1}$$

Donde:

$n$  = tamaño de la muestra;

$z$  = parámetro de la distribución normal estándar asociado al nivel de confianza para el error;

$p$  = proporción en la población;

$q = 1 - p$ ;

$N$  = tamaño de la población;

$E$  = precisión o error de muestreo admisible.

Para el valor de  $p$ , en la práctica se emplean resultados de estudios anteriores que brinden información al respecto. Se asigna a  $p$  y  $q$  el valor de 0,5 a fines de obtener un error de muestreo igual o menor al admisible. Empleando un nivel de confianza de 90%, y un error de 4,7%, se obtiene un tamaño de muestra de 159 empresas.

Para la recolección de datos se utilizó como instrumento un cuestionario estructurado de preguntas cerradas a completarse mediante entrevista personal, el cual se adjunta en forma parcial en el anexo de este trabajo. El mismo está compuesto por seis secciones: i) información general, ii) decisiones de financiamiento, iii) políticas de apoyo financiero, iv) información contable y el rol del contador, v) informalidad y vi) otros aspectos. Para la medición de los distintos aspectos de la estructura de financiamiento, se emplearon preguntas de validación, a fin de detectar inconsistencias en las respuestas.

Para validar externamente la calidad de los resultados, se utilizó un relevamiento anterior del grupo de investigación (BRIOZZO, 2007), como así también otros resultados nacionales como los reportados por el Observatorio Pyme (2007) y por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

Para el análisis empírico presentado en este trabajo, se utilizó la muestra de corte transversal basada en el relevamiento descripto, considerando 159 observaciones válidas.

## 4.2. Métodos estadísticos y econométricos

Los resultados de las encuestas fueron tabulados en una planilla de cálculo (MS Excel®) preparada a tal efecto, con opciones de listas desplegadas, valores numéricos o alfanuméricos según el caso. Asimismo se incorporaron mensajes instructivos, de advertencia y de errores para minimizar las fallas en la etapa de procesamiento de los datos. Posteriormente los datos fueron exportados a programas econométricos, con los cuales se realizaron las estimaciones.

En relación a los métodos utilizados, en primer lugar se realiza un análisis bivariado para detectar diferencias estadísticamente significativas en las medias para distintas variables entre grupos de empresas según sus decisiones de financiamiento. Para ello se utiliza el análisis ANOVA cuando se trata de hallar diferencias en una variable continua para estos grupos (testeando previamente el cumplimiento de las condiciones de homoscedasticidad y normalidad) y los test Pearson Chi2 y Fisher's Exact para detectar diferencias entre medias de variables categóricas.

En un segundo paso del estudio, se realizan estimaciones mediante modelos de regresión probit (KENNEDY, 2008) para hallar los determinantes de las decisiones de financiamiento del grupo I considerando la muestra completa, y se estiman los efectos marginales de cada variable sobre la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento de este tipo.

En tercer lugar, se restringe la muestra sólo a las empresas que emplean PF en su estructura de capital, sobre la hipótesis que aquellas que toman decisiones de financiamiento del grupo I deciden en primer lugar participar en el mercado de crédito bancario o financiero.

Por último, se utiliza un modelo de regresión probit con selección muestral, para evaluar si existe sesgo por el efecto de la no aleatoriedad debido a que en la regresión anterior solo se observan las empresas que contienen algún tipo de pasivo financiero en su estructura de capital. Por lo tanto, la ecuación de selección establece los determinantes de emplear pasivos financieros.

### 4.3. Descripción de las variables e hipótesis sobre sus efectos esperados

En la Tabla 3 se presenta una breve descripción de las variables involucradas en el análisis y su efecto esperado en relación a la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I ( $y=1$ ). Se señala con el signo + aquellas variables cuyo coeficiente se espera que sea positivo en relación a la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I; mientras que el signo - se refiere a coeficientes en donde se espera un valor negativo.

**Tabla 3 – Descripción de las variables explicativas e hipótesis sobre su efecto esperado**

Variable	Descripción	Efecto esperado
<b>Tamaño micro</b>	Es una variable cualitativa que toma valor 1 cuando la empresa presenta una caracterización como micro empresa de acuerdo a la definición establecida por la SePyME, que considera el nivel de facturación anual sin IVA por sector de actividad. Alternativamente, se utiliza la clasificación por tamaño según el número de empleados en planta permanente, realizando una adaptación del criterio descrito por la Recomendación 2003/361/EC de la Comisión Europea. De esta forma, se considera Micro a una empresa con menos de 10 empleados.	+ en relación a pequeña
<b>Tamaño pequeña</b>	Es una variable cualitativa que toma valor unitario cuando la empresa presenta una caracterización como pequeña empresa de acuerdo a la definición establecida por la SePyME. Alternativamente, se utiliza la clasificación por tamaño según el número de empleados en planta permanente, considerándose Pequeña a una empresa con entre 10 y 50 empleados.	Categoría base
<b>Tamaño mediana</b>	Es una variable cualitativa que toma el valor 1 cuando la empresa presenta una caracterización como empresa mediana de acuerdo a la definición establecida por la SePyME. Alternativamente, se utiliza la clasificación por tamaño según el número de empleados en planta permanente, considerándose Mediana a una empresa con entre 51 y 200 empleados.	- en relación a pequeña
<b>Sector servicios</b>	Es una variable cualitativa que denota con valor unitario que la empresa desenvuelve su actividad principal en el rubro de servicios.	+
<b>Sector comercial</b>	Es una variable cualitativa que denota con valor unitario que la empresa desenvuelve su actividad principal en el rubro comercial.	Categoría base
<b>Sector industrial</b>	Es una variable cualitativa que denota con valor unitario que la empresa desenvuelve su actividad principal en el rubro industrial.	-
<b>Sector construcción</b>	Es una variable cualitativa que denota con valor unitario que la empresa desenvuelve su actividad principal en el sector construcción.	-
<b>Antigüedad de la empresa</b>	Es una variable cuantitativa que registra los años de vida de cada ente jurídico. No se incluyen en la muestra empresas <i>start-ups</i> .	-
<b>Edad del propietario</b>	Es una variable cuantitativa que registra la edad del propietario más longevo de la empresa.	-
<b>Tasa de reinversión</b>	Es la proporción de las utilidades que se reinvierten en la empresa (la que no se distribuyen entre sus propietarios). Se encuentra medida en tanto por uno, por lo que su valor pertenece al intervalo [0,1].	-

