



UNIVERSIDAD  
DE PIURA

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**Decisiones de las medianas empresas del sector  
construcción de Piura sobre su estructura de  
financiamiento**

Tesis para optar el Título de  
Licenciado en Administración de Empresas

**Chabelly Vargas Wong**

Asesor(es):  
Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka

Piura, noviembre de 2020



A mi madre, por su apoyo y sacrificio durante todo momento en mi vida.





## Resumen Analítico-Informativo

**Decisiones de las medianas empresas del sector construcción de Piura sobre su estructura de financiamiento**

**Chabelly Vargas Wong**

**Asesor(es): Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka**

**Tesis.**

**Licenciado en Administración de Empresas**

**Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Piura, 19 de noviembre de 2020**

**Palabras claves:** Encuesta/ estructura de financiamiento/ decisiones financieras/ teorías/ mediana empresa/ sector construcción.

**Introducción:** Esta investigación presenta el análisis de los resultados obtenidos en una encuesta aplicada a 15 empresas medianas del sector construcción del departamento de Piura, con el fin de conocer cómo las compañías toman decisiones con respecto a su estructura de financiamiento e identificar si algunas características de la empresa y de su gerente general inciden en las técnicas empleadas, utilizando como base tres teorías clásicas de estructura de capital: *trade-off*, *pecking order*, ciclo de vida y el análisis FRICTO.

**Metodología:** 1) Investigación exploratoria: mediante la búsqueda de datos e información en internet, libros, revistas afines, artículos y referencias bibliográficas. 2) Investigación descriptiva: se aplicó un cuestionario al total de la población de medianas empresas del sector construcción en Piura, comprendido por 27 empresas.

**Resultados:** *Trade-off:* de acuerdo con los resultados, poco más de la mitad de las empresas responde a la teoría del *trade-off*. *Pecking order:* en lo relacionado con esta teoría, los resultados muestran el cumplimiento de una jerarquía de manera parcial. Se puede ver que existe una resistencia a incurrir en financiamiento externo que, según las teorías del *pecking order*, *trade-off* y ciclo de vida, es una de las últimas opciones que la empresa escogería. *Ciclo de vida:* los encuestados manifiestan que conseguir financiamiento fue su mayor obstáculo, y se inclinan a la financiación con recursos propios o de las FF. Además, también han incurrido en deuda mediante garantía solicitada. La mayor parte de las encuestas fueron diligenciadas por el gerente general o similar, principalmente con título profesional (87.5%) y 62 años de edad, aproximadamente. *Análisis FRICTO:* con respecto a este análisis se puede observar que las empresas responden a cada uno de sus elementos de flexibilidad, riesgo, ingresos, control, tiempo y otros. La investigación no cuenta con una muestra probabilística y los resultados de la encuesta presentan limitaciones, ya que es probable que las respuestas de los encuestados no reflejen sus acciones.

**Conclusiones:** Se puede concluir que las teorías clásicas explican parcialmente las decisiones de financiamiento de las empresas estudiadas.

**Fecha de elaboración del resumen:** 16 de octubre de 2020

## Analytical-Informative Summary

**Decisiones de las medianas empresas del sector construcción de Piura sobre su estructura de financiamiento**

**Chabelly Vargas Wong**

**Asesor(es): Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka**

**Tesis.**

**Licenciado en Administración de Empresas**

**Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Piura, 19 de noviembre de 2020**

**Keywords:** Survey/ financing structure/ financial decisions/ theories/ medium-sized companies/ construction sector.

**Introduction:** This research presents the analysis of the results obtained in a survey applied to 15 medium-sized companies in the construction sector of the department of Piura, in order to know how companies will make decisions regarding their financing structure and identify if any characteristics of the company and its general manager influence the techniques used, using as a basis three classical theories of capital structure: compensation, hierarchical order, life cycle, and FRICTO analysis.

**Methodology:** 1) Exploratory research: Searching data and information on the internet, books, related magazines, articles, and bibliographic references. 2) Descriptive research: A questionnaire was applied to the total population of medium-sized companies in the construction sector in Piura, comprised of 27 companies.

**Results:** Trade-off: According to the results, almost half of the companies respond to the trade-off theory. Pecking order: Concerning this theory, the results show partial compliance with a hierarchy. There is a resistance to incurring external financing that, according to the theory of pecking order, trade-off, and life cycle, is one of the last options that the company would choose. Life cycle: Respondents stated that obtaining financing was their greatest obstacle, and they inclined towards financing with their own resources or from the FF. The sample has also incurred debt through a requested guarantee. Most of the surveys were completed by the general manager or similar, mainly with a professional title (87.5%) and approximately 62 years of age. FRICT analysis: With respect to this analysis, it can be seen that companies respond to each of its elements of flexibility, risk, income, control, time and others. The research does not have a probabilistic sample and the results of the survey have limitations, since the responses of the respondents are not likely to reflect their actions.

**Conclusions:** It can be concluded that the classical theories partially explain the financing decisions of the companies studied.

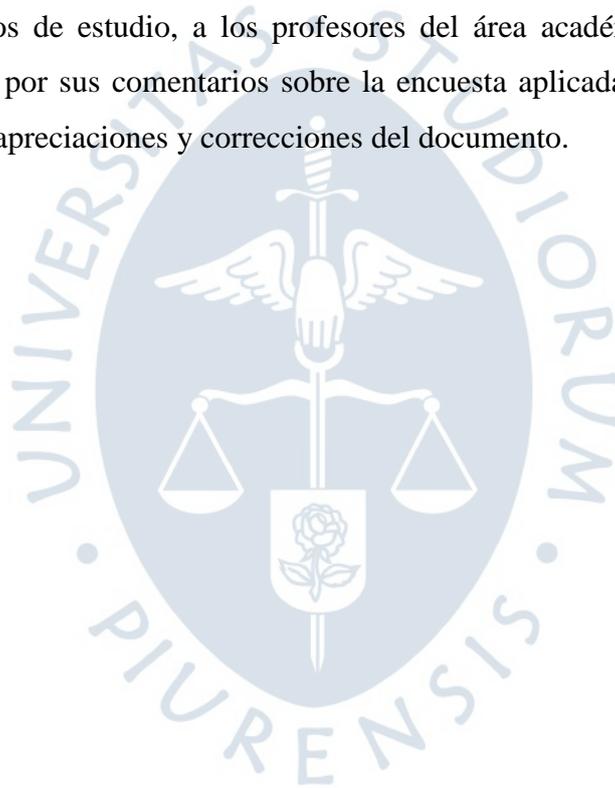
**Summary date:** October 16th, 2020

## **Prefacio**

La importancia del sector construcción en Piura reside en que representa el 14.9% de la economía de Piura ocupando el cuarto puesto en importancia dentro de ésta. Por otro lado, en general la mediana empresa ha recibido poca atención en cuanto a la literatura y las investigaciones en temas de financiamiento respecto a estas unidades de negocio son escasas.

Esta investigación tiene como objetivo conocer la capacidad explicativa de las teorías tradicionales en las decisiones de financiamiento.

El más grande y sincero agradecimiento al Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka por su apoyo constante y dedicación de tiempo en el desarrollo de la presente investigación. El autor agradece también a la Universidad de Piura por ser fuente de conocimiento y oportunidades durante todos los años de estudio, a los profesores del área académica de Finanzas de la Universidad de Piura por sus comentarios sobre la encuesta aplicada a Luis Miguel Vega y Sergio Reyes por sus apreciaciones y correcciones del documento.





## Tabla de contenido

<b>Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1 Revisión de literatura.....</b>	<b>3</b>
1. Modigliani y Miller.....	3
2. <i>Trade-off</i> u óptimo financiero.....	5
3. <i>Pecking order</i> o jerarquía de preferencias.....	6
4. Ciclo de vida de las empresas.....	7
5. Análisis FRICTO.....	8
6. La mediana empresa en el Perú.....	9
7. Validez de las teorías tradicionales de estructura de capital de la mediana empresa: Consideraciones teóricas y evidencia.....	11
<b>Capítulo 2 Metodología.....</b>	<b>15</b>
1. Diseño del instrumento.....	15
2. Recolección de datos.....	16
<b>Capítulo 3 Análisis de resultados.....</b>	<b>19</b>
1. Resultados.....	19
2. Teorías.....	24
2.1. <i>Trade-off</i> .....	24
2.2. <i>Pecking order</i> .....	24
2.3. Ciclo de vida.....	25
2.4. Análisis FRICTO.....	25
<b>Conclusiones.....</b>	<b>27</b>
<b>Limitaciones.....</b>	<b>29</b>
<b>Referencias bibliográficas.....</b>	<b>31</b>
<b>Apéndices.....</b>	<b>33</b>
Apéndice 1. Cuestionario.....	35



## Lista de tablas

<b>Tabla 1.</b>	Fijación de un nivel máximo de endeudamiento .....	19
<b>Tabla 2.</b>	Fuentes de financiamiento .....	20
<b>Tabla 3.</b>	Razón de adopción de fuentes internas de financiamiento .....	20
<b>Tabla 4.</b>	Recepción de aportes de un nuevo accionista o inversionista .....	20
<b>Tabla 5.</b>	Casos de deuda financiera que solicitaron garantía .....	21
<b>Tabla 6.</b>	Tipo de financiamiento utilizado para una inversión a largo plazo .....	21
<b>Tabla 7.</b>	Factores que influyen en la decisión de tomar una deuda .....	23





## Lista de figuras

<b>Figura 1.</b>	Razones para no aceptar aportes de inversores.....	19
<b>Figura 2.</b>	Tipo de garantía solicitada para obtención de crédito.....	21
<b>Figura 3.</b>	Porcentaje de cobertura de garantía requerida .....	21
<b>Figura 4.</b>	Garantías a corto plazo.....	22
<b>Figura 5.</b>	Obstáculos al iniciar la empresa .....	22
<b>Figura 6.</b>	Dificultades financieras.....	23





## Introducción

El objetivo de la presente investigación es identificar los mecanismos mediante los cuales las medianas empresas del sector construcción en la región Piura definen su estructura de capital, considerando sus decisiones estratégicas.

