

**DIAGNÓSTICO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES DEL
SECTOR DE CONFECCIONES DEL ÁREA METROPOLITANA DE
BUCARAMANGA**

**MARÍA CAMILA CHINCHILLA GÓMEZ
ANGÉLICA MARÍA RANGEL SUÁREZ**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECÁNICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA**

2014

**DIAGNÓSTICO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES DEL
SECTOR DE CONFECCIONES DEL ÁREA METROPOLITANA DE
BUCARAMANGA**

**MARÍA CAMILA CHINCHILLA GÓMEZ
ANGÉLICA MARÍA RANGEL SUÁREZ**

**Trabajo de Grado para optar al título de
Ingenieras Industriales**

Directora:

PhD Olga Patricia Chacón Arias

PhD en Ciencias Administrativas

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECÁNICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA**

2014

DEDICATORIA

Queremos agradecer a Dios por ser nuestra mejor compañía. A nuestros padres por su apoyo incondicional durante el desarrollo de nuestra carrera profesional, por su esfuerzo incansable, su excelente ejemplo de vida y sus consejos en los momentos de debilidad. A toda nuestra familia por la fortaleza que nos brinda con sus oraciones y energía positiva. A la Universidad Industrial de Santander por permitir nuestro crecimiento integral. Y a nuestro equipo de proyecto por transformar este nuevo logro en una lección de vida.

Cami y Angie

CONTENIDO

	Pág
INTRODUCCIÓN	18
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	20
2. JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO	25
3. OBJETIVOS.....	26
4. ESTADO DEL ARTE	27
4.1 TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	27
4.1.1 Teorías basadas en mercados de capitales perfectos.....	27
4.1.1.1 Teoría Tradicional	27
4.1.1.2 Teoría de Irrelevancia	28
4.1.2 Teorías basadas en mercados de capitales imperfectos	30
4.1.2.1 Corrección teoría de Irrelevancia	30
4.1.2.2 Modelo de Miller (1977).....	31
4.1.2.3 Costos de Agencia.....	32
4.1.2.4 Teoría de la información asimétrica	33
4.1.2.5 Teoría del Trade-off o de equilibrio de la estructura de capital	35
4.1.2.6 Teoría de jerarquía de preferencias (Pecking Order).....	37
4.2 TENDENCIAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	38
4.2.1 Tendencias internacionales	38
4.2.2 Tendencias nacionales.....	44
4.3 SECTOR DE CONFECCIONES EN COLOMBIA.....	48
4.3.1 Economía y productividad en Colombia	48
4.3.1.1 Oferta en Colombia	49
4.3.1.2 Demanda en Colombia.....	52
4.3.2 Desarrollo histórico del sector textil y de confecciones.	54
4.3.3 Localización geográfica del sector.....	55
4.3.4 Contribución del sector al empleo industrial	56
4.3.5 Exportaciones del sector.....	56

4.3.6 Importaciones del sector.....	57
4.3.7 Sector industrial y de confecciones en Santander Economía y productividad de Santander.....	57
4.3.8 Subsector de confección de prendas de vestir del Área Metropolitana de Bucaramanga	59
4.4 DESCRIPCIÓN DE LAS PYMES EN COLOMBIA Y SU SITUACIÓN ACTUAL.....	63
5. RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIMARIA.....	70
5.1 PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN	70
5.1.1 Objetivo General	70
5.1.2 Objetivos Específicos	70
5.1.3 Preguntas de la investigación.....	70
5.1.4 Hipótesis	70
5.1.5 Diseño Muestral	71
5.1.5.1 Definición de la población objetivo	71
5.1.5.2 Determinación del marco de muestreo	71
5.1.5.3 Elección técnica de muestreo	71
5.1.5.4 Tamaño de la muestra	71
5.2 RESULTADOS OBTENIDOS DE LA APLICACIÓN DEL INSTRUMENTO .	72
5.2.1 Resultados de la tabulación.....	72
5.2.2 Resultados de las relaciones de dependencia	79
6. ESTADO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES DEL SECTOR DE CONFECCIONES DEL ÁREA METROPOLITANA DE BUCARAMANGA	92
6.1 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO	92
6.2 COSTO DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN	96
6.3 OFERTA CREDITICIA DE ENTIDADES FINANCIERAS	98
7. MODELO DEL TRADE OFF	106
7.1 AHORRO FISCAL POR TENENCIA DE DEUDA	106
7.2 COSTOS DE QUIEBRA.....	107
7.2.1 Costo por proceso de reorganización.....	108
7.2.1.1 Honorarios del promotor	110

7.2.1.2 Costos indirectos de la quiebra.....	112
7.2.1.3 Costos de agencia.....	113
7.2.2 Costo por proceso de liquidación	114
7.2.2.1 Honorarios del liquidador.....	116
7.2.2.2 Pago por el servicio de avalúo al perito.....	117
7.2.2.3 Costo de los contadores para los diferentes procesos.....	120
7.3 PROBABILIDAD DE QUIEBRA	122
7.4 ECUACIÓN DEL MODELO	125
7.5 RESULTADOS DE LA APLICACIÓN DEL MODELO.....	125
7.6 ANÁLISIS ESTADÍSTICO	127
8. CONCLUSIONES	¡Error! Marcador no definido.
9. RECOMENDACIONES.....	136
BIBLIOGRAFÍA	139
ANEXOS.....	139

LISTA DE GRÁFICAS

Gráfica 1. Costos de agencia y estructura de capital óptima	33
Gráfica 2. Trade off y estructura óptima.....	35
Gráfica 3. Variación porcentual del PIB entre el año acumulado de enero a septiembre de 2013 y el mismo periodo de 2012	50
Gráfica 4. Comportamiento del sector de Industria manufacturera en los últimos años.....	51
Gráfica 5. Ventas del sistema de la moda en Colombia.....	54
Gráfica 6. Participación sectorial en la producción bruta de confecciones en Colombia.....	56
Gráfica 7. Comportamiento de la industria y el comercio santandereano a lo largo de los últimos años.	58
Gráfica 8. Edad empresarial de las industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga.	60
Gráfica 9. Cantidad de industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga que se han constituido en lo corrido de los últimos años.	61
Gráfica 10. Cantidad de industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga que han sido canceladas en lo corrido de los últimos años.	61
Gráfica 11. Clasificación por tamaño de las empresas de industria manufacturera de confección.....	62
Gráfica 12. Clasificación por tipo jurídico de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera de confección	62
Gráfica 13. Histórico del comportamiento de los activos desde el año 2010 hasta el 2013.....	63
Gráfica 14. Tamaño de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga.....	72
Gráfica 15. Edad de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga.....	73

Gráfica 16. Conocimiento del valor de la empresa.....	73
Gráfica 17. Empresas que han recurrido al endeudamiento como forma de financiación.....	74
Gráfica 18. Criterios en los que se basan los empresarios para determinar el monto de la deuda	74
Gráfica 19. Razones que llevan a los empresarios a adquirir deuda	75
Gráfica 20. Porcentaje actual de activos financiados con deuda (excluyendo proveedores).....	75
Gráfica 21. Porcentaje de deuda con proveedores	76
Gráfica 22. Fuentes de financiamiento.....	76
Gráfica 23. Razones para desistir de adquirir deuda	77
Gráfica 24. Porcentaje habitual de Utilidad Neta repartida a los socios.....	77
Gráfica 25. Porcentaje de Utilidad Neta repartida a los socios el periodo pasado	78
Gráfica 26. Rentabilidad esperada sobre la inversión.....	78
Gráfica 27. Criterios para determinar el monto de la deuda vs Tamaño	79
Gráfica 28. Fuentes usadas para la financiación vs Tamaño.....	80
Gráfica 29. Fuentes usadas para la financiación vs Endeudamiento.....	82
Gráfica 30. Porcentaje real entregado a los socios vs Endeudamiento	83
Gráfica 31. Porcentaje de deuda vs Razones para adquirir deuda	84
Gráfica 32. Porcentaje de deuda vs Fuentes usadas para la financiación.....	85
Gráfica 33. Porcentaje de utilidad neta repartida a los socios vs Fuentes usadas para la financiación	86
Gráfica 34. Criterios para determinar el monto de la deuda vs Rentabilidad esperada sobre la inversión.....	87
Gráfica 35. Disposición a modificar el monto de deuda vs Criterios para determinar el monto de la deuda	89
Gráfica 36. Disposición a modificar el monto de deuda vs Razones para adquirir deuda.....	90
Gráfica 37. Disposición a modificar el monto de deuda vs Fuentes usadas para la financiación.....	91

Gráfica 38. Costo promotor en función de activos	112
Gráfica 39. Costo del liquidador en función de los activos.....	117
Gráfica 40. Costo del perito en función de los Activos	120
Gráfica 41. Salario promedio mensual contador empresa mediana en Colombia	122
Gráfica 42. Probabilidad de Reorganización	124
Gráfica 43. Probabilidad de Liquidación.....	124

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Variaciones del PIB respecto a los periodos más recientes.	49
Tabla 2. Variación porcentual de la participación de cada actividad económica en el tercer trimestre de 2013 respecto al mismo periodo de 2012.	50
Tabla 3. Variación porcentual de la Industria manufacturera en los trimestres más recientes.	52
Tabla 4. Variaciones de la oferta y demanda final entre el año acumulado de enero a septiembre de 2013 respecto a 2012.....	52
Tabla 5. Variación de consumo de los hogares por finalidad	53
Tabla 6. Resultados principales de los subsectores en Santander para el año 2013.....	59
Tabla 7. Indicadores de endeudamiento del sector de confecciones a nivel Nacional.....	93
Tabla 8. Indicadores de endeudamiento del sector de confecciones a nivel Santander	93
Tabla 9. Indicadores de endeudamiento del sector estudiado	93
Tabla 10. Costo de capital de las empresas del sector de confecciones expresado en%.	97
Tabla 11. Ejemplo ahorro fiscal	107
Tabla 12. Categorías deudor selección promotor proceso de reorganización.....	111
Tabla 13. Categorías deudor honorarios mensuales del promotor proceso de reorganización	111
Tabla 14. Categorías deudor honorarios liquidador proceso de liquidación	117
Tabla 15. Tabla base para el cálculo de las probabilidades	123
Tabla 16. Probabilidad de procesos de insolvencia según nivel de deuda.....	123
Tabla 17. Resultados aplicación del modelo	126