<b>Responsabilidad limitada</b>	Es una variable binaria que toma valor unitario si la empresa posee una forma legal que limite la responsabilidad de sus propietarios. Esto es, si la forma jurídica corresponde a una Sociedad Anónima (SA) o una Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL).	-
<b>Empleo de PF</b>	Es una variable <i>dummy</i> que denota la utilización de financiamiento bancario o financiero, de corto o largo plazo.	+
<b>DFGI</b>	Es una variable cualitativa que denota los casos de empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I, entendidas éstas como se detalló en la sección 3 del presente trabajo.	Variable dependiente
<b>Experiencia créd. Personales</b>	Es una variable cualitativa que refleja si el propietario de la empresa ha tomado en los últimos 3 años algún crédito para comprar activos personales.	+
<b>Objetivo empresario</b>	Es una variable <i>dummy</i> que toma valor unitario si el objetivo del empresario es lograr un crecimiento en la participación de mercado o la creación de riqueza; en contraposición con objetivos personales, como darles empleo a miembros de su familia o pasar el negocio a la generación siguiente (como herencia).	-
<b>Giro en Descubierto</b>	Es una variable binaria que indica si se ha utilizado giro en descubierto en los últimos dos años en la cuenta corriente de la empresa.	+
<b>Educación alta</b>	Es una variable binaria que toma valor 1 si el nivel máximo de educación formal alcanzado y culminado por el administrador es terciario, universitario o de postgrado.	-
<b>Profesional en cs. Económicas</b>	Es una variable cualitativa que indica si alguno de los propietarios es profesional de Ciencias Económicas (Licenciado en Administración, Contador Público o Licenciado en Economía).	-
<b>Costos emocionales de quiebra</b>	Es una variable binaria que toma valor unitario si el principal el costo que enfrentaría el empresario en una situación de quiebra de su empresa es la reacción del entorno más cercano y de la sociedad.	-
<b>Clientes grandes empresas</b>	Es una variable binaria que indica que los principales compradores de la empresa encuestada se tratan de grandes empresas, mientras que al tomar un valor nulo puede indicar que se vende principalmente a consumidor final, a PyMEs o al Estado.	-
<b>Proveedores grandes empresas</b>	Es una variable binaria que demuestra cuando su valor es unitario, que la mayoría de las compras se realizan a empresas de gran envergadura.	-

Fuente: Elaboración propia.

## 5. ANÁLISIS EMPÍRICO

### 5.1. Caracterización de la muestra

En la Tabla 4, se presenta una descripción de la muestra mediante los parámetros principales de algunas de las variables de interés. De la información presentada se puede afirmar que en relación a las características medias de las empresas, aproximadamente un 40% está constituido por empresas pequeñas. La mayoría de ellas pertenece al sector comercial, siendo la antigüedad media próxima a los 29 años, con un valor máximo de 114 años. El 62% de la muestra tiene una forma legal con responsabilidad limitada.

En referencia a la forma en que se financian las empresas, la tasa de reinversión media es del 62%

de las utilidades; el 63% de las empresas emplean pasivos financieros en su estructura de capital; y el 41% de las mismas utiliza el giro en descubierto bancario.

Finalmente, en relación a la caracterización del propietario, su edad media se sitúa en 56 años, habiendo valores en el rango de los 24 a los 86 años. Más de la mitad de ellos (52%) presentan un grado de educación elevado, pero sólo el 18% de ellos son profesionales en ciencias económicas. El 71% persigue objetivos empresariales para conducir la empresa y el 45% consideran a los costos sociales y emocionales como el principal costo que enfrentaría su empresa en caso de quiebra.

Tabla 4 – Estadística descriptiva de la muestra

Variable	Tipo de Variable	Valor medio	Desvío estándar
Tamaño micro	Cualitativa	0.2893	0.4549
Tamaño pequeña	Cualitativa	0.4088	0.4932
Tamaño mediana	Cualitativa	0.2956	0.4578
Sector servicios	Cualitativa	0.2264	0.4198
Sector comercial	Cualitativa	0.5031	0.5016
Sector industrial	Cualitativa	0.2138	0.4113
Sector construcción	Cualitativa	0.0503	0.2193
Antigüedad de la empresa	Cuantitativa	29.2201	16.9185
Edad del propietario	Cuantitativa	55.8868	10.7409
Tasa de reinversión	Cuantitativa	0.6255	0.3370
Responsabilidad limitada	Cualitativa	0.6226	0.4863
Empleo de PF	Cualitativa	0.6289	0.4846
Experiencia créd. personales	Cualitativa	0.1391	0.3472
Objetivo empresario	Cualitativa	0.7107	0.4553
Giro en Descuberto	Cualitativa	0.4088	0.4932
Educación alta	Cualitativa	0.5220	0.5011
Profesional en cs. económicas	Cualitativa	0.1761	0.3821
Costos emocionales de quiebra	Cualitativa	0.2739	0.4474
Clientes grandes empresas	Cualitativa	0.2264	0.4198
Proveedores grandes empresas	Cualitativa	0.6918	0.4632

Fuente: Elaboración propia.

## 5.2. Análisis bivariado

Mediante el análisis bivariado, se busca encontrar diferencias significativas desde el punto de vista estadístico entre las medias condicionadas a las categorías de empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I versus las del grupo II, para diferentes variables bajo estudio. Para ello se emplean como métodos de análisis estadístico:

- ANOVA cuando se analiza la relación de una variable de respuesta continua (como antigüedad de la empresa) con una variable independiente categórica (empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I ó II). La hipótesis que se testea es que la media de la variable dependiente es igual para cada nivel de la variable independiente. Se obtiene un estadístico F que

surge del cociente de la variabilidad entre las medias de cada grupo y la variabilidad existente dentro cada grupo. Si la variable dependiente en las distintas poblaciones (definidas como cada nivel de la variable independiente) es normal y homoscedástica, F se distribuye según la F de Fisher-Snedecor, y la hipótesis nula de igualdad de medias puede rechazarse si el *p-value* es inferior al nivel crítico (por ejemplo 5%). A fines de verificar la validez de los supuestos de este análisis, para testear la homoscedasticidad se emplea el test de homogeneidad de Levene y para analizar la normalidad se estiman los tests de Shapiro-Wilk, Shapiro-Francia y Skewness-Kurtosis. Johnson y Wichern (1992) brindan mayor información sobre estos métodos.

- Pearson Chi2 (PC) y Fisher's Exact (FE) Test para probar la independencia entre variables categóricas. Dos variables categóricas (como sector y empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I ó II) se consideran independientes si todas las probabilidades conjuntas son iguales al producto de las probabilidades marginales. En este caso la hipótesis nula es que la media del porcentaje de una de las variables cualitativas es igual para las categorías de la dependiente de interés. Dicha hipótesis se rechaza si el *p-value* es inferior al

nivel crítico (por ejemplo 5%). Agresti (2002) ofrece mayor información sobre estos métodos.