Este sector resulta de especial interés debido a la relevancia económica que ha alcanzado en el segundo semestre de 2017, impulsado por las obras de reconstrucción que —a través de programas gubernamentales— el sector público ha emprendido para la mejora de la infraestructura y condiciones de las viviendas que padecieron el fenómeno climatológico de El Niño Costero, que tuvo un impacto significativo sobre la región. Es preciso agregar que, debido a problemas judiciales vinculados a la corrupción en grandes empresas, múltiples proyectos del sector se vieron afectados por cancelaciones o prórrogas, condicionando el crecimiento de toda la cadena productiva.

Ante la presente situación, para este grupo de empresas en la región Piura son de vital importancia las investigaciones en el campo financiero, pues de esta manera se contribuye a ofrecerles materiales que podrán aprovechar para su crecimiento.

Entre las principales decisiones financieras de toda empresa cabe mencionar la de buscar y optar por fuentes de recursos que proporcionen dinero para inversiones, como también gestionar dicho capital óptimamente en el corto plazo, posibilitando que la empresa realice sus actividades de operación de la manera más eficiente. Estas decisiones cobran mayor importancia para estas empresas, pues cuentan con una serie de obstáculos que las obliga a ser más cuidadosas y precisas al decidir.

Durante años y a nivel mundial, muchos estudios se han enfocado en analizar las grandes empresas, centrándose poco o nada en las pequeñas y medianas, que —como se mencionó— son un grupo de suma importancia para la economía de todos los países debido al número que representa. Además, la mayoría de estas investigaciones ha sido realizada en países desarrollados, con escasa evidencia de países en desarrollo.

Esta investigación presenta el análisis de los resultados obtenidos en una encuesta aplicada a 15 empresas medianas del sector construcción del departamento de Piura, con el fin de conocer cómo las compañías toman decisiones con respecto a su estructura de financiamiento e identificar si algunas características de la empresa y de su gerente general inciden en las técnicas empleadas, utilizando como base las teorías clásicas de estructura de capital: *trade-off*, *pecking order*, ciclo de vida y el análisis FRICTO<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> El análisis FRICTO es una herramienta que identifica y analiza los elementos flexibilidad, riesgo, ingresos,

Esto permite determinar la existencia de una relación entre la teoría y la realidad de este grupo específico de empresas, teniendo en cuenta que la investigación no cuenta con una muestra probabilística y que los resultados de la encuesta presentan limitaciones, ya que es probable que las respuestas de los encuestados no reflejen sus acciones.

En un inicio, la investigación estuvo orientada al sector industrial; pero después de cuatro meses de trabajo de campo y diversos intentos fallidos de contacto con las empresas que conformaban la población de estudio se decidió escoger uno de los sectores que en los últimos meses del año tomó relevancia en la región: el sector construcción.

Esta investigación se divide en tres capítulos: el primero revisa las teorías de estructura de capital y estudios pasados llevados a cabo en distintos países; en el siguiente se detalla la metodología utilizada, en el tercer capítulo se presenta el análisis de los resultados seguido de las conclusiones.



## Capítulo 1

### Revisión de literatura

A continuación, se presenta una revisión de la literatura financiera más relevante respecto del análisis de la estructura de capital en las empresas; esto permitirá establecer el marco teórico adecuado para abordar este tópico en unidades de negocio del sector construcción en la región Piura, en el norte del Perú.

La sección se encuentra organizada de la siguiente manera: primero se citan las teorías vigentes que explican la adopción de deuda o recursos propios en las empresas (específicamente, *trade-off* y *pecking order*). Luego se exponen investigaciones basadas en dichas teorías y sus principales resultados. Posteriormente, se discute la relación del ciclo de vida de las empresas y su financiamiento mediante el enfoque del ciclo de vida y el esquema o método denominado FRICTO.

Finalmente, se desarrolla una revisión de la situación actual de la mediana empresa en el Perú y en la región Piura, plasmando consideraciones teóricas y evidencia para sostener la validez de las teorías tradicionales en este sector empresarial específico.

#### 1. Modigliani y Miller

Las investigaciones alrededor de la estructura de capital tienen como precedente la teoría de la irrelevancia; postulada por Modigliani y Miller (1958), quienes afirman que el valor de la empresa no se encuentra vinculado con la adopción de deuda o las decisiones financieras, sino que este depende más bien de la capitalización de sus retornos esperados; en un contexto de mercados perfectos, en donde los fondos propios y la deuda son sustitutos, sin tener en cuenta el efecto de los impuestos, costos, penalizaciones e incertidumbre (María Ferrer y Álvaro Tresierra, 2009).

En el análisis de este enfoque, Copeland, Weston y Shastri (2005) definieron los principales postulados de la teoría mencionada; siendo estos:

No existen costos de negociación en el mercado de capitales. Los individuos acceden al mercado financiero bajo la tasa libre de riesgo. No existen costos de bancarrota o de interrupción del negocio. Las empresas solo emiten dos tipos de títulos: deuda libre de riesgo y acciones comunes. Las empresas asumen solo el riesgo operativo. No se aplica impuesto a las utilidades. Los flujos de caja son constantes y perpetuos. Los agentes cuentan con la misma información (sin oportunidades de arbitraje por señalización). Los gerentes maximizan el valor de

sus acciones (no hay costos de agencia). Los flujos de caja operativos no son afectados por cambios en la estructura de capital (p. 439).

El desarrollo de la teoría de Modigliani y Miller (1958) ha despertado fuertes críticas: la carencia de características vitales como la existencia de costos asociados a la insolvencia financiera; los potenciales conflictos de intereses entre los propietarios de los títulos de la empresa; los problemas de información que favorecen la deuda sobre el capital propio cuando se recurre a la financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos; el efecto positivo del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión y de pago de dividendos (Sorgob-Mira, 2002).

Posteriormente, Modigliani y Miller (1963) presentaron una modificación a la proposición inicial, considerando el efecto positivo que tiene el “escudo fiscal de la deuda” en cuanto a la deducción del pago de intereses sobre el valor de la empresa al disminuir los impuestos.

Con respecto a las proposiciones I y II de Modigliani y Miller bajo un escenario con impuesto, Buján Pérez (2018) menciona lo siguiente:

En este caso, la estructura de financiación si afecta al valor de la empresa. Esto se debe a que los intereses que se pagan por las deudas son un gasto a efectos del cálculo del impuesto sobre beneficios mientras que el dividendo (pago a accionistas) no es un gasto para el cálculo del impuesto ya que se reparten una vez pagados los impuestos (párr. 14).

Esto hace que a mayor endeudamiento el costo de capital medio se reduzca vía ahorros fiscales. Esta reducción del costo de capital aumentará el valor de la empresa porque reducirá el denominador de la ecuación de su valoración mediante el descuento de sus flujos de caja futuros donde la tasa de descuento será ese coste de capital (párr. 15).

Proposición I: El apalancamiento aumenta el valor de la empresa proporcionalmente a su endeudamiento (párr. 16).

Proposición II: La rentabilidad demandada por los accionistas aumenta con el endeudamiento debido a la mayor asunción de riesgos, no así el costo de las deudas ya que, al tener prioridad en el cobro sobre los accionistas, están más protegidos y tienen más seguridad (párr. 18).

## 2. *Trade-off* u óptimo financiero

A partir del reconocimiento de imperfecciones en los mercados financieros, han surgido aportes e investigaciones como la teoría del *trade-off*, definida por Bradley, Jarrell y Kim (1984), y Frank y Goyal (2005), quienes postulan que las empresas están orientadas a alcanzar un nivel de endeudamiento específico o estructura de capital óptima que maximice su valor como resultado de equilibrar los beneficios y desventajas del uso de la deuda, entre ellos, el efecto fiscal, los costos de dificultades financieras (costos de quiebra) y los costos de agencia.