LISTA DE ANEXOS

ANEXO A. Diseño del instrumento	148
ANEXO B. Instrumento para la recolección de la información primaria.....	156
ANEXO C. Resultados relaciones de dependencia procedimiento Ji cuadradoStatgraphics	164
ANEXO D. Indicadores financieros.....	278
ANEXO E. Cálculo del costo de capital	281
ANEXO F. Gráficas Costo de la deuda vs. Deuda y Aumento en el valor de la empresa.....	283
ANEXO G. Pruebas estadísticas para los resultados del modelo.....	304

RESUMEN

TÍTULO: DIAGNÓSTICO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS PYMES DEL SECTOR DE CONFECCIONES DEL ÁREA METROPOLITANA DE BUCARAMANGA.*

AUTORAS: CHINCHILLA GÓMEZ, María Camila
RANGEL SUÁREZ, Angélica María**

PALABRAS CLAVE: ESTRUCTURA FINANCIERA, PYMES, SECTOR MANUFACTURERO DE CONFECCIONES, TEORÍA DEL TRADE-OFF, APALANCAMIENTO FINANCIERO.

DESCRIPCIÓN:

Basado en la importancia del sector de PyMEs de confecciones de prendas de vestir de la industria manufacturera del Área Metropolitana de Bucaramanga, el siguiente libro presenta un estudio inicial acerca de las teorías financieras y la situación actual del sector específico, lo cual evidencia la reciente crisis industrial en la región y permite entrever la importancia que requiere el mejoramiento de la cultura financiera, dando lugar a un diagnóstico enfocado hacia los indicadores de endeudamiento que reflejan el nivel y tipo de endeudamiento que dichas empresas manejan, asimismo, un análisis sobre los costos que sus fuentes de financiación representan dentro de su estructura financiera. Lo anterior permite concluir que las empresas de este sector poseen un elevado nivel de apalancamiento interno, se financian a través del corto plazo y los proveedores son su fuente clave de financiación, a pesar de no recibir de estos últimos un beneficio tributario y representar tasas muy elevadas. Los costos de financiación hallados son contrastados con las condiciones que las entidades financieras ofrecen actualmente al sector en estudio, a pesar del riesgo que el sector representa; el acceso, el bajo costo respecto a otras fuentes y el escudo fiscal, son ventajas que proporciona el endeudamiento con las entidades financieras. Finalmente, después de una amplia exploración de las teorías financieras es posible aplicar el modelo propuesto por la teoría del Trade-Off de Miller y Modigliani, ajustado a las condiciones legales y prácticas colombianas relacionadas con las empresas en estudio, evidenciando la gran diferencia entre la realidad y la teoría sobre el nivel de apalancamiento financiero y los factores que contribuyen en la variabilidad del nivel de endeudamiento sugerido para el sector.

* Proyecto de Grado

** Facultad de Ingenierías Fisicomecánicas. Escuela de Estudios industriales y empresariales.
Directora: PhD Olga Patricia Chacón Arias

ABSTRACT

TITLE: DIAGNOSIS OF THE FINANCIAL STRUCTURE OF THE SMES BUCARAMANGA METROPOLITAN AREA APPAREL SECTOR.*

AUTHORS: CHINCHILLA GÓMEZ, María Camila
RANGEL SUÁREZ, Angélica María**

KEYWORDS: FINANCIAL STRUCTURE, SMALL AND MEDIUM SIZED COMPANIES, GARMENT MANUFACTURING SECTOR, TRADE-OFF THEORY, FINANCIAL LEVERAGE.

DESCRIPTION:

Based on the importance of the small and medium sized companies sector of garment manufacture of the Manufacturing Industry of the Metropolitan Area of Bucaramanga, the following book presents an initial study about the financial theories and the current situation of the specific sector, which shows the recent industrial crisis in the region and allows a glimpse of the importance that the financial literacy improving requires, giving rise to a diagnostic focused on debt indicators that reflect the level and kind of debt such companies manage, also, an analysis about the costs its funding sources represent within its financial structure. This leads to the conclusion that companies in this sector have high intern leverage, are financed through short-term and the suppliers are their key funding source, despite not receiving tax benefit and being a high cost rate. The found financing costs are compared with the costs that financial institutions currently offer to the studied sector, besides a description of the access and service from the institutions to this specific client, resulting that the financial institutions offer credit services with certain restrictions to these companies due to the risk that the sector actually represents; however, the access, the low cost compared with other funding sources and the tax shield, are advantages that financial institutions debt provides. Finally, after a wide exploration about financial theories, it is possible to apply a model proposed by the Trade-Off theory of Miller and Modigliani, settled to Colombian legal and practical conditions, related to the companies in study, evidencing the great difference between reality and theory about the financial leverage level and the financial factors that contribute to the debt level suggested to the sector.

* Bachelor Thesis

** Faculty of Engineering physicomechanical. School of Industrial and Business Studies. Directed by Olga Patricia Chacón Arias PhD

INTRODUCCIÓN

La creciente globalización de la economía en las últimas décadas ha traído consigo cambios en la estructura económica y social del territorio nacional, los mercados internacionales demandan cada día mayor exigencia de competitividad para las empresas del país, lo cual estimula y hace necesaria la búsqueda de innovaciones, cambios y métodos de las unidades productivas para enfrentar los desafíos mundiales.

Colombia como país en vía de desarrollo basa gran parte de su crecimiento en las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs), estas empresas sirven como campo de estudio para el desarrollo de habilidades técnicas y empresariales, lo cual promueve el dinamismo y la competitividad de la economía. Además, el crecimiento de las MIPyMEs trae consigo la generación de empleo, favoreciendo positivamente el crecimiento del país, por lo cual se hace de vital importancia enfocar los estudios a esta economía con el fin de ayudar a los emprendedores empresarios a surgir en el mercado y mantenerse en el mismo.

En el caso particular de las PyMEs, los empresarios de Bucaramanga y Colombia en general toman sus decisiones financieras a partir de los parámetros que ellos mismos han fijado de acuerdo a su experiencia en el desarrollo del negocio. Por ello, la atención de los propietarios y administradores de las PYMES se ha focalizado en la realización de estudios centrados en modelos de aumentos de la productividad, descuidando así la importancia de la definición adecuada sobre la estructura financiera sin tener en cuenta el costo de las diferentes fuentes de financiación de la empresa como factor que permita la solidez y crecimiento de la misma.

Los accionistas y gerentes de las empresas, en ocasiones prefieren financiar sus activos con capital propio, ignorando de esta forma los beneficios tributarios que otorgan las diferentes fuentes de financiación y por otro lado se encuentra la

adquisición de créditos desproporcionados sin pensar en el flujo de caja y riesgo de quiebra que estos créditos traen consigo.

Inicialmente este documento presenta generalidades sobre las teorías de estructura de capital propuestas a lo largo de la historia, paso seguido se señalan las tendencias internacionales y nacionales de la estructura de capital, y de esta manera se relacionan y dan a conocer las características de las PyMEs y el comportamiento del sector involucrado en la actualidad.

En la segunda sección de esta investigación se describe el desarrollo del instrumento utilizado para la recolección de información junto con el análisis estadístico de los resultados obtenidos por medio del mismo.

La tercera sección, plantea un diagnóstico de la situación de endeudamiento de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, determinando las fuentes de financiación más costosas y las menos utilizadas por la inestabilidad que el sector presenta, además, se indaga sobre la oferta crediticia para el sector de algunas entidades financieras.

En la siguiente etapa del libro se explora la teoría del Trade-off sugiriendo un modelo basado en el entorno colombiano y más específicamente en el comportamiento del sector estudiado, lo cual limita de manera radical la aplicación del modelo.

La última sección de este documento presenta una serie de conclusiones como resultado de los principales aspectos encontrados durante el desarrollo de esta investigación, planteando algunas recomendaciones las cuales pretenden aportar elementos para decidir sobre la estructura de financiación de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga.

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En los últimos años en los que la globalización es uno de los factores más relevantes en el desarrollo y competitividad industrial, se han llevado a cabo estudios de todo tipo, en los cuales el objetivo se concentra en asignar los recursos efectivamente, con el fin de reducir costos y alcanzar una posición significativa que permita incrementar el valor de la empresa. Es por esto que se da lugar a las teorías financieras que revolucionan el mundo industrial y permiten que las empresas puedan reconocer la importancia de la estructura financiera, como base previa para el mejoramiento de los procesos internos y el uso eficiente de los recursos¹.

Estas teorías parten de las teorías clásicas, la tesis tradicional y la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958), seguidas por la teoría de relevancia, en la que estos mismos autores se retractan, debido a conclusiones relacionadas con los impuestos y ventajas fiscales por deuda². Posteriormente, otros autores regresan a la tesis de irrelevancia al considerar que los beneficios por deuda son parciales y que los efectos clientela son causados por imperfecciones del mercado³. Del mercado imperfecto se generan la teoría de irrelevancia, del Trade-off y de Pecking Order, las cuales incluyen impuestos, costos por dificultades financieras, costos de agencia e información asimétrica, entre otros⁴.