En la Tabla 5 se presenta el resumen de los resultados obtenidos, desagregando aquellas variables en las que se realizó un análisis ANOVA, de las que se usaron los test de Pearson Chi2 y Fisher's Exact. Las variables con diferencias significativas se encuentran con asteriscos que denotan el grado de significatividad de dicha diferencia.

**Tabla 5 – Análisis bivariado para variables cuantitativas y cualitativas**

VARIABLES DE INTERÉS	Resultados test <sup>5</sup>	Empresas grupo I	Empresas grupo II
▪ Variables cuantitativas	<i>ANOVA (A)</i>		
Antigüedad de la empresa	NS: A 0.94	29.5	29.18
Edad del propietario	NS: A 0.25	53.3	56.26
Tasa de reinversión (*)	S: A 0.0647	49.5%	64.42%
▪ Variables cualitativas	<i>Pearson Chi2 (PC) y Fisher's Exact test (FE)</i>		
Objetivo empresario	NS: PC 0.687 y FE 0.763	66.67%	71.70%
Educación alta	NS: PC 0.789 y FE 0.816	55.00%	51.80%
Profesional en cs. económicas	NS: PC 0.353 y FE 0.353	25.00%	16.55%
Costos emocionales de quiebra	NS: PC 0.428 y FE 0.593	20.00%	28.47%
Experiencia en créd. personales (*)	S: PC 0.095 y FE 0.099	26.32%	12.12%
Responsabilidad limitada (*)	S: PC 0.088 y FE 0.137	45.00%	64.75%
Uso de giro en descubierto (**)	S: PC 0.019 y FE 0.027	65.00%	37.41%
Sector servicios (**)	S: PC 0.011 y FE 0.019	45.00%	19.42%
Sector comercial	NS: PC 0.976 y FE 0.582	50.00%	50.40%
Sector industrial (*)	S: PC 0.056 y FE 0.077	5.00%	23.74%
Sector construcción	NS: PC 0.271 y FE 0.597	0.00%	5.75%
Tamaño micro s/empleados	NS: PC 0.726 y FE 0.810	45.00%	40.88%
Tamaño pequeña s/empleados	NS: PC 0.976 y FE 0.582	50.00%	49.63%
Tamaño mediana s/empleados	NS: PC 0.634 y FE 0.531	5.00%	8.03%
Tamaño micro s/ventas	NS: PC 0.346 y FE 0.436	20.00%	30.22%
Tamaño pequeña s/ ventas	NS: PC 0.375 y FE 0.467	50.00%	39.57%
Tamaño mediana s/ ventas	NS: PC 0.963 y FE 0.575	30.00%	29.50%
Clientes grandes empresas	NS: PC 0.400 y FE 0.400	30.00%	21.58%
Proveedores grandes empresas	NS: PC 0.665 y FE 0.796	65.00%	69.78%

Referencias: S: significatividad en la diferencia entre las medias de ambos grupos; NS: no significatividad en la diferencia entre las medias de ambos grupos. Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*) para un nivel de confianza de 90%; y (\*\*) para un 95% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

<sup>5</sup> Los resultados informados tanto para el análisis ANOVA como para Pearson Chi2 y Fisher's Exact test corresponden al *p-value* del estadístico.

Se encontraron diferencias significativas entre la media de ambos grupos en las variables que representan la tasa de reinversión de utilidades, la limitación de responsabilidad mediante su forma legal, el uso de giro en descubierto, la pertenencia al sector de servicios y al industrial, y la experiencia individual previa con créditos personales. Las relaciones obtenidas entre ambos grupos para las variables que resultaron significativas son las esperadas.

En cuanto a la tasa de reinversión de utilidades es menor en el grupo I. Esto puede fundamentarse en el hecho de que si las empresas siguen buenas prácticas financieras según la teoría de la jerarquía, aprovechan el autofinanciamiento hasta donde sus ganancias lo permiten, ya que las utilidades acumuladas son la primera fuente de financiamiento por su mayor flexibilidad y los menores costos de transacción; además de evitar el efecto señalizador negativo de las nuevas emisiones de acciones. Asimismo, las empresas del grupo I están limitadas por el monto que disponen para invertir, por lo que crecen menos; esto implica que las empresas que no pertenecen al grupo I tienen que reinvertir una tasa mayor para financiar ese mayor crecimiento. Entonces resulta plausible encontrar que las empresas del grupo I presenten una menor tasa de reinversión.

En relación a la limitación de la responsabilidad de los socios de una empresa mediante su forma legal, es una variable en la que se encuentran diferencias significativas. Esto puede fundamentarse dado que si se elige una forma legal como sociedad de responsabilidad limitada (SRL) o sociedad anónima (SA), se separa el patrimonio de los socios del patrimonio del ente jurídico. Sin embargo, al tomar decisiones de financiamiento del grupo I, como el pedido de créditos personales para uso de la empresa o la cesión de bienes personales como garantía sobre créditos de la empresa, el propietario pone su capital a disposición de la empresa, lo que sería contradictorio con la elección de una forma jurídica que limite la responsabilidad. Asimismo, puede existir un efecto producto de las asimetrías de información, dado que las SA y las SRL tienen la necesidad de contar con mayor nivel de información contable e impositiva para su presentación. Por lo tanto son más transparentes ante la perspectiva de un agente externo a la empresa en el proceso de evaluación crediticia,

por lo cual son empresas que se encuentran menos afectadas por factores de restricción en la oferta de fondos. Por el contrario, las empresas del grupo de otras formas legales se pueden encontrar más forzadas a tomar decisiones de financiamiento del grupo I. Por lo tanto, se espera que dentro de este grupo de empresas, la participación de las SRL y SA sea menor.

Respecto al uso de giro en descubierto, dado que habitualmente es una fuente de financiamiento costosa (exceptuando los casos en donde se haya negociado su uso con la institución bancaria), se asocia a las empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I. El giro en descubierto es una práctica utilizada habitualmente para cubrir descalces financieros de corto plazo, por lo que se asocia también a empresas con mayor exposición a dificultades financieras. Por ello, se espera un mayor uso del mismo en las empresas que recurren a los recursos del propietario para financiarse.