En el contexto de la pequeña empresa, esto es referido por Ang (1991), Chittenden, Hall y Hutchinson (1996) y Briozzo, Vigier, Castillo, Pesce y Speroni (2016), quienes sostienen que los costos de monitoreo pueden ser particularmente altos para los proveedores de fondos externos debido a la escasez y la baja calidad de información interna de las pequeñas y medianas empresas. Con esta orientación, los autores puntualizan que los bancos prefieren prestar los fondos en el corto plazo para maximizar la efectividad del monitoreo, añadiendo que la deuda garantizada y la reputación pueden disminuir las asimetrías informativas para que las empresas sean capaces de acceder al crédito.

De igual forma, López-Gracia y Sogorb-Mira (2008) concluyen —a partir de su estudio en pequeñas y medianas empresas españolas— que este tipo de unidades de negocio enfrentan altos costos de transacción asociados a problemas típicos de agencia y restricciones financieras en los mercados de capitales, los cuales condicionan el ajuste de la estructura de capital, que ocurre más lentamente, en contraste con compañías de mayor tamaño que cotizan en bolsa. Además, este tipo de unidades productivas encuentran el costo de una posición desequilibrada inferior al costo de ajuste. Con respecto a los estudios realizados a empresas españolas se debe tener en cuenta que lo que en España se considera pequeña o mediana empresa, en el Perú es una gran empresa, por lo que es posible que existan diferencias.

Por otra parte, en cuanto a los impuestos, la literatura indica que para las empresas, incluidas las medianas las cuales son objeto de la presente investigación, el uso intensivo de la deuda incrementa los beneficios procedentes de la deducción impositiva de los intereses; sin embargo, de forma paralela aumentan también las obligaciones de pago de la deuda y los costos asociados a las dificultades financieras; esto permite, además, considerar en el análisis los costos de agencia, cuyo origen está en las asimetrías informativas, especialmente relevantes para las decisiones de financiamiento Briozzo *et ál.* (2016).

Con lo expuesto, es posible concluir que en cada empresa existe una estructura de capital óptima, que considera las ventajas fiscales y no fiscales; de manera que la velocidad de ajuste de esta dependerá de condiciones propias y, de acuerdo con Frank y Goyal (2005), responde a los siguientes supuestos:

- El incremento en los costos de quiebra reduce el nivel óptimo de deuda.
- El incremento en los escudos fiscales, diferentes de la deuda, reduce el nivel óptimo de deuda.
- El incremento en la tasa de impuestos al patrimonio de las personas incrementa el nivel óptimo de deuda.
- En la estructura de capital óptima, el incremento de la tasa marginal de interés a los titulares de los bonos disminuye el nivel óptimo de deuda.
- El efecto del riesgo es ambiguo; sin embargo, bajo parámetros razonables de valor es posible sostener que existe una relación negativa entre el endeudamiento y la volatilidad (p. 12).

### **3. *Pecking order* o jerarquía de preferencias**

En el estudio de las decisiones de adopción de deuda o capital, es relevante exponer, también, la teoría del *pecking order* o jerarquía de preferencias, presentada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984). Estos autores sostienen la existencia de un orden de utilización de los fondos financieros; de este modo, los fondos internos son la fuente priorizada por la unidad de negocio, seguido por el endeudamiento financiero (fondos externos), asociado a la oportunidad de inversión; mientras que el incremento de capital corresponde a la última alternativa de financiamiento deseada.

Según lo mencionado, los directivos prefieren el financiamiento interno, sobre el externo; esto se traduce en la retención de beneficios, mientras que la deuda atiende solo aquellos casos en donde se requieran fondos adicionales.

La teoría aquí desarrollada se explica considerando las asimetrías de información; que conducen a la subvaloración de activos empresariales; así, las empresas optan por financiarse con fondos internos, ya que de esta manera sus activos no son infravalorados, como sucedería si acudieran a la deuda u opción de financiamiento con recursos propios externos.

Finalmente, el estudio de la teoría del *pecking order* en el contexto de las pequeñas y medianas empresas ha sido abordado por investigaciones como las de López-Gracia y Sogorb Frank-Mira (2008), concluyendo que para el contexto español existe evidencia empírica que

permite afirmar que estas unidades de negocio tienen por principal fuente de financiamiento los recursos internos; esto se relaciona con costos de información significativos que sirven de obstáculo para el acceso a otro tipo de fuentes de recursos.

#### **4. Ciclo de vida de las empresas**

De acuerdo con Berger y Udell (1998), es posible sostener que las empresas tienen un ciclo económico, en el cual, producto de sus actividades, adquieren experiencia, mejoran sus condiciones de desarrollo en el mercado (por ejemplo, disminuyendo la información asimétrica) y, paralelamente, adaptan sus necesidades y opciones financieras en función de su crecimiento.

La referencia permite introducir en la discusión, variables como el tamaño y la edad de la empresa que, a lo largo de numerosos estudios y validaciones empíricas, han sido asociadas positiva y significativamente con la estructura de capital, concluyendo que empresas de mayor tamaño y trayectoria, por la menor asimetría de información, acceden con mayor probabilidad a recursos de deuda.

Se debe tener presente que el modelo propuesto, a través del ciclo de crecimiento económico, no tiene por objetivo definir un razonamiento invariable en torno a la adopción de deuda o capital; por el contrario, enfatiza cómo, dependiendo de la etapa de expansión, diversas consideraciones son ponderadas para la definición de la estructura de capital. Por ejemplo, existen pequeñas empresas que en el inicio de sus operaciones son poco atractivas para el mercado financiero; sin embargo, el mercado les permitirá abordar diferentes fuentes de capital cuando estas alcancen mayores niveles de producción y sus balances incluyan activos comerciales tangibles que puedan ser utilizados como garantía (Allen & Gregory, 1998).

En cuanto al estudio sobre la relación que existe entre el directivo y su empresa, Briozzo y Vigier (2009) contribuyen con su enfoque del ciclo de vida dueño-administrador, a través del cual afirman que las empresas se encuentran sujetas a ciertos aspectos vinculados a sus propietarios, como sus características personales, objetivos individuales, preferencias en torno a la deuda, experiencia, capacidad de adecuación, costos personales de quiebra y aversión al riesgo, entre los más relevantes.

Así, es posible concluir que existen diferencias notables entre el financiamiento de pequeñas y grandes empresas, donde variables como el tamaño, la edad y el nivel de información asimétrica desempeñan un rol importante para la definición de la estructura de capital.

## 5. Análisis FRICTO

Las teorías de la estructura de capital no logran definir una combinación de recursos financieros óptima, clara e irrefutable para una empresa determinada. En este contexto, surge el análisis FRICTO, desarrollado en la década de 1960 en la Escuela de Negocios de Harvard, con el objetivo de ser usada como una herramienta que identifique y analice los elementos mencionados por sus siglas: flexibilidad, riesgo, ingresos, control, tiempo y otros, que son determinantes para tomar decisiones de financiamiento. Cabe resaltar que la aplicación de este análisis requiere de un pensamiento crítico y lidiar con la incertidumbre, pues es un proceso más subjetivo que mecánico. Kester y Hoover (2005) explican los elementos del análisis FRICTO bajo el siguiente enfoque:

**Flexibilidad** - Referida a la ampliación de capital en el presente para tener, en el futuro, mayores opciones de endeudamiento según cómo se desarrolle la coyuntura. De esta manera, si la empresa necesita reunir capital y no es recomendable emitir acciones, por mantener un precio infravalorado, entonces adoptará en reserva un nivel de deuda adecuado; por lo tanto, la flexibilidad conduce a prever situaciones como futuras necesidades de inversión, dejando abiertas las opciones de financiamiento de la empresa.

**Riesgo** - La incertidumbre es un factor presente en todas las actividades financieras. Aplicado a la estructura de capital, el riesgo se refiere a la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras (intereses, amortización del principal, pago de arrendamiento, dividendos preferentes, entre otros), con lo cual la volatilidad se asocia a un mayor nivel de incertidumbre, erosionando la capacidad de manejo de deuda de la unidad de negocio. Con esto se concluye que, a mayor nivel de deuda, mayor será el riesgo.

**Beneficio** - Se vincula al impacto de las diferentes alternativas de financiamiento en los rendimientos de los accionistas, medido a través de las ganancias por acción (EPS, por las siglas inglesas de *earnings per-share*) o rendimiento sobre el capital (ROE, por las siglas en inglés de *return on equity*), teniendo así que el apalancamiento financiero resultante de la financiación con deuda generalmente produce mayores EPS y ROE que el financiamiento con acciones ordinarias.

**Control** - A través de este criterio se analiza cómo las diferentes alternativas de financiamiento afectan el control de la propiedad de la empresa. De esta manera, si la administración tiene control de voto de las acciones ordinarias, puede elegir la deuda sobre el

nuevo patrimonio común; mientras que el control también se refiere a las restricciones impuestas sobre las actividades de la empresa por convenios restrictivos en los acuerdos de préstamo o, para el caso de pequeñas empresas, puede asociarse al control de votación.