Por la complejidad de las teorías descritas anteriormente, la estructura financiera no es un tema de fácil manejo, principalmente cuando en la práctica, los

¹ RIVERA GODOY, Jorge Alberto. Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. Estructura financiera. [en línea]. Cuad. Adm. Bogotá (Colombia), 20 (34):191-219, julio-diciembre de 2007.

² RIVERA GODOY, Jorge Alberto. Teoría sobre la estructura de capital. Estudios Gerenciales, Universidad ICESI. [en línea]. 31-59.

³ BUSTOS GISBERT, Antonio y PEDRAJA CHAPARRO, Francisco. Doble imposición, "Efecto clientela" y aversión al riesgo. Colección de Papeles de trabajo del Instituto de Estudios Fiscales. [en línea].

⁴ BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg A. y KIM, E. Han. On the existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. The journal of finance. [en línea: librería virtual UIS]. Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, Diciembre 28-30, 1983 (Jul., 1984), 857-878.

conocimientos, los recursos, el tiempo y demás, son limitaciones comunes en las empresas, y más aún en las PyMEs⁵.

La estructura financiera óptima debe considerar una amplia variedad de factores que en algunos estudios han sido demostrados individualmente o de manera general en áreas particulares como Latinoamérica, países en vía de desarrollo y países pertenecientes al G7, de forma teórica o empírica, pero que en la realidad, debido a la variedad de combinaciones de estos factores, ninguna aproximación se asemeja a la peculiaridad de cada empresa, por lo que es posible asegurar que cada empresa posee un nivel óptimo de apalancamiento interno, es decir, una estructura financiera óptima particular⁶. Es por esto que se deben analizar estructuras financieras de origen muy similar para obtener conclusiones relevantes, más no óptimas a nivel general⁷.

En Colombia, el tema de la estructura financiera se puede analizar desde la perspectiva de las fuentes de información disponibles hasta ahora. De acuerdo con la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), los principales problemas que enfrentaron las PyMEs manufactureras en el segundo semestre de 2013 para su desarrollo, fueron la falta de demanda, la rotación de cartera, el capital de trabajo insuficiente y el costo de los insumos; específicamente el sector confecciones registra valores negativos en las puntuaciones referentes al volumen producido, nivel de pedidos, márgenes de utilidad y número de trabajadores. A pesar de esto, la situación económica general del sector de confecciones presenta un registro positivo muy elevado en lo que respecta a inversión en maquinaria y equipo y costos de producción⁸.

⁵ MAYORGA SÁNCHEZ, José Zacarias. La estructura financiera óptima en las PYMES del sector industria de la ciudad de Bogotá. [en línea]. Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables, Universidad Libre, Colombia.

⁶ DEANGELO, Harry y MASULIS, Ronald W. Optimal Capital Structure under corporate and personal taxation. Estructura financiera. [en línea librería virtual UIS].1978-1979.

⁷ RAGHURAM GOVINDA., Rajan y ZINGALES, Luis. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The journal of finance. [en línea librería virtual UIS]. Vol. 50, No. 5 (Dic., 1995), 1421-1460.

⁸ ANIF, Centro de estudios económicos. La gran encuesta PYME. Segundo semestre de 2013. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en < <http://anif.co/encuesta-pyme>>

Por medio de un promedio histórico es evidente que el nivel de endeudamiento de las PyMEs en Colombia ha aumentado respecto a los años anteriores, a pesar de que en el último año debido a la situación industrial se presencié una contracción económica, la tendencia principal ha sido de crecimiento, lo que indica que estas empresas están considerando el endeudamiento como una opción de apalancamiento y fortalecimiento financiero⁹.

Ante este reciente impulso de adquisición de financiamiento, las PyMEs han tomado algunas acciones de mejoramiento¹⁰. Sin embargo, las ampliaciones a mercados extranjeros no han tenido mayor progreso a nivel PyME de Santander, a pesar de los nuevos tratados y posibilidades de expansión principalmente a nivel Suramericano¹¹.

Según estudios acerca de las tendencias internacionales, las empresas suelen autofinanciarse para realizar sus operaciones¹², estas hacen uso de ratios de deuda-capital muy bajos, por lo general menores que uno, sin importar las altas tasas impositivas¹³. Por el contrario, estudios realizados a empresas pertenecientes a Latinoamérica concluyen que estas prefieren contraer deuda y gozar de los beneficios que esta implica¹⁴. Generalmente el pasivo en Colombia, corresponde en menor proporción a las Obligaciones Financieras y recientemente en mayor proporción a los compromisos con Proveedores¹⁵. Además, tanto en

⁹ ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. Con el apoyo de: Banco Caja Social. Actualidad PYME. Dinámica Industrial: El caso del segmento PYME. Septiembre de 2011. No.39. ISSN 1909-6100. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://anif.co/actualidad-pyme>>

¹⁰ ANIF. Op. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013.

¹¹ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360, Portal de información económica y financiera. Perfil de las empresas Exportadoras Santandereanas. Marzo 2012. Número 96. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.compitem360.com/Indicadores/Publicaciones/Perfil-de-las-empresas-exportadoras-santandereanas.aspx>>

¹² BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Companies 2003. Séptima Edición [en línea].

¹³ RIVERA GODOY. Op. cit. p. 191-219

¹⁴ MONGRUT, Samuel, et al. Explorando las teorías de Estructura de Capital en Latinoamérica. Escuela de Graduados, Tecnológico de Monterrey, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP). Departamento de Industrias, Universidad Técnica Federico Santa María. [en línea].

¹⁵ WADNIPAR HERAZO, Sandra Milena y CRUZ MERCHÁN, Juan Sergio. Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. Escuela de Ingeniería de Antioquia. Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 1.p.23-44-. Medellín, enero de 2008. [en línea].

Colombia como mundialmente se considera que la emisión de acciones disminuye el valor de la empresa¹⁶. Sin embargo, el factor más relevante al momento de seleccionar entre las diferentes alternativas de financiación que se presentan en el mercado es la complejidad en la adquisición de la fuente, no los beneficios tributarios o costos inherentes a ella¹⁷.

Con lo anterior surge la pregunta de si las PyMEs en Colombia, específicamente del sector confecciones en el Área Metropolitana de Bucaramanga, poseen una estructura de capital óptima para sus condiciones, limitaciones y requerimientos; pues no existe una regla general para el desarrollo de la estructura de capital óptima de una empresa, pero siendo esta una agrupación muy representativa a nivel regional, los efectos de una estructura de capital sugerida podrían generar un impacto positivo a nivel económico y social mejorando la calidad de vida de los habitantes y el desarrollo y sostenibilidad de la región¹⁸.

Actualmente esta agrupación representa una importante cifra para el PIB de Santander, el cual está representado en un 27,6% por el sector industrial al que pertenece el subsector confecciones¹⁹, cifra que venía creciendo anteriormente, sin embargo ha ido deteriorándose en el último año, tal como lo demuestran los indicadores económicos de Santander con un crecimiento del 23,9% a 2012²⁰ y del -13,71% a 2013²¹.

¹⁶ ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. Con el apoyo de: Banco de la República, BID y Bancóldex. La gran encuesta PYME. Informe de resultados. Segundo semestre 2012. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en: <<http://anif.co/encuesta-pyme>>

¹⁷ BOOTH, Laurence, et al. Capital Structures in Developing Countries. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 1 (Feb., 2001), 87-130. [en línea].

¹⁸ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Sistema Financiero en Santander Año 2011. Actualidad Económica. Marzo de 2012-Número 97. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

¹⁹ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Producto Interno Bruto Santander 2011. Actualidad Económica. Octubre de 2012-Número 102. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en: <<http://www.compite360.com/getattachment/e6f26b38-5faa-49c3-9c7c-ef9f3031c0a8/Producto-Interno-Bruto-de-Santander-2011.aspx>>

²⁰ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Indicadores Económicos de Santander. Octubre 2012. Número 70. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

²¹ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. ADN Sectorial. Reporte Sectorial. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

Por todas estas razones, se plantea la necesidad de desarrollar un diagnóstico de la estructura financiera de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, para definir el estado de endeudamiento real del sector específico e identificar una estructura financiera sugerida por medio de un modelo ajustado al contexto, y así comparar y concluir en base a valores reales vs. teóricos²².

²² ROSS, Stephen A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. The Bell Journal of Economics. Vol. 8, No. 1 (Primavera, 1977), pp. 23-40. Publicado por: The RAND Corporation. [en línea].

2. JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO

Este proyecto, permitirá a las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, obtener una idea clara sobre la realidad de la estructura financiera de sus empresas y sus posibles efectos, respecto a niveles sugeridos por la teoría, los cuales sirven como indicadores.

Además, esto puede acercar un poco más a las empresas y al público en general hacia el reconocimiento de la importancia de la estructura financiera y así persuadir a los involucrados del sector a considerar las diferentes opciones y herramientas existentes relacionadas con el desarrollo empresarial financiero, ya sea a través de un estudio financiero, la creación de un departamento o área financiera dentro de la organización, la constante actualización acerca del tema financiero por medio de revistas, capacitaciones, informes de la Cámara de Comercio, etc.

También, el reconocimiento de las teorías financieras, las cuales ofrecen una amplia variedad de aplicaciones y nuevas formas de estudio de diferentes problemáticas, sectores o circunstancias de la realidad empresarial, genera oportunidades de ampliar y profundizar los conocimientos y perspectivas de los involucrados del sector con el área financiera, con el objetivo permanente de optimizar el manejo de los recursos e impulsar el crecimiento de sectores de gran importancia para la región y el país en general, como el sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga.

La concientización de la realidad de la estructura financiera vs. la teoría también permite la identificación de aquellos factores positivos y negativos que ofrece el entorno específico, la ubicación geográfica de la región del Área Metropolitana de Bucaramanga, las políticas financieras ofrecidas por el gobierno nacional y regional, el direccionamiento estratégico y desarrollo financiero de las empresas orientado por sus administradores quienes se encargan de tomar decisiones basadas en razones de diferente índole.