La pertenencia al sector de servicios implica habitualmente menores activos tangibles que sirvan de garantía para el otorgamiento de crédito, por lo cual los propietarios de dichas empresas suelen tener mayor necesidad de contar con activos personales para gravar. Esto puede provocar que exista un racionamiento de crédito por el lado de la oferta, lo que aumentaría la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I, recurriendo a fondos personales para financiar a la empresa.

Por el contrario, las empresas del sector industrial poseen gran parte de activos operativos tangibles lo que facilita el acceso al mercado de crédito formal. Por ello es esperable que dentro del grupo I de empresas, la pertenencia al sector industrial sea menor.

Por último, el hecho de que el propietario posea experiencias previas con créditos personales puede generar un acceso con menores restricciones respecto al caso de tomar el primer préstamo con la entidad bancaria. Por lo que esta característica individual del propietario se asocia a empresas del grupo I.

### 5.3. Análisis multivariado: modelo de regresión *probit*

El modelo propuesto en esta sección se trata de un *probit* binario, en el que la variable

dependiente de naturaleza cualitativa indica, cuando  $y=1$ , que la empresa pertenece al grupo I por sus decisiones de financiamiento.

Se realizaron pruebas con distintas variables alternativamente, partiendo de un modelo más amplio (incluyendo diversas variables

potencialmente explicativas) llegando a otros más restringidos, incluyendo aquellas en las cuáles se esperan relaciones significativas a partir de los resultados obtenidos mediante el análisis bivariado. En la Tabla 6 se presentan los principales resultados para tres modelos alternos.

**Tabla 6 – Resultados de la estimación de tres modelos probit alternativos**

Tipo de modelo	Modelo amplio		Modelo intermedio		Modelo restringido	
	Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI
Antigüedad de la empresa	-0.0076	NS	-		-	
Edad del propietario	-0.0221	NS	-		-	
Tasa de reinversión	-0.3156	NS	-0.8523	(**)	-0.7718	(**)
Objetivo empresarial	-0.7269	NS	-		-	
Educación alta	-0.7821	(*)	0.0595	NS	-	
Profesional en cs. económicas	1.1020	NS	-		-	
Costos emocionales de quiebra	0.0193	NS	-		-	
Experiencia en créditos personales	0.3414	NS	0.2852	NS	-	
Responsabilidad limitada	-1.3482	(*)	-0.7592	(**)	-0.606	(**)
Uso de giro en descubierto	1.1375	(**)	0.6841	(**)	0.719	(***)
Sector servicios	1.0504	(**)	0.6519	(**)	0.7547	(***)
Sector industrial	0.1922	NS	-		-	
Tamaño micro	-0.7296	NS	-0.4233	NS	-	
Tamaño mediana	0.1552	NS	-		-	
Clientes grandes empresas	-0.022	NS	-		-	
Proveedores grandes empresas	0.1234	NS	-		-	
Constante	0.7514	NS	-0.7352	(*)	-0.9486	(***)
Pseudo R2	0.3116		0.1756		0.1586	
LR	26.3		20.07		19.08	
Pearson Chi2	64.74		94.38		68.27	

Referencias: **SI**: significatividad individual; **NS**: variable no significativa individualmente. Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*) para un nivel de confianza de 90%; (\*\*) para un 95% de confianza y (\*\*\*) para un 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

Desde el punto de vista de la significatividad individual, las variables que superan el test de la t, son la tasa de reinversión de utilidades, la limitación de la responsabilidad mediante la forma legal, el uso de giro en descubierto y la pertenencia al sector de servicios. Los coeficientes estimados para todas las variables que resultan significativas individualmente presentan el signo esperado.

Con base en el resultado del estadístico Likelihood Ratio (LR) y el *pseudo* R2, se puede afirmar que las variables son significativas de manera conjunta. Por supuesto, el valor para dichos estadísticos se reduce al eliminar variables explicativas del modelo, pero incluso el modelo más restrictivo es satisfactorio desde el punto de vista de la significatividad conjunta de las variables. Para evaluar la bondad de ajuste se recurre al test de Hosmer-Lemeshow, que

compara los valores estimados con los valores observados. La hipótesis nula es que el modelo se ajusta satisfactoriamente a los datos debido a las pequeñas diferencias entre los valores predichos y los observados. En este caso, con base en el estadístico Pearson Chi<sup>2</sup> no se rechaza  $H_0$ , por lo que el modelo estimado resulta satisfactorio.

En relación al poder predictivo del modelo, se trata de conocer su sensibilidad (capacidad de predecir correctamente la ocurrencia del evento) y su especificidad (capacidad para predecir correctamente la no ocurrencia del evento). Para ello, se analiza la capacidad predictiva del modelo, que es de 89% en promedio, con una sensibilidad de 11% y una especificidad de 100%. Es decir, el modelo es excelente para predecir la no ocurrencia del evento (predice las 141 observaciones con  $y=0$  de manera correcta), esto significa los casos donde no hay decisiones de financiamiento del grupo I; pero presenta poco poder predictivo para los casos donde ocurre el evento (solo predice correctamente 2 de 18 observaciones con  $y=1$ ). Esta debilidad puede provenir de la composición de la muestra, en la cual sólo 18 de 159 observaciones representan decisiones de financiamiento de empresas pertenecientes al grupo I.

Para interpretar los coeficientes del modelo de forma más precisa, es necesario estimar los efectos marginales de las variables respecto a la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento que haga pertenecer a la empresa al grupo I (Tabla 7). El efecto marginal sobre las variables dicotómicas está estimado para un cambio discreto en su valor (de 0 a 1).

---

<sup>6</sup> Solo se estiman los efectos marginales de las variables significativas individualmente.



**Tabla 7 – Efectos marginales de las variables significativas a partir del modelo restringido**

VARIABLES (X)	dy/dX	Error estándar	SI
Tasa de reinversión	-0.1248	0.0651	(**)
Responsabilidad limitada	-0.1090	0.0553	(**)
Uso de giro en descubierto	0.1284	0.0542	(***)
Sector servicios	0.1587	0.0747	(**)

Referencias: **SI**: significatividad individual. Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*\*) para un nivel de confianza de 95% y (\*\*\*) para un 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

Las derivadas anteriormente estimadas se interpretan del siguiente modo: un aumento en la tasa de reinversión de 100%, reduce la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I en 12.48%; tener una forma legal con responsabilidad limitada reduce la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I en 10.90%; utilizar giro en descubierto aumenta la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I en 12.84%; pertenecer al sector servicios aumenta la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I en 15.87%.

Por último, se estima la probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I para dos empresas con características opuestas en relación a las variables de interés significativas.

- Caso ilustrativo A: Empresa que distribuye el 100% de las ganancias, posee una forma legal que no limita la responsabilidad, utiliza giro en descubierto y pertenece al sector servicios. La probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I para una empresa con dichas características es de 70%.