**Coyuntura** - Este factor evalúa cómo las condiciones de mercado (tasas de interés, acontecimientos de política nacional e internacional, inestabilidad económica, etc.) afectan la adopción de las diferentes alternativas de financiamiento. Por ejemplo, las acciones ordinarias pueden ser la alternativa de financiación preferida debido a la percepción de riesgo de emitir nueva deuda, pero esto no es así en un contexto de acciones con precios bajos. En otra situación, los bonos pueden ser la alternativa de financiamiento preferida, pero las tasas de interés prevalecientes pueden ser altas. La coyuntura también puede referirse a la secuencia de alternativas financieras (actuales y futuras) en función de las expectativas sobre el entorno futuro del mercado de capitales y el rendimiento de la empresa.

**Otros** - En referencia a cualquier otro elemento vinculado con la situación única de una empresa, y relevante para la toma de decisiones de financiación.

En suma, el análisis FRICTO involucra la compensación entre el riesgo y el retorno, concluyendo que a mayor apalancamiento financiero mayor será el nivel de EPS y ROE y, de forma paralela, mayor incertidumbre. Sobre este equilibrio se basa la definición de la estructura de capital óptima.

Finalmente, podemos concluir que para llevar a cabo el análisis FRICTO para la toma de decisiones financieras se requiere de pensamiento crítico y buen manejo de la incertidumbre, pues es un proceso más subjetivo que mecánico debido a la singularidad de cada situación en la que se pudiera encontrar determinada empresa.

## **6. La mediana empresa en el Perú**

En el año 2014, según el Banco Mundial, en más de 150 países la composición empresarial se concentró principalmente en las micro, pequeñas y medianas empresas, que representaron el 98% del total del tejido empresarial (Cebreiro, 2017). Para el caso latinoamericano se sabe, además, que este tipo de unidades de negocio contribuye al 67% del empleo, teniendo un impacto significativo sobre el crecimiento económico, la innovación y el desarrollo productivo.

En el contexto peruano, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI], en el año 2017 el sector empresarial experimentó una expansión del 8.4%, sostenido

por el dinamismo de la demanda interna; a pesar del debilitamiento del PBI, que solo alcanzó el 2.5% (Alegría, 2018). En este contexto, las pequeñas y medianas empresas (pymes) —a pesar de su relevancia en el mercado de trabajo y la economía local— se han caracterizado por elevadas tasas de mortalidad, dificultades en la gestión y toma de decisiones y el desarrollo de actividades en entornos informales, lo cual afecta su crecimiento y sostenibilidad en el mercado.

Cabe resaltar que «las pymes conforman el 96.5% de las empresas que hay en el Perú» (Perú Retail, 2017, párr. 2) y son estas las que «dan trabajo al 75% de la población económicamente activa en el país» (Besombes, 2018, párr. 1).

Frente a lo descrito, el gobierno del Perú ha desarrollado un conjunto de políticas públicas de fomento y mejora de las condiciones productivas de este tipo de negocios. Por ejemplo, el Fondo Crecer, asociado al Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], que ha asignado más de 1 000 millones de soles destinados a la promoción del acceso al financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas, debido a las importantes limitaciones para la adopción de fuentes externas de capital que estas experimentan. Es relevante mencionar que, según cifras del Ministerio de la Producción [PRODUCE] (2017), solo el 6% del total de estas empresas a nivel nacional han accedido al sistema financiero regulado.

En esta investigación destacamos la realidad empresarial del departamento de Piura, en el norte del país; que según datos de PRODUCE (2017), para el año 2016 concentró el 3.9% del total de micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), posicionándose como la quinta región con mayor presencia de este tipo de unidades de negocio. Respecto de su distribución por estrato empresarial, de las 67 325 unidades productivas del departamento (PRODUCE, 2017, p. 165), el 3.3% fue categorizado como pequeñas empresas, mientras que el 0.1% fueron medianas empresas, registrando, además, una tasa de mortalidad o salida del 3.9%. De forma complementaria, en relación con la gestión de las mipymes en Piura, el grado de iniciativa empresarial (o tasa de empresarialidad) fue de 7.5%; es decir, de cada 100 personas pertenecientes a la población económicamente activa (PEA), siete fueron conductoras de una empresa formal (PRODUCE, pp. 34-74).

## 7. Validez de las teorías tradicionales de estructura de capital de la mediana empresa: Consideraciones teóricas y evidencia

### España

Previo a la presentación de los estudios en el continente europeo, debemos tener en cuenta que una mediana empresa en Perú se encuentra entre 7, 140,000 y 9, 660,000 soles, mientras que una pequeña empresa europea abarca desde los 7, 460,000 soles hasta los 37, 300,000 soles. Analizando los intervalos anteriores, podemos ver que una mediana empresa peruana podría ser considerada como una pequeña empresa europea, pero de una muy menor dimensión.

Continuando con el tópico tratado, para el caso europeo destacan investigaciones como la de López-Gracia y Sogorb-Mira (2008), quienes centran su análisis en las teorías del *trade-off* y el *pecking order*, considerando una muestra de 3 569 pymes españolas durante un período de diez años, entre 1995 y 2004. En este estudio concluyen que las pymes siguen una jerarquía de fuente de financiamiento (respondiendo así a la teoría *pecking order*) y además buscan alcanzar un apalancamiento objetivo que tardan en conseguir debido a los altos costos de transacción que enfrentan. Asimismo, afirman que la edad y el tamaño de la empresa son variables significativas; de esta forma, encuentran que las pymes se comportan diferente de las grandes empresas con respecto a sus decisiones financieras.

Del mismo modo, Sogorb y Clemente (2016) identifican los factores de la teoría del *trade-off* aplicada a grandes empresas de España, concluyendo que los impuestos son determinantes significativos en la estructura de capital, a través de evidencia empírica de la relación positiva entre estos y el nivel de apalancamiento. Por otro lado, mediante el análisis de 6 482 empresas españolas entre los años 1994 y 1998, Sogorb (2005) determinó qué atributos específicos de las empresas condicionaban el apalancamiento financiero y su estrecha asociación con las teorías del *trade-off* y el *pecking order*, afirmando que los escudos fiscales y la rentabilidad se encuentran negativamente relacionados con el nivel de deuda, mientras que el tamaño, las opciones de crecimiento y la estructura de activos tienen una influencia positiva en ella.

Sánchez y Martín (2005), tras estudiar 1 566 empresas en un período de seis años (entre 1994 y 2000), refirieron que el orden jerárquico de las opciones de financiamiento a nivel de pequeñas, medianas y grandes empresas en crecimiento prevalece cuando, además, estas tienen niveles elevados de apalancamiento.

## Estados Unidos

Uno de los estudios más resaltantes en EE. UU. es el realizado por Graham y Harvey (2001) donde se lograron encuestar 392 CFOs (pequeñas a grandes empresas) y en el que analizan tres puntos importantes: presupuesto de capital, costo de capital y estructura de capital.

Con respecto al análisis de la estructura de capital, los autores concluyeron que la flexibilidad financiera y las calificaciones crediticias, son los factores más importantes de la política de deuda. Por otro lado, la dilución de los beneficios por acción (EPS) y la reciente apreciación del precio de las acciones son factores que influyen en la emisión de capital. Asimismo, encontraron que las empresas siguen la teoría del *trade-off* y marcan o siguen una ratio de deuda objetiva.

Otros resultados, como la importancia de la subvaluación de las acciones y la flexibilidad financiera, son generalmente consistentes con la teoría del *pecking order*. Sin embargo, la evidencia a favor de estas teorías no se sostiene tan bien bajo un escrutinio más cercano (por ejemplo, la evidencia generalmente no es consistente con la asimetría informativa que causa el comportamiento del *pecking order*), y es aún más débil para las teorías más sutiles. Encontraron poca o ninguna evidencia de que la señalización, los costos de transacción, los costos de subinversión, la sustitución de activos, la negociación con los empleados, las consideraciones de flujo de efectivo libre y las preocupaciones del mercado de productos afectan la elección de la estructura de capital.

Con respecto al tamaño de las empresas americanas, las pequeñas empresas se encuentran en un rango de hasta 7 000,000 dólares americanos lo que equivale a 23 310,000 soles. Con esta información podemos concluir que una mediana empresa peruana (de 7 140,000 a 9 660,000 soles) está dentro de ese rango.

## América Latina

En la revisión de la literatura existente, para el caso latinoamericano se encuentra escasa evidencia que vincule las medianas empresa y el análisis de la estructura de capital. Las teorías abordadas y las conclusiones sobre este tópico han sido extraídas de estudios aplicados a grandes corporaciones. Teniendo como referencia lo anterior, se presentan investigaciones que abordan las decisiones de financiamiento, en el marco de las teorías del *pecking order*, *trade-off* y ciclo de vida.