3. OBJETIVOS

Objetivo General:

Desarrollar un diagnóstico sobre el costo de las fuentes de financiación de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga para analizar su relación con la estructura de costo de financiamiento.

Objetivos Específicos:

- Conformar el estado del arte por medio de una bibliometría.
- Contrastar el estado de las PyMEs en el 2012 y las teorías sobre la estructura de financiamiento.
- Explorar el estado de endeudamiento de la PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga en el año 2012.
- Explorar la estructura financiera sugerida por el modelo de Trade-off.
- Elaborar un artículo de carácter publicable que contenga los resultados obtenidos del estudio realizado.

4. ESTADO DEL ARTE

4.1 TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Se ha establecido un debate en torno a la existencia de una estructura de capital óptima, los primeros estudios sobre estructura de capital se basaron en mercados perfectos, estudios posteriores analizaron las características de mercados imperfectos, de cuyo contexto surgen teorías, como la teoría de irrelevancia de Miller, teoría del Trade-off y la teoría de la jerarquía de preferencias.

Las tres características principales que diferencian a los mercados perfectos de los imperfectos son:

- Las sociedades y los inversores pueden comerciar un mismo conjunto de valores a un precio de mercado igual al valor presente neto (VPN) de sus flujos de efectivo futuros proyectados.
- No se asocian costos de transacción o de emisión, ni impuestos a la comercialización de los valores.
- Las decisiones de financiamiento que una empresa pueda manejar, no revelan información acerca de las empresas o sus inversiones, ni cambian los flujos de efectivo.

4.1.1 Teorías basadas en mercados de capitales perfectos

4.1.1.1 Teoría Tradicional²³: La teoría de capital tradicional sugerida por Graham y Dood (1940), Durand (1952), Guthman y Dougall (1955), Schwartz (1959), basada en el supuesto de mercados perfectos, considera la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un apalancamiento financiero moderado, esto con el fin de disminuir el costo promedio de capital y así incrementar el valor de la empresa.

²³ ZAMBRANO VARGAS, Sandra Milena y ACUÑA CORREDOR, Gustavo Adolfo. Estructura de capital. Evolución teórica. En: Criterio Libre. Vol. 9, No. 15 (julio-diciembre, 2011); p. 81-102.

Durand (1952) con el trabajo “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”. Expande la creencia de que un uso moderado de la deuda aumenta el valor de la firma disminuyendo el costo de capital.

4.1.1.2 Teoría de Irrelevancia: Modigliani y Miller (MM) (1958)²⁴ se consideran los pioneros de la teoría moderna sobre la importancia que tiene la estructura de capital en la determinación del valor de la empresa, su planteamiento supone que el costo de capital medio ponderado y el valor de la empresa son totalmente independientes, demostrando bajo determinadas hipótesis, que la elección de la política financiera es irrelevante para el valor de la empresa y el costo de capital de la misma, afirmando que no existe una estructura o política de capital óptima.

Las tres proposiciones de MM (1958) son²⁵:

Proposición I: El valor del mercado de una empresa (V) en un mercado de capitales perfectos es independiente de su estructura financiera, es decir que el valor de una empresa está dado por su proyección de ganancia y del riesgo de sus activos y no por cómo se financian los mismos²⁶.

$$(1) \quad V = S + 2D = \bar{X}/K_0$$

Dónde: S es el valor de mercado del capital propio, D es el valor de mercado de la deuda, \bar{X} es el beneficio esperado por la empresa antes de intereses e impuestos y K_0 es el costo de capital medio ponderado.

²⁴ MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. En: The American Economic Review. Vol. 48, No. 3 (1958); p. 261-297.

²⁵ FORNERO, Ricardo A. Las primeras proposiciones de Modigliani y Miller. Algunos apuntes en ocasión de los 50 años de su formulación. En: Sociedad Argentina Docentes en Administración Financiera. Vol.3; p. 107-123.

²⁶ MODIGLIANI. y MILLER, Op. cit., p. 261-297.

Por tanto se asume que el valor de la compañía es el mismo (V , valor de la empresa en el mercado): $V_U = V_L$ (Considerando una empresa U , no apalancada y una empresa L apalancada).

Proposición II: El rendimiento deseado de una acción de capital es equivalente a la tasa de capitalización de una empresa de su clase financiada sólo con capital propio, más un agregado relacionado con el riesgo financiero, en otras palabras, el costo de capital propio es una función creciente del endeudamiento, y el efecto de la mayor ganancia para los accionistas que resulta de obtener fondos con menor costo se anula en el mayor rendimiento requerido por el mercado frente al endeudamiento que se adquiere.

$$(2) \quad K_e = K_o + (K_o - K_i)D/S$$

Dónde: K_e es el costo de capital propio y K_i es el tipo de interés nominal de la deuda.

Proposición III: Una empresa, aceptará una oportunidad de inversión sólo si la tasa de rendimiento del proyecto es igual o mayor que la tasa de capitalización y completamente independiente del tipo de títulos manejados para financiar la inversión. De modo semejante se dice que cualquiera que sea el financiamiento utilizado, el costo marginal de capital de una empresa es igual al costo medio de capital, el cual a su vez es igual a la tasa de capitalización para un flujo de ganancias sin endeudamiento en la clase a la que pertenece la empresa.

El desarrollo de esta teoría se ha basado en supuestos tales como no tener en cuenta los impuestos sobre las utilidades, interpretada como una interferencia del Estado en el libre juego del mercado, proporcionando la oportunidad a las empresas de beneficiarse del pago de los impuestos²⁷, además, como segunda imperfección, se tiene el planteamiento en las proposiciones I y II basadas en mercados de capitales perfectos, donde el apalancamiento no tiene efecto alguno

²⁷ RIVERA GODOY. Op. cit. p. 191-219

sobre el valor de la empresa o su costo de capital; dichas imperfecciones llevan a reestructurar el modelo de MM.

4.1.2 Teorías basadas en mercados de capitales imperfectos

4.1.2.1 Corrección teoría de Irrelevancia: MM (1963)²⁸ dieron marcha atrás a sus preliminares conclusiones, y reconocen la existencia de beneficios sobre los impuestos, introduciendo en su modelo inicial los impuestos de sociedades concluyendo que el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas crecen cuando aumenta el nivel de endeudamiento. Esta corrección, arroja como resultado una política óptima de endeudamiento radical, dado por la ventaja fiscal: todas las empresas deberían financiarse 100% con deuda.

Con las correcciones hechas²⁹ y teniendo en cuenta el beneficio de una empresa endeudada después de impuestos y antes de intereses, \bar{X}_t , se tiene:

$$(3) \quad \bar{X}_t = \bar{R} + K_i D$$

Dónde \bar{R} es la utilidad neta esperada después de impuestos en una empresa con deuda, entonces:

$$(4) \quad \bar{X}_t = \bar{X}(1 - t) + K_i D$$

El valor de una empresa sin apalancamiento (V_u), es:

$$(5) \quad V_u = \bar{X}(1 - t)/K_o t$$

Dónde $K_o t$ es la tasa a la que el mercado capitaliza los beneficios ajustados por impuestos a una compañía sin deuda.

²⁸ OTERO GONZÁLEZ, Luis A, FERNÁNDEZ LÓPEZ, Sara y VIVEL BÚA, Milagros. La estructura de capital de la PYME: Un análisis empírico. [en línea]. Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino hacia el futuro. Universidad de Santiago de Compostela. Ayala Calvo, J.C. y grupo de investigación FEDRA.

²⁹ MILLER, Merton H. y MODIGLIANI, Franco. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. En: American Economic Association. Vol. 53, No. 3 (junio, 1963). p. 433-443.

El valor de una empresa apalancada(VI), se tiene:

$$(6) \quad VI = \bar{X}(1 - t)/K_0t + tD$$

Reemplazando la ecuación (5) en la (6), se tiene:

$$(7) \quad VI = Vu + tD$$

De esta forma se reemplaza la proposición I de la siguiente manera:

$$(8) \quad \bar{X}t/VI = K_0t - t(K_0t - K_i)D/VI$$

Y la proposición II:

$$(9) \quad \bar{R}/SI = K_0t + (1 - t)(K_0t - K_i)DI/VI$$

4.1.2.2 Modelo de Miller (1977): Posteriormente, Miller (1977)³⁰ consideró que el valor de la empresa dependerá del efecto no sólo de los impuestos, sino también de los que gravan las rentas percibidas por los accionistas y acreedores, afirmando que el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas crecen cuando aumenta el nivel de endeudamiento, es decir, existe un ratio óptimo de endeudamiento para el sistema empresarial en su conjunto. En otras palabras, conforme una empresa eleva su nivel de deuda, aumenta el costo de capital accionario, lo que refleja el mayor rendimiento requerido por los accionistas debido al aumento en el riesgo que impone la deuda adquirida.

DeAngelo y Masulis (1979)³¹ plantean la existencia de otros beneficios fiscales tales como la depreciación contable, las reservas y los créditos tributarios, en este caso los escudos tributarios podrían estar relacionados negativamente con la deuda, debido a que la empresa no tiene claro de qué monto de protección fiscal por interés puede beneficiar a la empresa.

³⁰ OTERO GONZÁLEZ., FERNÁNDEZ LÓPEZ. y VIVEL BÚA. Op. cit.

³¹ DEANGELO y MASULIS. Op. cit.

4.1.2.3 Costos de Agencia: Una relación de agencia es un contrato donde el principal contrata a un agente para realizar algún servicio en su nombre, que involucra principalmente delegar una decisión y autoridad a dicho agente, es decir, el agente se desempeñará en nombre de la principal. Si ambas partes maximizan su utilidad, se asume que el agente no actúa bajo el interés del principal, generando los costos de agencia³².