- Caso ilustrativo B: Empresa que reinvierte el 100% de las ganancias, posee una forma legal que limita la responsabilidad (S.A. o S.R.L.), no utiliza giro en descubierto y pertenece a un sector distinto al de servicios. La probabilidad de tomar una decisión de financiamiento del grupo I para una empresa con dichas características es de 1%.

#### 5.4. Análisis multivariado: modelo de regresión probit con muestra restringida

Un análisis que puede resultar interesante realizar es aquel en donde la muestra se limita a las empresas que emplean PF dentro de su

estructura de capital, partiendo de la hipótesis de que para formar parte del grupo I, en primer lugar deben decidir endeudarse. Por ello, las características diferenciales en este caso se estudian para empresas que toman decisiones de financiamiento del grupo I de aquellas del grupo II que utilizan deuda no operativa para financiarse.

Nuevamente se realizaron pruebas para un modelo más amplio, que luego fue restringiéndose en relación al número de variables. Los resultados de tres modelos probit alternativos con la muestra restringida al uso de PF (100 observaciones) se presentan en la Tabla 8.

Desde el punto de vista de la significatividad individual en el modelo más restringido, las variables que superan el test de la t, son la tasa de reinversión de utilidades, la limitación de la responsabilidad mediante la forma legal, el uso de giro en descubierto y la pertenencia al sector de servicios (mismas variables que en el modelo probit sin restringir la muestra). La constante de la ecuación resigna su significatividad. Los coeficientes estimados para todas las variables que resultan significativas individualmente presentan el signo esperado. A pesar de encontrarse significatividad en las mismas variables explicativas, en el caso de utilizar la muestra restringida baja levemente el nivel de confianza para el uso del giro en descubierto y la pertenencia al sector servicios.

El modelo presenta significatividad conjunta de las variables; y tiene una bondad de ajuste satisfactoria y relativamente similar al caso sin restringir la muestra. En relación a la capacidad predictiva es similar al caso anterior presentando un valor promedio de 82%.

Al igual que en el modelo anterior, se estiman los efectos marginales sobre el modelo restringido (Tabla 9). Dichas derivadas son tenuemente mayores para las cuatro variables significativas, a

excepción del uso del giro en descubierto, que podría verse aminorada a causa de la restricción de la muestra considerando solo las empresas que emplean PF.

**Tabla 8 – Resultados de la estimación de tres modelos probit con muestra restringida**

Tipo de modelo	Modelo amplio		Modelo intermedio		Modelo restringido	
	Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI
Antigüedad de la empresa	-0.0136	NS	-	-	-	-
Edad del propietario	-0.0067	NS	-	-	-	-
Tasa de reinversión	-0.5867	NS	-0.5457	NS	-1.0046	(**)
Objetivo empresario	-0.8455	NS	-0.7826	(*)	-	-
Educación alta	-0.8884	NS	-0.6724	NS	-	-
Profesional en cs. económicas	1.6541	(*)	1.2744	(*)	-	-
Costos emocionales de quiebra	0.1433	NS	-	-	-	-
Experiencia en créditos personales	0.3419	NS	0.2317	NS	-	-
Responsabilidad limitada	-1.3510	(*)	-1.1906	(**)	-0.7018	(**)
Uso de giro en descubierto	0.7269	NS	0.7077	NS	0.5064	(*)
Sector servicios	0.9418	(*)	0.8850	(**)	0.5979	(*)
Sector industrial	0.2103	NS	-	-	-	-
Tamaño micro	-0.5645	NS	-0.4552	NS	-	-
Tamaño mediana	-0.0622	NS	-	-	-	-
Clientes grandes empresas	0.1639	NS	-	-	-	-
Proveedores grandes empresas	-0.1365	NS	-	-	-	-
Constante	0.9260	NS	0.0309	NS	-0.3344	NS
Pseudo R2	0.2629		0.2481		0.1401	
LR	18.18		17.16		13.62	
Pearson Chi2	46.13		34.33		46.18	

Referencias: **SI**: significatividad individual; **NS**: variable no significativa individualmente. Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*) para un nivel de confianza de 90%; (\*\*) para un 95% de confianza y (\*\*\*) para un 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 9 – Efectos marginales sobre el modelo restringido con muestra limitada**

VARIABLES (X)	dy/dX	Error estándar	SI
Tasa de reinversión	-0.2402	0.1087	(**)
Responsabilidad limitada	-0.1849	0.0931	(**)
Uso de giro en descubierto	0.1181	0.0736	(*)
Sector servicios	0.1630	0.0981	(*)

Referencias: **SI**: significatividad individual. Para medir el grado de significatividad, se utiliza (\*\*) para un nivel de confianza de 95% y (\*\*\*) para un 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

### **5.5. Análisis multivariado: modelo de regresión probit con selección muestral**

El 95% de las empresas del grupo I emplean pasivos financieros, mientras que el 58% de las empresas del grupo II lo utilizan. Esto sugiere que puede existir un sesgo de selección muestral al trabajar con un probit simple restringiendo la muestra a las empresas que emplean PF, dado que no se observan aquellos casos donde no se utiliza financiamiento externo. Por ello, se realiza una regresión probit con selección muestral, donde la ecuación de selección presenta como variable dependiente binaria el empleo de pasivos financieros.

Para la elección de las variables explicativas que participan en la ecuación de selección muestral, se siguieron los fundamentos teóricos presentados por Briozzo y Vigier (2014), Briozzo y Vigier (2009), y Briozzo (2007); incluyendo variables tales como la antigüedad de la empresa, la edad del propietario, la tasa de reinversión de utilidades, la responsabilidad limitada mediante la forma legal, la pertenencia al sector servicios, la persecución de objetivos empresariales, la utilización de asesoramiento para la toma de decisiones de financiamiento, y las variables binarias de tamaño medio y micro (es decir que la situación base se interpreta para una empresa de tamaño pequeño).

También en este caso se realizaron pruebas con distintas variables alternativamente, partiendo de un modelo más amplio y llegando a otros más restringidos, circunscribiendo el análisis solo a aquellas en las cuáles la relación es significativa desde el punto de vista estadístico en los modelos más amplios. Los resultados se presentan en la Tabla 10.

Dentro de la ecuación de regresión, la constante deja de ser significativa individualmente; y alternativamente la tasa de reinversión y el uso de giro en descubierto. Esta no significatividad se da a niveles altos de confianza. Las variables de responsabilidad limitada y la pertenencia al sector servicios continúan presentando una alta

significatividad individual. Las cuatro variables explicativas presentan los signos esperados en todas las especificaciones probadas para el modelo probit de selección muestral.