Briozzo *et ál.* (2016), realizaron un estudio sobre las decisiones de financiamiento en las pequeñas<sup>2</sup> y medianas empresas, analizando una muestra de 156 empresas argentinas. Los resultados arrojaron que un mayor tamaño de la unidad de negocio se asocia a mayores niveles de deuda, mientras que las empresas que adoptan formas legales con responsabilidad limitada intensifican el uso de créditos con garantías reales. Con un enfoque similar, Ferrer y Tresierra (2009) analizan transversalmente las teorías de estructura de capital aplicadas a este tipo de unidades, y ponderan la relevancia de la información asimétrica como variable significativa para la adopción de fuentes externas de capital. Estos autores sostienen que la teoría de la jerarquía financiera proporciona una mejor explicación sobre el comportamiento financiero de las pymes, agregando, además, que los cambios en el nivel de asimetría y el crecimiento de la empresa condicionan la definición de una estructura de financiamiento específica.

En la misma dirección, Barona y Rivera (2013) identifican y comparan las fuentes de financiamiento empleadas por 1 012 empresas de Colombia y Chile, mostrando que estas unidades de negocio se financian principalmente con recursos internos, préstamos bancarios y créditos de proveedores.

Por otro lado, existen investigaciones que incluyen factores micro y macroeconómicos como elementos condicionantes de la estructura de capital. Así, L. Hernández, Hernández, R., y Romero (2000), a través de una muestra de 40 empresas del sector de la confección en la región Zuliana (Venezuela) para los años 1998 y 1999, contrastan cuáles han sido las variables del entorno macroeconómico más relevantes y con mayor incidencia sobre el financiamiento. También puede citarse la investigación de Hernández, Ríos y Garrido (2014), en la que logran vincular el desarrollo de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) entre los años 2000 y 2010 con la adopción de deuda o capital de las empresas del sector industrial de ese país.

Con lo expuesto, es posible afirmar que en los últimos años el estudio de la estructura de capital en el análisis de la toma de decisiones de las pequeñas y medianas empresas ha sido objeto de mayor atención, aunque sigue siendo menor en contraste con los estudios de las grandes empresas. El presente documento tiene por objeto contribuir a la discusión, a través del análisis de la adopción de deuda o capital para empresas del sector construcción, en la realidad específica del departamento de Piura.

---

<sup>2</sup> Las ventas brutas de una pequeña empresa Argentina van desde 1, 840,383 soles hasta 11, 042,665 soles.



## Capítulo 2

### Metodología

#### 1. Diseño del instrumento

La mediana empresa, según el marco tributario normativo regulado por la ley N° 30056, es definida como aquella unidad productiva con ventas anuales mayores de 1 700 UIT<sup>2</sup> (lo que equivale a 7 055 000 soles) y menores de 2 300 UIT (9 545 000 soles). Según la Cámara de Comercio de Lima, las pymes en el Perú brindan empleo al 75% de la población económicamente activa (PEA) (Besombes, 2018).

El sector construcción resulta de especial interés debido a la relevancia económica que este ha alcanzado en el segundo semestre de 2017, impulsado por las obras de reconstrucción que el sector público, a través de programas gubernamentales, ha emprendido para la mejora de la infraestructura y condiciones de las viviendas que padecieron el fenómeno climatológico de El Niño Costero, de incidencia e impacto significativo sobre la región. Es preciso aclarar que, debido a problemas judiciales vinculados a la corrupción en grandes empresas, múltiples proyectos del sector se vieron afectados por cancelaciones o prórrogas, condicionando el crecimiento de toda la cadena productiva.

Cabe destacar que los sectores transversales al sector construcción han logrado posicionarse en el mercado a través de un crecimiento sostenido —como el caso del sector inmobiliario—, que no solo cuenta con proyectos residenciales céntricos en las principales ciudades de la región, sino también en nuevas zonas urbanas de la periferia.

Ahora bien, en relación con las decisiones de financiamiento, entender su naturaleza permitirá mejorar el proceso de toma de decisiones y adoptar estrategias que utilicen eficientemente los recursos, maximizando el valor del negocio. En este capítulo se evalúa la aplicación de las teorías modernas (y sus variables) sobre la estructura de capital en las medianas empresas, para conocer el impacto y significancia que ellas tienen en la adopción de deuda o recursos propios.

Se aplicó un cuestionario relacionado con la estructura de capital a 15 empresas de un total de 27 medianas empresas del sector de la construcción.

---

<sup>2</sup> La unidad impositiva tributaria (UIT) para el año 2018 equivale a S/4 150 soles o \$1 223 dólares.

Estas integran una muestra de 257 empresas de la base de datos *Peru: The top 10,000 companies, Ed. 2016*, de *Peru Top Publications*<sup>3</sup>, que considera solo empresas formales (bajo la definición de la Superintendencia de Aduanas y Administración Tributaria [SUNAT]) y con fines de lucro (en contraste con las asociaciones y cooperativas).

Respecto de la encuesta, fue estructurada para obtener sólida evidencia de los procesos de toma de decisiones empresariales en el marco de las teorías del *trade-off*, *pecking order*, y ciclo de vida.

La encuesta se elaboró teniendo en cuenta estudios previos, principalmente sobre la base del cuestionario de Graham y Harvey (2001), que ha sido utilizado en diversos estudios sobre el tema tratado en esta tesis.

La primera versión de la encuesta fue enviada a profesores del área de Finanzas de la Universidad de Piura para recoger sus apreciaciones y poder realizar las debidas correcciones. Luego del levantamiento de observaciones se realizó un nuevo modelo de encuesta, que se hizo llegar a los gerentes de empresas del rubro industrial, agrícola y de extracción de minerales (minera) con la intención de realizar la prueba piloto y recibir sus comentarios.

En esta última etapa, la encuesta fue enviada a un funcionario de Banca Empresa, quien aportó sus apreciaciones y correcciones. Como resultado de esto, el diseño del cuestionario abarcó, en la primera sección, preguntas asociadas a las características personales del gerente (o informante) y, finalmente, variables relacionadas con la toma de decisiones de financiamiento.

## **2. Recolección de datos**

El cuestionario se aplicó a lo largo del tercer trimestre de 2018, y fue dirigido al gerente general de la empresa o, en su defecto, al responsable de la gestión del negocio, de preferencia vinculado al área financiera.

En esta etapa de administración de la encuesta se trabajó juntamente con la empresa IMD, que había realizado estudios para la Universidad de Piura en muchas ocasiones. Se inició realizando llamadas a las empresas para concretar una cita en la que se explicó el objetivo principal del estudio y se indicó que toda la información proporcionada sería confidencial. Además, se atendieron las dudas que surgían sobre el proceso o tema en cuestión.

---

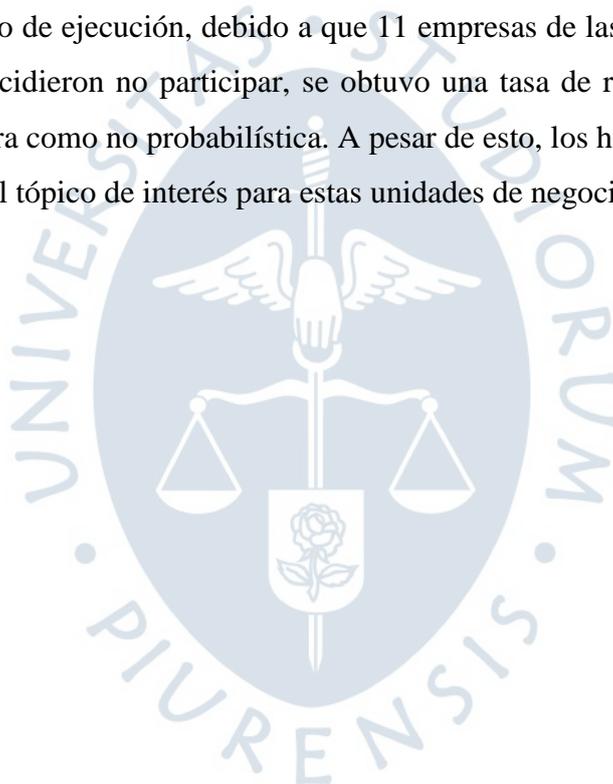
<sup>3</sup> No se incluyeron en la muestra empresas formadas por contratos de colaboración empresarial, empresas del sector financiero y empresas estatales.

Finalmente, se procedió a enviar a la empresa una carta de presentación brindada por la Universidad de Piura, detallando todo lo comunicando previamente vía telefónica, con el objeto de reforzar la confianza y la comunicación establecida.

A medida que se iban concertando las citas, personal de IMD se acercaba a las empresas correspondientes para la aplicación de la encuesta. Este proceso no presentó ningún inconveniente.

En un inicio, la investigación estuvo orientada al sector industrial, pero después de cuatro meses de trabajo de campo y diversos intentos fallidos de contacto con las empresas que conformaban la población de estudio se decidió escoger uno de los sectores que en los últimos meses del año adquirió relevancia en la región: el sector construcción.