Se definen los costos de agencia como la suma de³³:

1. Los costos de monitoreo por parte del principal: medir, observar, restricciones presupuestales, políticas de compensación, reglas de operación por parte del principal.
2. Los costos de limitación por parte del agente (recursos empleados por el agente para garantizar que él no va a realizar ciertas acciones que podrían perjudicar al principal o que el último será compensado si el agente realiza estas acciones).
3. La pérdida residual: El peso equivalente a la reducción en la riqueza experimentada por el principal debido a la divergencia de intereses.

Por otro lado, Jensen y Mecklin (1976)³⁴ plantean algunos de los conflictos que se pueden presentar entre los tres actores considerados (socios, administradores o directivos y acreedores):

- Conflicto de intereses entre accionistas y administradores: Se da por la separación entre propiedad y control, en especial porque los administradores no custodian el total de los beneficios reclamados por los accionistas, pero sí son ellos quienes asignan los flujos de caja libre, por lo tanto sus decisiones se inclinarán hacia su beneficio personal, como aumentar su prestigio o lograr mayores retribuciones económicas en vez de generar mayor valor a la empresa. La deuda se establece como alternativa para evitar dicho conflicto, ya que el pago

³² JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *En*: Journal of Financial Economics. Vol. 3, No. 4 (octubre, 1976). p. 305-360.

³³ SARMIENTO LOTERO, Rafael Y SALAZAR SANTANA, Mauricio. La estructura de financiamiento de las empresas: Una evidencia teórica y econométrica para Colombia 1997-2004. 2005. 153 p.

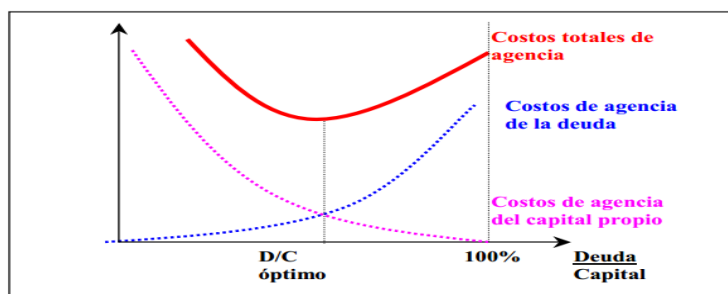
³⁴ JENSEN. y MECKLING., Op. cit., p. 305-360.

que se deriva de estas hace que los administradores se tornen algo más conservadores a la hora de realizar inversiones significativas.

- Conflicto de intereses entre accionistas y acreedores: Teniendo en cuenta que se presente una sustitución de activos, el problema se puede presentar por la transferencia de riqueza de prestamistas a accionistas o aumentar el grado de endeudamiento, afectando de esta forma a los acreedores con mayor antigüedad.

Por tanto, se puede afirmar que es posible hallar una estructura financiera óptima, como se muestra en la gráfica 1, que reduzca a su mejor expresión los problemas de agencia entre los grupos de interés y maximice el valor de la empresa, corroborando así el modelo de Jensen y Meckling (1976).

Gráfica 1. Costos de agencia y estructura de capital óptima



Fuente: Mp COPELAND, T.; WESTON, F. y SHASTRI, K. Financial Theory and Corporate Policy. Citado por: BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento PyMEs. Una revisión del pasado y presente. En: Múnich Personal RePEc Archive. (2006).

4.1.2.4 Teoría de la información asimétrica: Dada la información como elemento fundamental en las diferentes empresas y mercados financieros, definiendo así la información (que puede ser simétrica o asimétrica, perfecta o imperfecta, completa o incompleta) como un conjunto de variables observables entre uno o varios emisores y receptores, se plantea la hipótesis central como la asignación eficiente y la identificación de sectores productivos, a través de señales específicas del mercado como son los precios, actuando como una herramienta para regular las decisiones de los diferentes agentes lo que permite unificar

criterios en todos los mercados. Información asimétrica significa que los diferentes agentes en el mercado no tienen acceso al mismo nivel de información, dando paso a tres problemas: el riesgo moral, la selección adversa y el envío de señales³⁵.

La información asimétrica era una de las imperfecciones no contempladas en el planteamiento de Modigliani y Miller, esta plantea de forma general que los directivos poseen más información acerca de la situación de la empresa, por ello el resto de los agentes interpretan sus decisiones financieras como señales de la situación de la compañía, como se mencionó anteriormente. Según la teoría de las señales, la estructura de capital transmite información al mercado que puede señalar expectativas y alterar su percepción acerca del flujo de renta futura que generará la empresa, teniendo un impacto significativo sobre su valor. Dado que las empresas con sus decisiones de financiación están enviando señales al mercado, la misión de los directivos es hacer que esas señales sean lo menos perjudiciales posible³⁶.

Rajan (1995)³⁷ afirma que las empresas de mayor tamaño tendrán un menor efecto de asimetría de información, esto debido a que las grandes firmas tienen mayor presencia en los mercados financieros y de esta forma los costos de expresión de la deuda son menores.

Por otro lado Ross (1977)³⁸ afirma que la línea de asimetría de información hace dar un giro y ver a la deuda como una señal positiva y la emisión de acciones como señal negativa que los gerentes dan a los grandes accionistas sobre la capacidad de la empresa para generar flujos futuros, teniendo un impacto significativo sobre su valor en el mercado.

³⁵ SARMIENTO LOTERO. y SALAZAR SANTANA. Op. cit., p. 153.

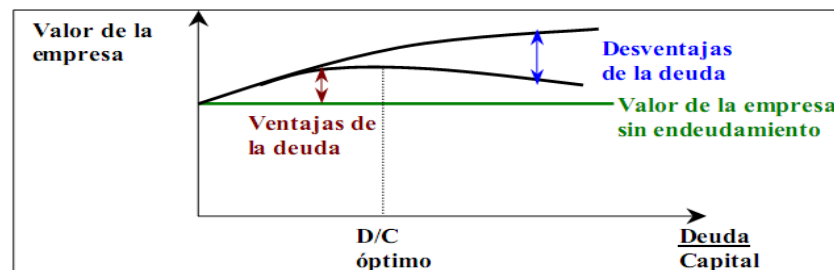
³⁶ OTERO GONZÁLEZ., FERNÁNDEZ LÓPEZ., VIVEL BÚA. Op. cit.

³⁷ RAGHURAM GOVIND y ZINGALES. Op. cit.

³⁸ JENSEN. Y MECKLING., Op. cit., p. 305-360.

4.1.2.5 Teoría del Trade-off o de equilibrio de la estructura de capital: La teoría del Trade-off, conocida como teoría estática, sostiene que las empresas buscan un equilibrio entre las ventajas (escudo fiscal por intereses) y desventajas (costos de dificultades financieras) del endeudamiento, limitando el teorema de MM 1963, con un ratio de deuda óptimo de apalancamiento que permite maximizar el valor en el mercado de la misma, como se muestra en la gráfica 2:

Gráfica 2. Trade off y estructura óptima.



Fuente: Mp COPELAND, T.; WESTON, F. y SHASTRI, K. Financial Theory and Corporate Policy. Citado por: BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento PyMEs. Una revisión del pasado y presente. En: Múnich Personal RePEc Archive. (2006).

En esta teoría se observa la deuda como efecto positivo o ventaja, que permite elevar el valor de la empresa apalancada con respecto a la no apalancada por el efecto del escudo fiscal entre otros, también se encuentra el efecto negativo derivado de la aparición de costos de insolvencia, desde este punto de vista, las decisiones que involucran el nivel de apalancamiento se pueden establecer como un punto de equilibrio entre el ahorro fiscal por los intereses pagados de la deuda y los posibles costos de insolvencia o quiebra que se derivan de los costos directos como los gastos legales, administrativos o contables y los costos indirectos como lo son las oportunidades perdidas por mala gestión financiera de los directivos como perder empleados clave, perder la confianza de los proveedores y clientes, entre otros.

Los factores relevantes considerados para esta teoría son:

- La existencia de impuestos personales, es decir que los impuestos personales pagados por el inversor contrarrestan el ahorro fiscal que tiene la empresa por la deuda, Miller (1977)³⁹.
- La incertidumbre del efecto fiscal, ya que si la deuda es riesgosa, el valor presente de los ahorros fiscales se vuelve incierto por la coexistencia de la probabilidad de quiebra. Si al aumentar el endeudamiento, aumenta la probabilidad de quiebra, la ventaja fiscal disminuye, ya que la empresa no puede concebir ventajas fiscales después de quiebra, Kim (1978), Brennan y Schwartz (1978). Pettit y Singer (1985) señalan que este efecto se evidenciaría fuertemente en el caso de las PyMEs⁴⁰.
- La existencia de otros escudos fiscales como los generados por la depreciación, las reservas, entre otros, en este caso los escudos tributarios podrían estar relacionados negativamente con la deuda, debido a que la empresa no tiene claro de qué monto de protección fiscal por interés se puede beneficiar⁴¹.
- La existencia de costos de quiebra, ya que a medida que aumenta la deuda en relación al capital de la empresa, aumenta la posibilidad de que esta sea incapaz de responder a sus obligaciones. Por tanto, frente al efecto positivo que supone el ahorro fiscal derivado del mayor endeudamiento, se encuentra el efecto negativo derivado de la aparición de costes de insolvencia, Kraus y Litzemberger (1973)⁴².
- Los costos de ajuste, la deuda, los impuestos y los costos de las dificultades financieras (costos de quiebra, los costos de agencia, el riesgo moral y los costos de contratación), se soportan en dos aspectos cualitativos, en primer lugar las empresas más arriesgadas deben pedir prestado menos cantidad de

³⁹ HAN KIM, E. Miller's Equilibrium, Shareholders leverage clienteles, and optimal capital structure. En: The Journal of Finance. Vol 37, No. 2, (Diciembre 28-30, 1981). p. 301-319.