En relación a la ecuación de selección, las variables que resultan significativas individualmente son la edad del propietario (con un coeficiente estimado con signo negativo), el uso de asesoramiento para la toma de decisiones de financiamiento (con signo negativo), la variable que indica que el tamaño de la empresa es mediano (con signo positivo) y la que indica que el tamaño es micro (con signo negativo). Marginalmente la forma legal con responsabilidad limitada y la antigüedad de la empresa resultan significativas bajo algunas especificaciones del modelo.

---

<sup>7</sup> Es decir, considerando un nivel de confianza de 85% resultan significativas marginalmente.

**Tabla 10 – Resultados de la estimación de tres modelos probit con selección muestral**

	Variables explicativas	Modelo amplio		Modelo intermedio		Modelo restringido	
		Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI	Coefficiente estimado	SI
<b>Ecuación de regresión</b> (y=1, toma DFGI)	Tasa de reinversión	-0.6838	NS	-0.9466	(**)	-0.9883	(**)
	Responsabilidad limitada	-0.7876	(**)	-0.6595	(**)	-0.6680	(**)
	Uso de giro en descubierto	0.7991	(**)	0.4831	NS	0.4875	NS
	Sector servicios	0.9208	(**)	0.6244	(**)	0.6199	(**)
	Constante	-0.8339	NS	-0.5209	NS	-0.4685	NS
<b>Ecuación de selección</b> (y=1, emplea PF)	Antigüedad de la empresa	-0.0165	(*)	0.0018	NS	-	-
	Edad del propietario	-0.0495	(***)	-0.0326	(***)	-0.0324	(***)
	Tasa de reinversión	0.1986	NS	0.2624	NS	-	-
	Responsabilidad limitada	-0.5176	(*)	-0.1060	NS	-0.1194	NS
	Sector servicios	0.3130	NS	-	-	-	-
	Objetivo empresario	0.2695	NS	-	-	-	-
	Asesoramiento	-0.2670	(*)	-0.2447	(**)	-0.2352	(**)
	Tamaño mediana	0.8975	(***)	0.6262	(**)	0.6465	(**)
	Tamaño micro	-0.8398	(***)	-0.5830	(**)	-0.6096	(**)
Constante	4.0507	(***)	2.4953	(***)	2.6935	(***)	
Rho		0.0370	NS	0.2777	NS	0.2261	NS

Fuente: Elaboración propia.

El estadístico informado en la última fila de la Tabla 10 (Rho) mide la correlación entre la ecuación de regresión y la ecuación de selección, por lo que se sitúa en el intervalo [-1;1]. En este caso Rho no es significativo para ninguna de las tres especificaciones, por lo que se puede afirmar que no hay sesgo de selección muestral. La principal consecuencia que surge de ello es que las estimaciones presentadas en las secciones previas no presentan sesgos por selección

muestral por lo que es correcto interpretar sus resultados.

## 6. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

A pesar de no haberse obtenido la significatividad esperada en todas las variables de interés, aquellas en las que se encontraron relaciones estrechas presentan robustez, dado que mediante los diversos modelos estudiados se mantienen dichas conclusiones (Tabla 11).

**Tabla 11– Resumen de resultados significativos encontrados**

Análisis	Variables que resultaron significativas
Bivariado: ANOVA; Pearson Chi2 y Fisher's Exact test	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tasa de reinversión de utilidades</li> <li>▪ Limitación de responsabilidad mediante su forma legal</li> <li>▪ Uso de giro en descubierto</li> <li>▪ Pertenencia al sector de servicios</li> <li>▪ Pertenencia al sector industrial</li> <li>▪ Experiencia individual previa con créditos personales</li> </ul>
Multivariado: Probit con muestra completa	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tasa de reinversión de utilidades</li> <li>▪ Limitación de responsabilidad mediante su forma legal</li> <li>▪ Uso de giro en descubierto</li> <li>▪ Pertenencia al sector de servicios</li> </ul>
Multivariado: Probit con	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tasa de reinversión de utilidades</li> </ul>

muestra restringida	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Limitación de responsabilidad mediante su forma legal</li> <li>▪ Uso de giro en descubierto (marginalmente)</li> <li>▪ Pertenencia al sector de servicios</li> </ul>
Multivariado: Probit con selección muestral	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tasa de reinversión de utilidades</li> <li>▪ Limitación de responsabilidad mediante su forma legal</li> <li>▪ Uso de giro en descubierto (marginalmente)</li> <li>▪ Pertenencia al sector de servicios</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 12, se presenta una comparación de los resultados obtenidos por Briozzo y Vigier (2014) y comentarios de los mismos en función a lo obtenido mediante el presente trabajo. Las diferencias respecto de los resultados encontrados

entre las investigaciones pueden explicarse por la encuesta realizada, las características propias de la muestra y la situación coyuntural en cada año de análisis.

**Tabla 12 – Comparación de resultados con los publicados por BRIOZZO y VIGIER (2014)**

Diferencias encontradas mediante	BRIOZZO y VIGIER (2014): Resultados significativos	Comentarios de resultados en comparación con este trabajo
Análisis Bivariado	Crecimiento esperado	No se disponía de dicha variable
	Edad del propietario	Resultó no significativa
	Objetivo empresario	Resultó no significativa
	Costos emocionales	Resultó no significativa
Análisis multivariado: resultados para la ecuación de regresión	Antigüedad de la empresa	Resultó no significativa
	Crecimiento esperado	No se disponía de dicha variable
	Edad del propietario	Resultó no significativa
	Objetivo empresario	Resultó no significativa
	Costos emocionales	Resultó no significativa

Fuente: Elaboración propia.

El trabajo de Briozzo y Vigier (2014) se basa en una encuesta realizada en el año 2006; mientras para el presente se utilizan los resultados de una nueva encuesta realizada en el año 2010.

En relación a las características de la muestra, la distribución de casos difiere esencialmente entre ambos levantamientos: 42% de las PyMEs utiliza PF en la muestra anterior versus 63% en la muestra más reciente. El porcentaje de casos en los que se utilizan pasivos personales para financiar la empresa es de 12% en la muestra anterior, mientras que en la más reciente representa solo el 8%.