Durante el período de ejecución, debido a que 11 empresas de las 27 que conformaban la población objetivo decidieron no participar, se obtuvo una tasa de respuesta del 57.69%, lo cual define a la muestra como no probabilística. A pesar de esto, los hallazgos representan una válida aproximación al tópico de interés para estas unidades de negocio.





## Capítulo 3

### Análisis de resultados

#### 1. Resultados

En relación con el cargo u ocupación de los responsables de la información brindada dentro de la organización empresarial, el 60% de los cuestionarios fueron respondidos por el gerente general o similar. En cuanto al nivel de estudio, el 77.8% alcanzó un título profesional, y la edad promedio fue de 62 años.

Asimismo, del total de encuestados, el 53.3% afirma que es una empresa familiar y el 93.3% de los gerentes generales de estas empresas son hombres.

En lo relacionado propiamente a las decisiones de financiamiento, la Figura 1 indica que el 54% de los encuestados manifiesta que la principal razón por la que no aceptaría aportación de capital de inversionistas privados es que no están dispuestos a aceptar la intervención de terceros. Además, la razón de un 8% es mantenerse como empresa familiar, mientras que otro 8% indica que no aceptaría perder el control de la empresa otorgando demasiados derechos sobre esta.



**Figura 1.** Razones para no aceptar aportes de inversores  
Fuente: Elaboración propia

Con respecto a las políticas de la empresa sobre la cantidad de deuda que pueden contraer, la Tabla 1 muestra que el 53.3% de los encuestados indica contar con un nivel máximo u objetivo de endeudamiento.

**Tabla 1.** Fijación de un nivel máximo de endeudamiento

Respuesta	Frecuencia	Porcentaje
Si	8	53.3%
No	7	46.7%
Total	15	100%

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, en cuanto a las fuentes de financiamiento en consideración para el inicio de un proyecto, tal como aparece en la Tabla 2, ocupan el primer lugar los fondos internos autogenerados por la empresa, seguido por el financiamiento vía proveedores, la participación de actuales accionistas, la deuda financiera y, por último, los aportes de nuevos accionistas.

**Tabla 2.** Fuentes de financiamiento

Nº	Fuente de financiamiento	Orden
1	Fondos internos autogenerados por la empresa.	1
2	Proveedores	2
3	Aportes de los actuales accionistas.	3
4	Deuda financiera	4
5	Aportes de nuevos accionistas.	5

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 3 indica que la adopción de fuentes internas de financiamiento es preferida como consecuencia de la rápida disponibilidad de este tipo de recursos, en contraste con otras alternativas de financiamiento, tal como lo señala el 80% de los gestores empresariales entrevistados.

**Tabla 3.** Razón de adopción de fuentes internas de financiamiento

Razón	Porcentaje
Por la rápida disponibilidad	80%
Comisiones bajas	7%
Por el monto al que puede acceder	7%
Esta fuente/institución demanda menos requisitos que otras	7%

Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que todas las empresas de la muestra han recibido financiamiento externo en algún momento; sin embargo, de acuerdo con los datos presentados en la Tabla 4, solo el 13% recibió financiamiento de un nuevo accionista o inversionista.

**Tabla 4.** Recepción de aportes de un nuevo accionista o inversionista

Respuesta	Frecuencia	Porcentaje
Si	2	13.3%
No	13	86.7%
Total	15	100.0%

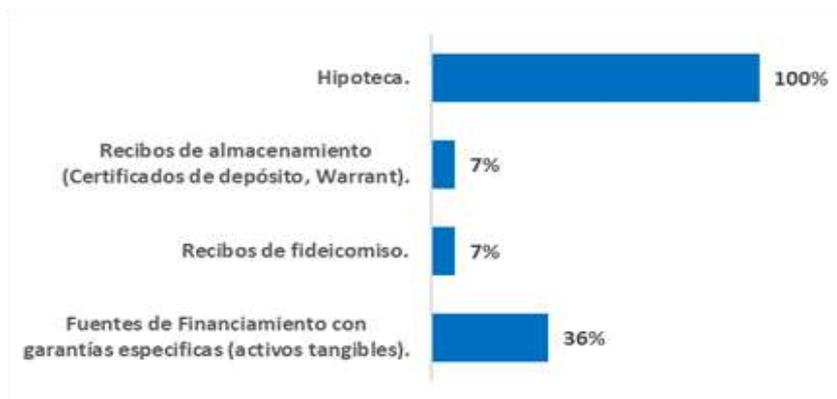
Fuente: Elaboración propia

En lo referente al financiamiento externo, el 93% de los casos se requirió de algún tipo de garantía (ver la Tabla 5), siendo estas —por tipo y frecuencia— hipotecas (100%), activos tangibles (36%), fideicomisos y recibos de almacenamiento (7% en ambos casos). Estos resultados se reflejan en la Figura 2.

**Tabla 5.** Casos de deuda financiera que solicitaron garantía

Respuesta	Frecuencia	Porcentaje
Si	14	93.3%
No	1	6.7%
Total	15	100.0%

Fuente: Elaboración propia

**Figura 2.** Tipo de garantía solicitada para obtención de crédito

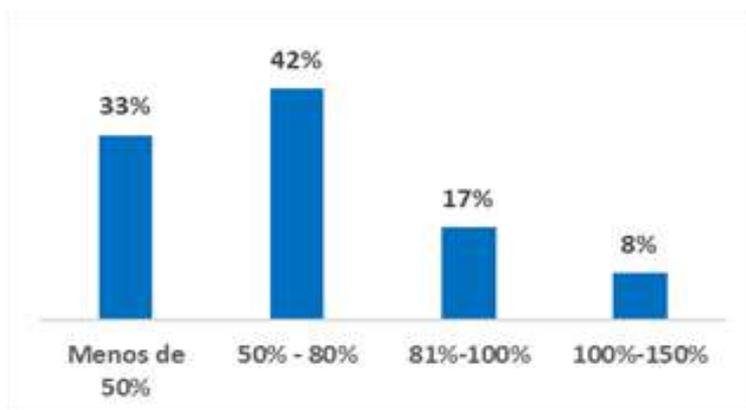
Fuente: Elaboración propia

En la **Tabla 6** se aprecia que todas las empresas para financiar una inversión a largo plazo recurren al financiamiento de mediano/largo plazo, por el cual al 42% de ellas se les solicitó entre el 50% y el 80% del valor del préstamo. Por otro lado, al 8.3% se les solicitó entre el 100% y el 150% de cobertura de garantía para este tipo de financiamiento (ver la Figura 3).

**Tabla 6.** Tipo de financiamiento utilizado para una inversión a largo plazo

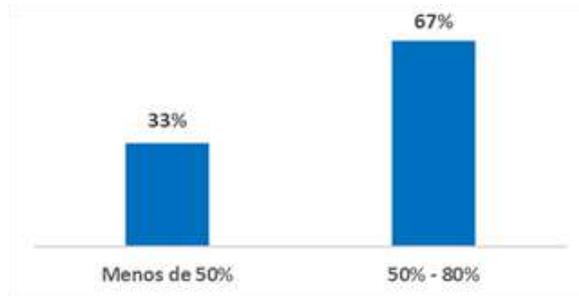
Tipo de financiamiento	Frecuencia	Porcentaje
Préstamo mediano/largo plazo (leasing, hipotecario, otro). (Pasar a la pregunta 34).	15	100.0%

Fuente: Elaboración propia

**Figura 3.** Porcentaje de cobertura de garantía requerida

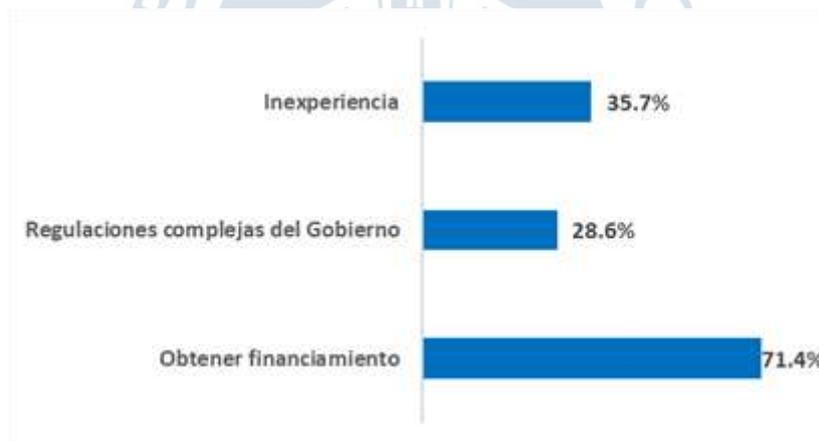
Fuente: Elaboración propia

En contraste, en el caso del financiamiento a corto plazo la garantía solicitada no pasa del 80%; a la mayoría (66.7%) se les solicitó entre el 50% y el 80%, y a la proporción restante menos del 50% de garantía (ver la Figura 4).