⁴⁰ COPELAND, T.; WESTON, F. y SHASTRI, K. Financial Theory and Corporate Policy. Citado por: BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento. Una revisión del pasado y presente. En: Múnich Personal RePEc Archive. (2006).

⁴¹ LÓPEZ GARCÍA, José. Y SOGORB MIRA, Francisco. Testing and pecking order theories financing SMEs. En: Springer Science+Business. (2008).

⁴² KORTEWEG, Arthur. The Net Benefits to Leverage. En: The Journal of Finance. Vol 515, No. 6, (Diciembre 2010). p. 2137-2170.

dinero que otras en sus mismas condiciones, esto porque se corre el riesgo de no pago debido a la mayor variación en el mercado de los activos de la empresa. En segundo lugar, las firmas con mayor cantidad de activos tangibles deben pedir prestado menos que las que tienen gran cantidad de activos intangibles o tienen gran crecimiento, estas a su vez tienen más probabilidad de perder cuando hay riesgo de dificultades financieras, Myers (1984)⁴³.

4.1.2.6 Teoría de jerarquía de preferencias (Pecking Order): En un estudio Myers (1984), basándose en Myers y Majluf (1984), desarrolló la teoría de Pecking Order. Este modelo establece que la estructura de capital de las empresas estaría dictada por una jerarquización que surge si los costos de emitir instrumentos de financiamiento superan otros costos y beneficios de dividendos y deuda, Fama y French (2002)⁴⁴. De manera general, esta teoría afirma que no existe una estructura financiera óptima que logre alcanzar un punto de equilibrio entre los beneficios y desventajas de la deuda, sino que debido a los costos que conlleva la selección adversa, los directores o gerentes de las empresas buscan financiarse primero con recursos internos o también conocido como capital propio apalancado (utilidades retenidas) para evitar el problema de asimetrías de información que trae consigo la deuda, la siguiente fuente de financiación es la deuda (priorizando la deuda menos riesgosa) y por último, sólo si es muy necesario, a través del patrimonio debido a los altos costos de emisión de acciones y/o bonos, estas dos últimas opciones de financiamiento reciben el nombre de capital propio apalancado⁴⁵.

En conclusión, a diferencia de la teoría del Trade-off, la teoría del Pecking order denota la existencia de preferencias en las fuentes de financiamiento, en vez de postular la existencia de un índice de deuda óptimo, esta jerarquía establece como

⁴³ MYERS, Stewart C. y MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. En: Journal of Financial Economics. Vol. 13, (febrero, 1984). p. 187-221.

⁴⁴ MONGRUT. et al. Op. Cit. p. 163-184

⁴⁵ MYERS., Op. cit., p. 575 – 592.

primera fuente la financiación interna; en segundo lugar se emite deuda, y por último se emplea la emisión de acciones. Uno de los factores para emitir este juicio es el deseo de mantener el control, ya que los propietarios son reacios a la entrada de accionistas; otro aspecto surge sobre el problema de información asimétrica obligando a los gerentes de forma indirecta a la hora de financiar los nuevos proyectos a jerarquizar las fuentes de financiamiento que permitan enviar al mercado las mejores señales de su situación actual y futura.

4.2 TENDENCIAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.2.1 Tendencias internacionales: A continuación se relata, según estudios realizados, las tendencias de la estructura de capital de ciertos países:

En Argentina⁴⁶ los trabajos realizados en las PyMEs, muestran alta participación de los recursos propios en la estructura de capital y muy poca ocurrencia del crédito bancario, planteando como fuentes principales para el financiamiento, la reinversión de utilidades y el crédito de proveedores. En el 2005 las PyMEs argentinas financiaron sus inversiones con más del 80% de recursos propios, en el 2006 la participación en el crédito bancario fue del 14% de los pasivos totales, lo anterior se sustenta en la crisis desencadenada en el 2001⁴⁷. Cabe resaltar que entre el 20% y 25% de las PyMEs Argentinas se mantiene en su posición de no contraer créditos bancarios, según estudios de Cristini, Acosta y Samuel (2003).

En México el estudio realizado presentó dificultades, debido a que los empresarios son reacios a ofrecer información financiera o no cuentan con la misma. De esta manera, los resultados obtenidos están sujetos a la veracidad de la

⁴⁶ BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento. Una revisión del pasado y presente. [en línea].

⁴⁷ Ídem

documentación dada por parte de las empresas analizadas⁴⁸. De la muestra de empresas incluida en el estudio, el 91% son empresas pequeñas y micro, el 8,4% son medianas y tan sólo el 1% son grandes, los resultados arrojados enmarcan que solo un pequeño porcentaje de las empresas toma decisiones de financiación, ya que se centran en las decisiones de capital de trabajo a corto plazo, el porcentaje de las fuentes de financiación son: con parientes o amigos en un 18,3%, con bancos de ahorro que establecen requisitos menos estrictos en un 8,9% y finalmente un 4% en bancos ya que no consideran a las PyMEs dignas de crédito, además cuentan con requisitos más estrictos y altas tasas de interés. Es por esto que la teoría que mejor se ajusta al comportamiento de las empresas mexicanas es la del Pecking Order.

En Brasil, según las investigaciones de De Medeiros y Daher (2004)⁴⁹, se concluye que la teoría sobre la estructura de capital que mejor explica el comportamiento de las empresas brasileras listadas en la bolsa de valores de Sao Paulo, durante el periodo de 1995-2002, es el Pecking Order, ya que en Brasil existen factores que favorecen la jerarquización financiera como la existencia del Banco de Desarrollo (del Estado), quien se considera como el único prestamista a largo plazo con subsidios en la tasa de interés. Esto es favorable para la teoría de la jerarquización financiera ya que las empresas en el corto plazo utilizan recursos propios los cuales evitan la asimetría de información y las altas tasas de interés⁵⁰; y a largo plazo recurren en primera estancia a la deuda por bajos costos transaccionales antes que la emisión de acciones.

⁴⁸ LOPEZ SALAZAR, Alejandra, CONTRERAS SOTO, Ricardo y ESPINOSA MOSQUEDA, Rafael. The impact of financial decisions and strategy on small business competitiveness. [en línea]. Global journal of business research. Vol 6, No. 2, 2012.

⁴⁹ MONGRUT. et al. Op. Cit. p. 163-184

⁵⁰ BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J. Y BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. [en línea] *Rev. contab. Finanç.* 2007, vol.18, n.43, pp. 9-19. ISSN 1808-057X.

En Latinoamérica, según un estudio a empresas corporativas realizado durante el periodo de 1995 a 2007 contradice los estudios expuestos en Argentina, México y Brasil, la evidencia sugiere que dichas empresas prefieren financiarse con deuda y disfrutar del escudo fiscal que esta trae consigo, en lugar de autofinanciarse con recursos generados internamente. Por tanto, en dicho estudio se concluye que el modelo del Trade-off es el que más se ajusta⁵¹.

En Galicia, España los porcentajes de micro, pequeña, mediana y grande empresa son aproximadamente: 58%, 35%, 6% y 1% respectivamente en el estudio realizado⁵². Las empresas que mayor nivel de apalancamiento tienen son las microempresas, ya que al tratarse de empresas con vida media muy corta no cuentan con los suficientes recursos acumulados y deben recurrir a la deuda para financiar su crecimiento. Por otro lado, según otros estudios realizados en empresas de diferentes tamaños en España por Fernández, de Rojas Conde, y Zuliani (2004), concluyen que el Pecking Order es la que mejor se ajusta a la estructura de capital. Así mismo, Mira (2002) también afirma que el Pecking Order es la teoría que mejor explica el comportamiento de la estructura de capital de las PyMEs de España⁵³, teniendo en cuenta que las oportunidades de crecimiento tienen efectos negativos e impactos significativos en el apalancamiento.

Los estudios realizados en Francia⁵⁴ muestran que el control de los accionistas afecta el nivel de deuda de la empresa de diferentes maneras, predomina el pensamiento de que los niveles de deuda más altos pueden resultar en el incumplimiento y por ende los accionistas de control son los más propensos a utilizar niveles de endeudamiento que sus recursos propios. Los estudios realizados en Francia corroboran nuevamente que mientras más grande sea la

⁵¹ MONGRUT. et al. Op. Cit. p. 163-184

⁵² OTERO GONZÁLEZ; FERNÁNDEZ LÓPEZ, y VIVEL BÚA. Op. cit.

⁵³ MONGRUT. et al. Op. Cit. p. 163-184

⁵⁴ DE LA BRUSLERIE, Hubert y LATROUS, Imen. Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a hypothesis on French firms. [en línea]. Journal of Multinational Financial Management. Vol 22, No. 4. p. 111-130.

firma, existe un mayor nivel de endeudamiento, surgiendo así un escudo fiscal que favorece el apalancamiento. Por tanto se concluye que la relación entre la estructura de capital y la política de deuda es compleja y depende en la distinción que se pueda establecer entre el control de los accionistas minoritarios y el control de los accionistas mayoritarios.

Irlanda tiene una tasa de impuesto de sociedades del 12,5%, siendo uno de los más bajos del mundo, por ende, el Trade-off no es una teoría tenida en cuenta en las PyMEs irlandesas. Además, el deseo de algunos propietarios de la firma por mantener el control y la independencia sugiere que las empresas tienen una estructura de capital guiada por el modelo de Pecking Order. Por otro lado, se establecen relaciones positivas entre los beneficios no distribuidos o utilidades retenidas y las variables edad y tamaño de la empresa; apoyando las hipótesis de que el uso de utilidades retenidas se relaciona positivamente con la edad y el tamaño, es decir, en las PyMEs irlandesas prevalece la financiación con recursos propios, incluso si esto significa dejar pasar las oportunidades de crecimiento⁵⁵.