En relación a la situación coyuntural, según el Informe de la Fundación Observatorio PyME (DONATO, 2011), la participación del financiamiento bancario en la estructura de capital de las PyMEs a nivel nacional en la Argentina fue de 14.4% en el año 2006, aumentando al 27.8% en el 2010. Este aumento se compensa

principalmente con la reducción de financiamiento mediante recursos propios, que baja de 77.2% en el 2006 a 58.6% en el 2010. Las condiciones macroeconómicas de acceso al crédito también son una potencial explicación de las diferencias entre los resultados encontrados entre ambas investigaciones.

## 7. CONCLUSIONES

El principal objetivo del trabajo fue estudiar características diferenciales entre empresas que toman decisiones de financiamiento derivadas del entrelazamiento empresa-propietario, buscando determinantes que incidan en la probabilidad de tomar este tipo de decisiones. Se definió este grupo de empresas en relación a dos condiciones: la utilización de garantías personales sobre créditos tomados a nombre del ente jurídico y/o el empleo de créditos personales para financiar la actividad de la empresa.

Metodológicamente, se trabajó con una muestra de 159 empresas PyMEs que desarrollan sus actividades en la zona de Bahía Blanca, Argentina. Se realizaron análisis bivariados y multivariados (con la muestra completa y con la muestra restringida), concluyéndose que la tasa de reinversión de utilidades, la limitación de la responsabilidad de los propietarios mediante la forma legal, el uso de giro en descubierto y la pertenencia al sector servicios, son algunas variables que diferencian los grupos de empresas.

En relación a los antecedentes relevados, se encuentran relaciones que sostienen distintas teorías del financiamiento, como la teoría de la jerarquía financiera asociada con la tasa de reinversión de utilidades. También se encuentran relaciones esperadas en cuando a la madurez de la empresa, asociada implícitamente a las formas legales de responsabilidad limitada.

Como línea de investigación futura sobre el tema de las decisiones de financiamiento, se propone realizar un análisis en el que se comparen las mismas empresas en distintos momentos de tiempo (muestra 2006 versus muestra 2010). El objetivo es analizar cómo fueron las decisiones de financiamiento para las empresas que estuvieron expuestas a cambios estructurales de sus características (como forma legal, actividad, tamaño, etc.; sin incluir las de financiamiento) de las que no tuvieron cambios significativos.

El presente constituye un aporte en el estudio de las decisiones de financiamiento de las PyMEs, particularmente de aquellas que se derivan del entrelazamiento entre la empresa y su propietario.

## 8. REFERENCIAS

AGRESTRI, A. *Categorical Data Analysis*. 2. ed. Gainesville, Florida: Wiley, 2002. <<http://dx.doi.org/10.1002/0471249688>>.

ANG, J. S. Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*, v. 1, n. 1, p. 1-13, 1991.

BARTON, S. L.; GORDON, P. J. Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, v. 12, n. 1, p. 67-75, 1987.

BARTON, S. L.; MATTHEWS, C. H. Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective. *Journal of Small Business Management*, v. 27, n. 1, p. 1-7, 1989.

BERGER, A. N.; UDELL, G. F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, v. 22, n. 6-8, p. 613-673, 1998.

BRIOZZO, A. *Identificación de los Elementos Determinantes de la Estructura de Capital de Pequeñas y Medianas Empresas Argentinas*. Tesis (Doctoral en Economía) – Universidad Nacional del Sur, 2007.

BRIOZZO, A.; VIGIER, H. El empleo de créditos personales en el financiamiento de las pequeñas empresas argentinas. En: REUNIÓN ANUAL DE LA ASOCIACIÓN DE ECONOMÍA POLÍTICA, 44., 2009, Mendoza, Argentina. *Anales... AAEP*. Mendoza, Argentina: AAEP, 2009.

BRIOZZO, A.; VIGIER, H. The role of personal loans in the financing of SMEs. *Academia: Revista Latinoamericana de Administración*, v. 27, n. 2, p. 209-225, 2014.

DONALDSON, G. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

DONATO, V. N. *Informe 2010/2011. Evolución reciente, situación actual y desafíos para el 2012*. Buenos Aires: Fundación Observatorio PyME, 2011.

JOHNSON, R.; WICHERN, D. *Applied Multivariate Statistical Analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 1992.

KENNEDY, P. *A Guide to Econometrics*. 6. ed. Simon Fraser University: Blackwell Publishing, 2008. p. 241-261.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984. <<http://dx.doi.org/10.2307/2327916>>.

ROMANO, C.; TANEWSKI, G.; SMYRNIOS, K. Capital Structure Decision Making: A Model For Family Business. *Journal of Business Venturing*, v. 16, n. 3, p. 285-310, 2001.

<[http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)>.

SMITH, C. On the theory of financial contracting. The personal loan market. *Journal of Monetary Economics*, v. 6, n. 3, p. 333-357, 1980. <[http://dx. doi.org/10.1016/0304-3932\(80\)90046-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932(80)90046-X)>.

STOREY, D. *Understanding the Small Business Sector*. London: Routledge, 1994.