**Figura 4.** Garantías a corto plazo  
Fuente: Elaboración propia

Tal como se muestra en la Figura 5, el mayor obstáculo al iniciar como empresa para el 71% de los encuestados fue obtener financiamiento, seguido del 35% de las empresas que manifiestan que su inexperiencia fue su gran dificultad al comenzar y, finalmente, el 29 % encontró una barrera importante en las regulaciones complejas del gobierno.



**Figura 5.** Obstáculos al iniciar la empresa  
Fuente: Elaboración propia

En cuanto a las dificultades financieras, detalladas en la Figura 6, las empresas reconocen lo siguiente:

Los problemas con alguna institución financiera, derivados de un préstamo o crédito, y el empeño de activo de la empresa para conseguir financiamiento significaron el 60% de las dificultades.

El 50% de las empresas tuvo dificultad en el empeño de activos de los dueños o socios para conseguir financiamiento.

El 30% de las empresas presentó problemas operativos como cierre temporal, incumplimiento de pago a proveedores o trabajadores por falta de financiamiento.

El cambio de nombre, giro o régimen para acceder a financiamiento, y el fenómeno de El Niño Costero significaron el 10% de las dificultades.



**Figura 6.** Dificultades financieras  
Fuente: Elaboración propia

Finalmente, en la Tabla 7 se observa que las garantías, el costo financiero y el efecto en los indicadores de rentabilidad son los factores más importantes a la hora de decidir en tomar una deuda para financiar un proyecto. Se puede decir que la resistencia a la deuda y el nivel de endeudamiento máximo no son factores que influyan en a la toma de este tipo de decisiones.

**Tabla 7.** Factores que influyen en la decisión de tomar una deuda

Factores	Grado de importancia
Garantías disponibles	Importante
Costo financiero	Importante
Efecto en los indicadores de rentabilidad	Importante
Alta incertidumbre en el sector en el que la empresa opera	Algo importante
Capacidad para endeudarse en el futuro	Algo importante
Poco autofinanciamiento	Algo importante
Nivel de endeudamiento máximo	Algo importante
Resistencia a la deuda financiera	Algo importante

Fuente: Elaboración propia

## 2. Teorías

**2.1. Trade-off.** De acuerdo con los resultados, el 53.3% de las empresas tienen fijado un nivel máximo de endeudamiento. De lo mencionado podemos inferir que un poco más de la mitad de las empresas responde a la teoría del trade-off, que indica que las empresas están orientadas a alcanzar un nivel de endeudamiento específico o estructura de capital objetivo que maximice su valor

**2.2. Pecking order.** En lo relacionado con esta teoría, los resultados muestran el cumplimiento de una jerarquía, pero de manera parcial; es decir, en primer lugar, se financian mediante fondos internos —lo que estaría de acuerdo con la teoría—, luego optan por financiamiento con recursos de accionistas actuales, en tercer lugar, por deuda y, finalmente, por fondos de nuevos accionistas.

Se puede decir, entonces, que se con la afirmación de la teoría en que los directivos prefieren el financiamiento interno sobre el externo. Sin embargo, en el caso de financiamiento externo la deuda no es la primera fuente de financiamiento, lo que sería evidencia de cumplimiento parcial de la teoría de la jerarquía. No obstante, este hallazgo estaría acorde con lo encontrado para la pequeña y mediana empresa, que indica que se cumpliría una jerarquía parcial o invertida.

Según la teoría, los costos de información significativos son un obstáculo para el acceso a otro tipo de fuentes de recursos en donde sus activos serían infravalorados; esto se evidencia en las unidades de negocio estudiadas, pues como vemos en la tabla 2, los encuestados prefieren los fondos internos sobre el financiamiento externo para evitar así una minusvaloración de sus activos, asimismo, en la tabla 3 podemos ver que una de las razones por la cual eligen los fondos autogenerados es por la rápida disponibilidad y el monto al que se puede acceder.

Por otro lado, el 86.7% de los encuestados indican que no ha aceptado aportes de nuevos accionistas o inversionistas, y el 54% de los encuestados manifiesta que la principal razón por la que no aceptaría aportación de capital de inversionistas privados es que no desean aceptar la intervención de terceros. Además, el 16% responde que no lo aceptaría porque quiere mantenerse como empresa familiar y no perder el control otorgando demasiados derechos sobre esta.

Por consiguiente, existe una resistencia a incurrir en este tipo de financiamiento externo que, según la teoría del *pecking order*, *trade-off* y ciclo de vida, es una de las últimas opciones que la empresa escogería.

**2.3. Ciclo de vida.** De acuerdo con la teoría del ciclo de vida, cuando una empresa inicia operaciones las fuentes de financiamiento a las que puede acceder son muy limitadas, se suele decir que los fondos provienen de la doble FF (family and friends). Es decir, el negocio se financia básicamente con aporte de los propios dueños, quienes usan sus propios fondos provenientes de ahorros, liquidaciones de trabajo, herencias, etc. o consiguen el dinero de familia y amigos. Esto puede verse reflejado en el 71% de encuestados que manifiesta que conseguir financiamiento fue su mayor obstáculo.

Además, tal como indica la teoría, no es un modelo invariable y de razonamiento rígido, pues las empresas encuestadas también han incurrido en deuda mediante garantía solicitada. Aun siendo una mediana empresa, ha ido adquiriendo activos que han sido colocados como garantía en caso de incurrir en deuda financiera.

Cabe mencionar que esta teoría, como las otras, indica que las empresas se ven afectadas por el nivel de información asimétrica y escasa, como se puede evidenciar en los resultados obtenidos.

En relación con el cargo u ocupación dentro de la organización empresarial, el 60% de los cuestionarios fueron diligenciados por el gerente general o similar, principalmente con título profesional (87.5%) y 62 años de edad, aproximadamente.

**2.4. Análisis FRICTO.** La herramienta FRICTO surge por carecer de una teoría con plena capacidad explicativa del comportamiento de financiación.

Con respecto a la flexibilidad, es decir, preservar la capacidad de financiamiento para futuras necesidades de inversión, dejando abiertas las opciones de financiamiento de la empresa manteniendo un nivel de deuda adecuado, se observa que más de la mitad de las empresas (53.3%) tiene un nivel máximo de financiamiento y que las empresas encuestadas determinan una jerarquía en cuanto a las opciones de financiamiento optando, en primer lugar, por fuentes internas y utilizando la deuda como tercera opción.

Por otro lado, con relación al criterio de valor, según los resultados de la encuesta, se busca un equilibrio entre riesgo y retorno pues, para las empresas, las garantías, el costo financiero y el efecto en los indicadores de rentabilidad son los factores más importantes a la hora de decidir en tomar una deuda para financiar un proyecto. La resistencia a la deuda y el

nivel de endeudamiento máximo no son factores que influyan en la toma de este tipo de decisiones,

Como se ha mencionado anteriormente —y en concordancia con las teorías de *trade-off*, *pecking order*, ciclo de vida— las empresas muestran el manejo del riesgo mediante el uso de la deuda como una de sus últimas opciones; el 80% elige el financiamiento interno sobre el externo.

De igual forma, se evidencia el criterio de riesgo, ya que las empresas usan financiamiento de largo plazo para sus inversiones de largo plazo, a fin de reducir el riesgo de no hacer frente a la deuda por falta de liquidez en un corto plazo.

Además, como se indicó al inicio del capítulo, el 54% de los encuestados manifiesta que la principal razón por la que no aceptaría aportación de capital de inversionistas privados es que no quieren la intervención de terceros, un 8% desea mantenerse como empresa familiar y otro 8% indica que no aceptaría perder el control de la empresa otorgando demasiados derechos sobre esta. Con estos resultados es posible identificar el criterio de control.

Esta investigación centra a las empresas en una situación posfenómeno del Niño, en la cual el sector construcción adquiere vital importancia, ya que de ello dependerá la reconstrucción de la ciudad y, además, aumentará su aportación al PBI de Piura. También debe considerarse que las medianas empresas estudiadas afrontan dificultades que establece el sistema financiero para ellas por su tamaño.

## Conclusiones

Esta investigación se llevó a cabo con el objeto de conocer la capacidad explicativa de las teorías tradicionales en las decisiones de financiamiento de las medianas empresas del sector de la construcción en Piura.

El estudio presenta los resultados de una encuesta aplicada a 15 empresas, mediante la cual se obtuvo información del gerente general o de la persona encargada de tomar las decisiones financieras dentro de la empresa.

Se puede concluir que las teorías clásicas explican parcialmente las decisiones de financiamiento de las empresas estudiadas. Estas empresas se caracterizan porque más de la mitad fija un nivel máximo de endeudamiento, lo que parecería ser evidencia de la teoría del *trade-off*. Además, siguen una jerarquía en el momento de decidir sus fuentes de financiación, utilizando, en primera instancia, recursos generados de manera interna o autogenerados, lo que sería evidencia de la teoría del *pecking order*. Sus obstáculos son la asimetría de la información —como se menciona en las teorías de *trade-off*, *pecking order* y ciclo de vida—, no participan en el mercado de valores debido a los costos de transacción y, debido a la edad, el crecimiento y el tamaño de la empresa, no acceden fácilmente a recursos de crédito (ciclo de vida).