En Rumania, el resultado de un estudio de una muestra de 18 empresas sugiere que la política de inversión se centra en el activo no corriente, ya que la media es superior al 50%. Por otro lado, se tiene que el ratio medio de deuda es de 40% aproximadamente y es similar a otros países emergentes como República Checa y baja respecto a los países desarrollados⁵⁶. El estudio afirma que la teoría que mejor se ajusta es la del Pecking Order, ya que una empresa con un mayor nivel de endeudamiento se ve afectada debido a que debe dedicar mayor proporción de las ganancias al servicio de la deuda.

⁵⁵ CIARÁN, Mac y Bhaird. Determinants of capital structure in Irish SMEs. [en línea] Springer. p.357-375.

⁵⁶ CLAUDIU, Botoc. Profitability-Capital structure trade off: Case of publicly romanian companies. [en línea]. Economic Science Series. Vol 22, No. 1. p. 969-975.

Contrariamente al modelo del Trade-off, en los países europeos descritos anteriormente, se muestra que las empresas no llegan, ni sobrepasan la barrera de los niveles de deuda propuestos por dicha teoría. También en consonancia con la hipótesis de los costos de agencia, las empresas rentables prefieren aumentar los dividendos, en lugar de disminuir los niveles de deuda⁵⁷.

Los resultados de estudios de las empresas que cotizan en la bolsa de China⁵⁸, sugieren que algunos determinantes en la estructura de capital de una empresa (por ejemplo: tamaño, tangibilidad de los activos, oportunidades de crecimiento y rentabilidad), son importantes como también lo son en mercados más desarrollados como el de Estados Unidos. Lo anterior se afirma en la relación positiva encontrada entre el tamaño de la empresa y la tangibilidad de los activos con el apalancamiento, resultado que apoya a la teoría del Trade-off. Además, se encuentra que los coeficientes de crecimiento son positivos y significativos cuando el apalancamiento o nivel de endeudamiento se calcula con la proporción de deuda a largo plazo, pero insignificante cuando el apalancamiento se mide con la proporción de deuda total. Lo anterior sugiere la complejidad de la medición de los valores de mercado en China. Los resultados del estudio⁵⁹ proporcionan una inclinación al modelo del Trade-off, aunque no se ajusta completamente, ya que existe una correlación negativa y significativa entre la rentabilidad y el apalancamiento, esto se debe principalmente a los costos de agencia y la asimetría de la información.

⁵⁷ GAUD, Philippe, HOESLI, Martin y BENDER, André. Debt-equity choice in Europe. [en línea]. International review of financial analysis. Vol 16, No. 3. p. 201-222.

⁵⁸ ZOU, Hong y XIAO, Jason Zezhong. The financing behaviour of listed Chinese firms. [en línea]. The british accounting reviw. Vol 38, No. 3. p. 239-258.

⁵⁹ Ídem

En Nigeria, en un estudio realizado con empresas que cotizan en la bolsa de valores de Nigeria para el periodo de 2002 a 2012⁶⁰, se muestra que los inversores y las partes interesadas no relacionan el efecto de la estructura de capital en la medición del desempeño de la empresa, ya que se supone que las atribuciones de la estructura de capital no se relacionan con el rendimiento y el valor de la empresa. Este estudio intenta evaluar el impacto de la estructura de capital sobre el desempeño de las empresas manufactureras observando el desempeño en términos de ROE y ROI, los resultados revelan que la proporción de la deuda, la rotación de activos y el tamaño de la empresa están positiva y significativamente relacionados con el desempeño de la firma. Por lo tanto, se concluye que la estructura de capital tiene un efecto significativo en los dos indicadores de desempeño⁶¹.

Se observa que en los estudios internacionales, las variables utilizadas impactan los niveles de endeudamiento observados en las submuestras de los países expuestos y teniendo en cuenta que las empresas más grandes tienen flujos de caja más estables y niveles de endeudamiento más altos, se afirma que los flujos de caja estables disminuyen la probabilidad de quiebra y por lo tanto los costos de dificultades financieras, lo que sugiere que el tamaño de la empresa y la estabilidad de los flujos de caja infieren en la estructura de capital.

Se concluye que el modelo que mejor se ajusta a la estructura de capital de una empresa depende de variables del entorno nacional, por ejemplo, la crisis de Argentina ocasionó la aversión a la deuda por parte de los empresarios, mientras que en Irlanda al contar con una tasa impositiva tan baja la deuda no es atractiva desde el punto de vista del ahorro fiscal, ambos países en sus estudios no se muestran atraídos por la deuda por diferentes razones. Por otro lado, la mayoría

⁶⁰ADEWALE, Muritala Taiwo y AJIBOLA, Oguntade Busola. Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria. [en línea]. IUP Journal os accounting research & audit practices. Vol 12, No. 4. p.43-55.

⁶¹ Ídem

de los estudios citados concuerdan que la edad, el tamaño, el nivel de actividad intangible, estructura de propiedad y la prestación de garantías de las empresas son determinantes en la estructura de capital de las PyMEs.

4.2.2 Tendencias nacionales: Las estructuras financieras de cada país presentan diferentes características o tendencias según las políticas internas nacionales y las condiciones externas a las organizaciones. En Colombia se presentan algunas tendencias marcadas en los diversos aspectos contenidos por las estructuras financieras.

Un aspecto esencial de la estructura financiera es el pasivo, el cual se encuentra influenciado en Colombia, por factores como: las obligaciones financieras, los proveedores y las cuentas por pagar. Estos valores a pesar de ser los más importantes dentro de la estructura del pasivo colombiano, son relativos al sector de pertenencia de la empresa⁶². Prueba de esto, es la actualidad de las PyMEs industriales de alimentos y bebidas en el segundo semestre del 2013, las cuales presentan el porcentaje de solicitud de crédito más elevado, con un 53% de empresas solicitantes dentro del total de empresas del sector, mientras que el porcentaje de solicitantes de crédito de las PyMEs industriales de minerales no metálicos, fue de un 40%⁶³.

Las tendencias de las estructuras financieras en Colombia no se encuentran ligadas de forma independiente del sector al que estas pertenecen, ya que el tamaño de la empresa es lo que liga al sector y a la estructura, siendo muy influyente para la determinación del valor del pasivo⁶⁴. Para 2013 las pequeñas empresas industriales redujeron las solicitudes de crédito en un 2%, es decir, a un 46%; contrario a las medianas, las cuales mantuvieron constante el porcentaje de

⁶² WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 23-44

⁶³ ANIF, Op. Cit., Segundo semestre de 2013.

⁶⁴ TENJO G., Fernando, MARTÍNEZ T., Jorge y LÓPEZ E., Enrique. Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia. Borradores de Economía. Banco de la República. Bogotá, Colombia. Número 438. 2007. [en línea]. [consultado 16 febrero 2014]. Disponible en <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra438.pdf>>

solicitudes de crédito, en un 59%. A pesar de esto, algunos estudios aseguran que las empresas de menor dimensión soportan un mayor endeudamiento⁶⁵.

Por otra parte, el endeudamiento con Proveedores ha venido en crecimiento desde 1996 en todos los sectores del país. Seguido por las cuentas por pagar, las cuales no en todos los sectores obtienen la misma relevancia, sobre todo en sectores relacionados al sector textil y de confecciones, en los que no se presentan grandes valores causados por este concepto⁶⁶.

Algunos estudios demuestran que las obligaciones financieras son el aspecto más influyente en la determinación del financiamiento de una empresa, seguidas por la reinversión de utilidades o el capital propio, y finalmente por los proveedores^{67 68}.

Antiguamente el financiamiento de las empresas en Colombia se basaba en el término del corto plazo⁶⁹. Actualmente, el término de tiempo de financiamiento promedio de las empresas industriales, es el mediano plazo⁷⁰. Esto puede ser positivo al no deteriorar la capacidad de inversión y la liquidez, como sucede en los plazos de pago inmediatistas, sin embargo, el mediano plazo no siempre es ideal cuando la inversión puede ser de gran impacto, y por ello de largo plazo. A pesar de esto, los empresarios en Colombia no confían totalmente en este término temporal tan extenso de deuda y manejan altos volúmenes de liquidez.

Según algunos estudios, las empresas colombianas no suelen realizar sus inversiones de manera rutinaria, por el contrario, emprenden proyectos de generación de capital fijo esporádicamente. Las inversiones rutinarias se financian con recursos propios y préstamos de corto plazo, contrario a las inversiones

⁶⁵ ANIF, Op. Cit., Segundo semestre de 2013.

⁶⁶ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 23-44

⁶⁷ Ídem

⁶⁸ TENJO G., Fernando, Op. Cit., Conclusiones.

⁶⁹ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 23-44

⁷⁰ ANIF. Óp. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013

esporádicas. Algunos autores aseguran que las empresas en Colombia hacen uso de los recursos propios y del endeudamiento en las mismas proporciones⁷¹.

En lo corrido de un ciclo de inversión no rutinario la relación deuda/activos o patrimonio/activos permanece constante, lo que posibilita la existencia de una estructura de capital óptima en las estructuras financieras colombianas⁷². Contrario a esto, el poco uso del endeudamiento en el largo plazo y de la emisión de acciones para financiar las inversiones, valida la teoría del Pecking Order⁷³.

De acuerdo con la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) en una de las encuestas realizadas en el 2004, únicamente el 14% de los empresarios selecciona su fuente de financiamiento según los beneficios tributarios y el costo de la fuente. En el 2012, de las PyMEs que no solicitaron crédito con el sistema financiero el 75% asegura que no lo necesita, el 19% considera que los costos financieros son muy elevados, el 8% asume que su solicitud será negada y el resto no lo hace porque consideran que es un exceso de trámites y procesos demasiado largos⁷⁴. Por medio de un promedio histórico es evidente que el nivel de endeudamiento de las PyMEs en Colombia ha aumentado respecto a los años anteriores, a pesar de que en el último año debido a la situación industrial se presenció una contracción, la tendencia principal ha sido de crecimiento, lo que indica que estas empresas están considerando el endeudamiento como una opción de apalancamiento y fortalecimiento financiero⁷⁵, sin embargo es importante tener en cuenta las decisiones sobre la gestión de las fuentes de financiamiento.