### ANEXO: Instrumento de colecta. Encuesta realizada a PyMEs (parcial)

Selección de preguntas vinculadas a variable dependiente (extraídas de la parte II de la encuesta)												
Si en la estructura actual se marcó alguna opción de crédito con instituciones financieras, es:		Si se utiliza algún tipo de crédito bancario ¿Con cuál afirmación está más de acuerdo?										
<input type="checkbox"/> 1-sin garantías		<input type="checkbox"/> 1-Sólo he tenido acceso a créditos personales para conseguir fondos para la empresa.										
<input type="checkbox"/> 2-con garantías con activos de la empresa (factoring, warrants, hipotecas, prendas)		<input type="checkbox"/> 2-He conseguido fondos para la empresa a través de créditos personales y créditos para la empresa.										
<input type="checkbox"/> 3-con garantías con activos personales		<input type="checkbox"/> 3-Siempre he conseguido fondos para la empresa a través de créditos para la empresa.										
<input type="checkbox"/> 4- con garantías provenientes del Sistema de Garantías (FOGABA O SGR). Especificar. Marcar todas las que correspondan.		Si contesta que ha empleado créditos personales, éstos han sido: 1- con garantía real (hipoteca o prenda). 2- sin garantía real.										
Selección de preguntas sobre la caracterización de la empresa y del propietario (extraídas de la parte I)												
Actividad principal de la empresa:		Tipo de sociedad:										
<input type="checkbox"/> Servicios <input type="checkbox"/> Comercio		<input type="checkbox"/> Sociedad Anónima										
<input type="checkbox"/> Industria <input type="checkbox"/> Construcción		<input type="checkbox"/> Sociedad de Responsabilidad Limitada										
<input type="checkbox"/> Agropecuario		<input type="checkbox"/> Sociedad en Comandita por Acciones o Simple										
Antigüedad de la empresa (o año de inicio de actividades):		<input type="checkbox"/> Sociedad de Capital e Industria										
Edad del administrador-propietario:		<input type="checkbox"/> Sociedad Colectiva										
Nivel máximo de Educación formal alcanzado y culminado por el administrador-propietario:		<input type="checkbox"/> Sociedad de hecho										
<input type="checkbox"/> Ninguno <input type="checkbox"/> Primario <input type="checkbox"/> Secundario		<input type="checkbox"/> Irregular										
<input type="checkbox"/> Terciario/Universitario <input type="checkbox"/> Posgrado		<input type="checkbox"/> Unipersonal (Persona física)										
¿Alguno de los propietarios es profesional de Ciencias Económicas? <input type="checkbox"/> SÍ <input type="checkbox"/> NO		Ventas (facturación anual 2009 ) SIN IVA <input type="checkbox"/> CON IVA <input type="checkbox"/>										
Los clientes principales (+ del 50% de las ventas) de la empresa son:		<input type="checkbox"/> Hasta \$480.000										
<table border="1"><thead><tr><th>Consumidor final</th><th>PyMEs</th><th>Grandes empresas</th><th>Estado</th></tr></thead><tbody><tr><td></td><td></td><td></td><td></td></tr></tbody></table>		Consumidor final	PyMEs	Grandes empresas	Estado					<input type="checkbox"/> \$480.000 -\$1.250.000		
Consumidor final	PyMEs	Grandes empresas	Estado									
		<input type="checkbox"/> \$1.250.000-\$1.850.000										
		<input type="checkbox"/> \$1.850.000-\$3.300.000										
		<input type="checkbox"/> \$3.300.000 - \$7.500.000										
		<input type="checkbox"/> \$7.500.000 -\$11.100.000										
		<input type="checkbox"/> \$11.100.000 - \$18.240.000										
		<input type="checkbox"/> \$18.240.000- \$24.000.000										
		<input type="checkbox"/> \$24.000.000 - \$60.000.000										
		<input type="checkbox"/> \$60.000.000- \$88.800.000										
		<input type="checkbox"/> Más de \$88.800.000										
Los proveedores principales (+ del 50% de las compras) de la												

empresa son: <table border="1"> <tr> <td>PyMEs</td> <td>Grandes empresas</td> <td>Estado</td> </tr> <tr> <td> </td> <td> </td> <td> </td> </tr> </table>			PyMEs	Grandes empresas	Estado				N° de empleados (planta permanente) <input type="checkbox"/> hasta 9 <input type="checkbox"/> de 25 a 34 <input type="checkbox"/> de 75 a 99 <input type="checkbox"/> de 10 a 14 <input type="checkbox"/> de 35 a 49 <input type="checkbox"/> de 100 a 200 <input type="checkbox"/> de 15 a 24 <input type="checkbox"/> de 50 a 74 <input type="checkbox"/> más de 200												
PyMEs	Grandes empresas	Estado																			
<b>Selección de preguntas sobre decisiones de financiamiento de la empresa y el empresario (parte II y otras)</b>																					
Por favor ordene las siguientes fuentes de financiamiento en función de la participación que tienen en su empresa :			¿Ha tomado en los últimos 3 años algún crédito para comprar activos personales (casa, auto, etc)? <input type="checkbox"/> SI <input type="checkbox"/> NO																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Fuente</th> <th>N°</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Pasivos con proveedores</td><td> </td></tr> <tr><td>Pasivos fiscales y cargas sociales</td><td> </td></tr> <tr><td>Créditos bancarios de corto plazo (&lt; 1 año)</td><td> </td></tr> <tr><td>Créditos bancarios de largo plazo (&gt; 1 año)</td><td> </td></tr> <tr><td>Otros pasivos financieros de corto plazo (&lt; 1 año)</td><td> </td></tr> <tr><td>Otros pasivos financieros de largo plazo (&gt; 1 año)</td><td> </td></tr> <tr><td>Capital propio</td><td> </td></tr> <tr><td>Otros</td><td> </td></tr> </tbody> </table>	Fuente	N°	Pasivos con proveedores		Pasivos fiscales y cargas sociales		Créditos bancarios de corto plazo (< 1 año)		Créditos bancarios de largo plazo (> 1 año)		Otros pasivos financieros de corto plazo (< 1 año)		Otros pasivos financieros de largo plazo (> 1 año)		Capital propio		Otros		Si a la anterior contestó que SI, ¿cuál es la diferencia principal entre tomar deuda para comprar un activo personal y tomar deuda para la empresa? <input type="checkbox"/> El monto de dinero que se toma en préstamo para comprar un activo personal es menor, y resulta más fácil de cancelar / repagar. <input type="checkbox"/> Es más fácil acceder a créditos para el consumo (créditos personales) que acceder a créditos para la empresa. <input type="checkbox"/> De no poder repagar el préstamo, el crédito para activos personales tiene consecuencias de menor importancia. <input type="checkbox"/> Otro:		
Fuente	N°																				
Pasivos con proveedores																					
Pasivos fiscales y cargas sociales																					
Créditos bancarios de corto plazo (< 1 año)																					
Créditos bancarios de largo plazo (> 1 año)																					
Otros pasivos financieros de corto plazo (< 1 año)																					
Otros pasivos financieros de largo plazo (> 1 año)																					
Capital propio																					
Otros																					
¿Qué porcentaje de las utilidades generadas por la empresa se reinvierten en ésta? _____			Con respecto a su empresa, su objetivo más importante es: <input type="checkbox"/> Aumentar el valor del negocio. <input type="checkbox"/> Lograr mayor participación en el mercado. <input type="checkbox"/> Dar trabajo a los miembros de mi familia. <input type="checkbox"/> Pasar el negocio a la siguiente generación. <input type="checkbox"/> Generar ingresos para mi familia. <input type="checkbox"/> Otro.																		
Si se utiliza algún tipo de crédito bancario, ¿con cuál afirmación está más de acuerdo? <input type="checkbox"/> Sólo he tenido acceso a créditos personales para conseguir fondos para la empresa. <input type="checkbox"/> He conseguido fondos para la empresa a través de créditos personales y créditos para la empresa. <input type="checkbox"/> Siempre he conseguido fondos para la empresa a través de créditos para la empresa.			¿Ha empleado durante el 2009 y en lo que va del año el giro en descubierto en cuenta corriente en el banco? <input type="checkbox"/> SI <input type="checkbox"/> NO																		
Se puede solicitar el documento de relevamiento completo por correo electrónico al autor de correspondencia.																					