Finalmente, el esquema FRICTO explica la situación de estas empresas mediante sus seis criterios. Así, pues, en estas empresas puede observarse que los criterios encajan con la forma en que las mismas deciden sobre su financiamiento.



### **Limitaciones**

La cantidad de medianas empresas en el sector construcción es de 27 empresas y solo se pudo encuestar a 15, dado que algunas empresas no tenían interés en participar del estudio. Esto representó la ausencia de una muestra probabilística. Lo anterior limita los hallazgos impidiendo generalizarlos a todas las empresas; sin embargo, son útiles al proporcionar información como una primera evidencia del proceso de toma de decisiones para este tipo de empresas.





## Referencias bibliográficas

- Alegría, L. (2018, 3 de enero). El número de empresas en el Perú creció 8,4% en el 2017. *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/numero-empresas-peru-crecio-8-4-2017-noticia-501043>
- Ang (1991). Small business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of small business finance*, 1(3): 183-203.
- Barona, B. y Rivera, J. (2013). Financiación de nuevas empresas: comparación de las fuentes de financiación en Colombia y Chile. *Cuadernos de Administración*, 26(46), pp. 11-35,
- Berger, A. y Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), pp. 613-673.
- Besombes, C. (2018, 20 de junio). Las pymes dan trabajo al 75% de la población económicamente activa. *La República*. Recuperado de <https://larepublica.pe/economia/1264545-pymes-dan-trabajo-75-poblacion-economicamente-activa>
- Bradley, M., Jarrell, G. A. y Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2009). A demand side approach to SME's capital structure. Evidence from Argentina. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 21(1), 30-56.
- Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G. y Speroni, M. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Estudios Gerenciales*, 32, pp. 71-81.
- Buján Pérez, A. (2018). Teorema de Modigliani-Miller. *Enciclopedia financiera*. Recuperado de <https://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/teorema-de-Modigliani-Miller.htm>
- Cebreiro, A. (2017, 3 de octubre). La esquiwa definición de las micro, pequeñas y medianas empresas para fines tributarios. *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/blog/termometro-desarrollo/2017/10/la-esquiwa-definicion-de-las-micro-pequenas-y-medianas-empresas-para-fines-tributarios.html/?ref=gesr>
- Chittenden, F., G. Hall y P. Hutchinson (1996). 'Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation', *Small Business Economics*, 8, pp. 59-67.
- Copeland, T. E., Weston, J. F. y Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. 4th Edition, Addison-Wesley, Boston.
- Ferrer, M. y Tresierra, Á. (2009). Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital. *Compendium*, Numero 22, 65-83.
- Gallo, M. (2011). *El futuro de la empresa familiar*. Profit Editorial, p. 23.
- Graham, J. R. y Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), pp. 187-243.
- Hernández, L. y Hernández, R. (2000, 24-27 de octubre). El financiamiento de la pequeña y mediana industria (PYMI) en la región zuliana: Sector confección, 1998-1999. V *Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública*. Santo Domingo, Rep. Dominicana.
- López-Gracia, J. y Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), pp. 117-136.
- Ministerio de la Producción [PRODUCE] (2017). *Las mipyme en cifras 2016*. 1era, edición. Lima: Autor. Recuperado de <http://ogeiee.produce.gob.pe/images/oe/Mipyme-en-cifras-2016.pdf>
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958). The cost of capital corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, (48), pp. 261-297.

- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*. (Julio), pp. 595-562.
- Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, (13), Págs.187-221.
- Perú Retail (2017, 9 de agosto). Las pymes son el 96.5% de las empresas que hay en Perú. Recuperado de <https://www.peru-retail.com/pymes-empresas-peru/>
- Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J. (2005). Financing preferences of Spanish firms: Evidence on the pecking order theory. *Journal of Business, Economics and Management*, 13(4):637-665.
- Sorgob Mira, F. (2002). Estudio de los determinantes de la estructura de capital de las Pymes: aproximación empírica al caso español, pp. 122-127.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), pp. 447-45.
- Sogorb-Mira, F. y Clemente-Almendros, J. (2016). *La relación entre endeudamiento y fiscalidad corporativa en las empresas cotizadas españolas*. España: Springer Berlin Heidelberg.



## Apéndices





## Apéndice 1. Cuestionario

### Censo: Decisiones sobre financiamiento empresarial

Buenos días/tardes. Mi nombre es . . . y estamos realizando un estudio entre las principales empresas del sector construcción en nuestra ciudad sobre la forma en la que toman sus decisiones de financiamiento. Cabe resaltar que la información es solo 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 familiar cuando cumple con las siguientes condiciones:

- Propiedad: la familia controla la mayoría de las acciones de la empresa o derechos políticos; es decir, posee más del 50% de la propiedad (control sobre las decisiones).
- Poder: uno o varios miembros de la familia dedican gran parte o toda 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. Tiempo que el gerente general 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 de que 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?

<b>1</b>	Sí	<b>2</b>	No (pasar a la pregunta 11)
----------	----	----------	-----------------------------

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

<b>1</b>	Menos del 20%	<b>2</b>	21% - 50%	<b>3</b>	51% - 80%	<b>4</b>	81%-100%
----------	---------------	----------	-----------	----------	-----------	----------	----------

## Parte II: Objetivos de la empresa

11. De acuerdo con los objetivos de la empresa, ¿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).

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

12. En los próximos tres años, busca para su empresa:

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

13. Seleccione dos 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 ( <b>Pasar a la pregunta 16</b> )
2	Sí, a cambio de utilidades, pero no en la toma de decisiones en la administración ( <b>Pasar a la pregunta 16</b> )
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, ya 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 del 5%	2	5% - 7%	3	7% - 10%	4	10% - 11%
---	--------------	---	---------	---	----------	---	-----------

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

<b>1</b>	Menos del 5%	<b>2</b>	5% - 7%	<b>3</b>	7% - 10%	<b>4</b>	10% - 11%
----------	--------------	----------	---------	----------	----------	----------	-----------

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

<b>1</b>	Sí:	<b>2</b>	No
----------	-----	----------	----

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

<b>1</b>	La flexibilidad financiera
<b>2</b>	La calificación crediticia de la empresa
<b>3</b>	La estabilidad de las ganancias y flujos de caja
<b>4</b>	La ventaja fiscal de la deducción de intereses/gastos financieros
<b>5</b>	Los costos de transacción y las tarifas para obtener deuda
<b>6</b>	Los niveles de deuda de otras empresas en el sector donde se opera
<b>7</b>	Los posibles costos por insolvencia financiera o dificultades financieras
<b>8</b>	Se limita el nivel de endeudamiento para que los clientes/proveedores no se preocupen porque la empresa pueda quebrar
<b>9</b>	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
<b>10</b>	Si se utiliza el financiamiento por deuda, los competidores pueden inferir sobre los planes futuros de la empresa
<b>11</b>	Las restricciones de endeudamiento máximo que imponen los bancos

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

		<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>a</b>	Capacidad para endeudarse en el futuro					
<b>b</b>	Poco autofinanciamiento (flujos generados)					
<b>c</b>	Costo financiero (tasa de interés)					
<b>d</b>	Nivel de endeudamiento máximo					
<b>e</b>	Resistencia a la deuda financiera por parte de los propietarios					
<b>f</b>	Garantías disponibles (inmuebles, mobiliarias, otros)					
<b>g</b>	Alta incertidumbre en el sector en el que la empresa opera					
<b>h</b>	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 respuesta anterior, ¿cuál es 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. Seleccione la o las fuentes de financiación que se utilizaron para la puesta en marcha del negocio (respuesta múltiple).

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

25. ¿La empresa ha recibido alguna vez aportes de un nuevo inversionista/accionista?

1	Sí	2	No
---	----	---	----

26. ¿La empresa ha solicitado o ha tenido vigente alguna vez un 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	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, ¿Se le requirió algún tipo de garantía?

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

29. ¿Qué tipo de garantías se le solicitó para obtener el crédito? Elegir cinco 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, <i>warrant</i> )
5	Garantía de acciones y bonos
6	Préstamos con codeudor
7	Hipoteca

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

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

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

1	Menos del 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 de una entidad financiera?

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

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	Tiene 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 cuáles 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, derivados de algún préstamo o crédito	Sí	No
2	Problemas operativos como cierre temporal, falta de pago a proveedores o a trabajadores por falta de financiamiento	Sí	No
3	Empeño de activos de la empresa para conseguir financiamiento	Sí	No
4	Empeño de activos de los dueños o socios para conseguir financiamiento	Sí	No
5	Cambio de nombre, giro o régimen para acceder a financiamiento	Sí	No
6	Otro _____	Sí	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 los del sector
8	No poder acceder a la deuda

**Parte IV: Obstáculos encontrados por mujeres (solo si la respuesta 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 se es mujer.

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

41. Indique 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	