En la misma encuesta, respecto a la emisión de acciones, las PyMEs en Colombia no consideran esta opción como una medida viable de financiamiento, por razones como políticas de la casa matriz (26%), no querer perder el control de la empresa

⁷¹ TENJO G., Fernando, Op. Cit., Conclusiones.

⁷² Ídem

⁷³ Ídem

⁷⁴ ANIF. Op. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2012.

⁷⁵ ANIF. Op. cit. La gran encuesta PYME. Septiembre de 2011.

(16%), no querer publicar la información de la empresa (14%), desconocimiento de la alternativa (17%), percepciones de condiciones inadecuadas de la empresa (10%), impedir acceso a desconocidos (9%) y costos elevados (8%)⁷⁶. Todo esto se puede explicar por la falta de desarrollo del mercado de valores en Colombia, el cual no está completamente consolidado respecto a los mercados internacionales, generando grandes asimetrías de información y complejizando el manejo de estos temas en la empresa.

Según estudios desarrollados se comprueba la relación inversa entre la emisión de acciones y el cambio en la deuda, lo que indica que las empresas colombianas recurren a la emisión de acciones para financiar sus proyectos, en vez de incurrir en una deuda nueva y así disminuir su pasivo total⁷⁷.

En una encuesta realizada en diez países (Colombia, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Uruguay, Jamaica y Trinidad y Tobago) sobre el nivel de desarrollo del sector bancario y el mercado de capitales, se encontró que el acceso a un crédito en Colombia es muy complejo sin la elaboración de un plan de negocios definido y colateral⁷⁸, lo que se podría considerar positivo para la seguridad financiera del país, que exige a las empresas tomar sus decisiones de forma planeada, aunque las obliga a argumentar los financiamientos con destinos limitados y no sencillamente por razones de rentabilidad en la proporción de deuda/activos. Esto facilita las acciones de financiamiento principalmente a las empresas de gran tamaño o de mayores posibilidades económicas, complicando los procedimientos de las más pequeñas debido al menor apalancamiento que estas últimas poseen.

⁷⁶ ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. La República y Superintendencia de Valores. Estructura financiera de las empresas. Informe de resultados. Segundo semestre 2004. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 9 febrero 2014]. Disponible en: <<http://anif.co/encuesta-pyme>>

⁷⁷ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 23-44

⁷⁸ FEDESARROLLO. Boletín de prensa. Juan José Echavarría. 2002, Abril. Recuperación financiera, mercado hipotecario y crecimiento. [en línea]. [consultado 9 febrero 2014]. Disponible en: <<http://www.fedesarrollo.org.co/>>

Algunos expertos financieros basados en la teoría del Pecking order declaran que en el mercado financiero colombiano no existen oportunidades de adquisición de recursos financieros de largo plazo para el financiamiento de las empresas y su crecimiento, principalmente para aquellas que tienen un menor número de activos tangibles⁷⁹, asegurando que a mayor número de activos tangibles se disminuyen los problemas creados por las asimetrías de información, haciendo que la empresa sea valorada por el valor adecuado.

La medición de las oportunidades de crecimiento, determina que al aumentar la posibilidad de realizar proyectos con valores presentes netos positivos, el nivel de endeudamiento es menor para tener respaldo futuro en los nuevos proyectos.

4.3 SECTOR DE CONFECIONES EN COLOMBIA

4.3.1 Economía y productividad en Colombia: Colombia es un país que se caracteriza por su economía emergente, debido a la rapidez con que la actividad económica crece tanto interna, como externamente en sus relaciones comerciales con otros países⁸⁰.

Los principales indicadores económicos recientemente anuncian que en el primer, segundo y tercer trimestre de 2013 la economía colombiana creció 2,6; 3,9 y 5.1% con relación al mismo trimestre de 2012 según las estadísticas publicadas por el DANE en septiembre de 2013 como se muestra en la tabla 1.

⁷⁹ RIVERA GODOY, Op. Cit., p. 191-219

⁸⁰ WIKIPEDIA. Economía Emergente.[en línea]. [consultado 19 diciembre 2013]. Disponible en <http://es.wikipedia.org/wiki/Econom%C3%ADa_emergente>

Tabla 1. Variaciones del PIB respecto a los periodos más recientes.

Periodo	Variación anual (%)	Variación trimestral (%)
2011 - I	5,5	1,5
II	6,4	1,7
III	8,0	2,0
IV	6,6	1,2
2012 - I	5,9	0,9
II	4,9	0,8
III	2,8	0,0
IV	3,3	1,6
2013 - I	2,6	0,2
II	3,9	2,1
III	5,1	1,1

Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013. En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

4.3.1.1 Oferta en Colombia: Según el comportamiento descrito acerca del PIB colombiano, es posible concluir que para el tercer trimestre de 2013 se presentaron diferentes variaciones respecto al mismo periodo de 2012 en la participación de las diferentes actividades. La oferta en Colombia presenta algunas cifras significativas de participación en el PIB, como se muestra en la tabla 2, por parte de los sectores de: construcción (21,3%), seguida por agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (6,6%) y demás, de las cuales la menos representativa y que va en deterioro en términos de crecimiento económico, es la industria manufacturera con un crecimiento negativo del 1,0%⁸¹.

⁸¹ DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013. [en línea]. [consultado 16 diciembre 2013]. Disponible en <http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf>

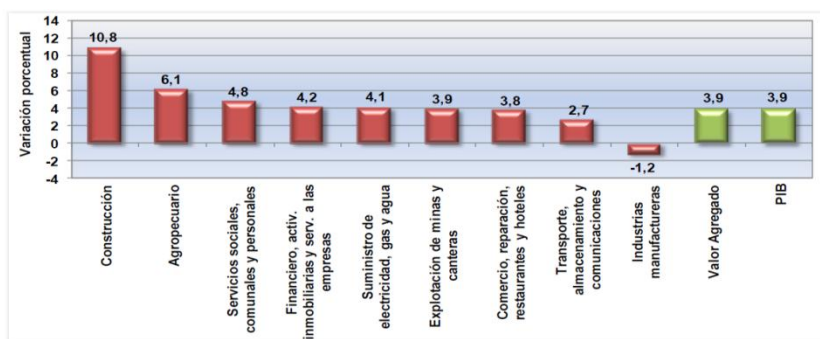
Tabla 2. Variación porcentual de la participación de cada actividad económica en el tercer trimestre de 2013 respecto al mismo periodo de 2012.

Ramas de actividad	Variación porcentual
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6,6
Explotación de minas y canteras	6,1
Industrias manufactureras	-1,0
Suministro de electricidad, gas y agua	3,7
Construcción	21,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2,9
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	4,9
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	4,7
Subtotal valor agregado	5,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción e importaciones	4,2
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5,1

Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013.En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.

En lo que respecta a la variación en el comportamiento económico del país durante lo corrido del año 2013 (ver gráfica 3), se observan resultados similares a la comparación inicial entre el tercer trimestre de 2013 y el de 2012, ya que los sectores más representativos continúan siendo la construcción (10,8%), agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (6,1%) y demás. Nuevamente la industria manufacturera aporta al decrecimiento de la economía (-1,2%) en Colombia⁸².

Gráfica 3. Variación porcentual del PIB entre el año acumulado de enero a septiembre de 2013 y el mismo periodo de 2012

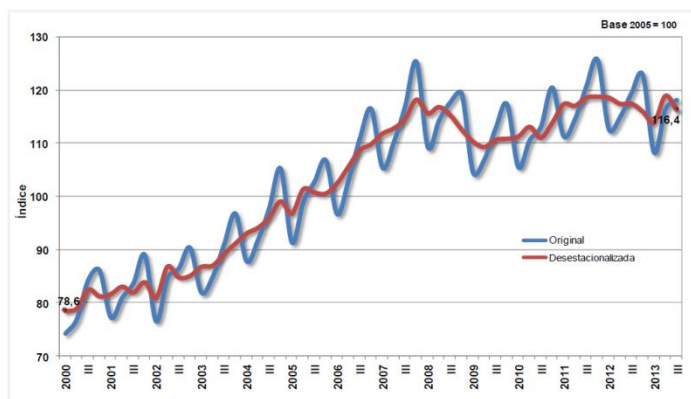


Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013.En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

⁸² Ídem

Oferta en la Industria manufacturera: Según fuentes de información recientes, las actividades que más contribuyeron negativamente para la contracción en el crecimiento de la industria manufacturera entre el tercer trimestre de 2013 y el mismo periodo de 2012 fueron: la transformación de la madera y fabricación de productos de madera y de corcho, excepto muebles (-10,7%), fabricación de tejidos y artículos de punto y ganchillo y prendas de vestir (-7,7%) y la preparación de hilaturas y tejedura de productos textiles (-7,5%)⁸³, tal y como se presenta en la gráfica 4:

Gráfica 4. Comportamiento del sector de Industria manufacturera en los últimos años.



Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013. En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

Desde el año 2000 la industria manufacturera presencié un comportamiento de crecimiento continuo, sin embargo, desde el inicio del 2012 el crecimiento sufre una contracción evidente que lleva al sector a un constante decrecimiento en lo seguido de 2012 y 2013⁸⁴, como se evidencia en las estadísticas del DANE en la tabla 3:

⁸³ Ídem

⁸⁴ Ídem

Tabla 3. Variación porcentual de la Industria manufacturera en los trimestres más recientes.

Variación porcentual - Serie desestacionalizada		
Período	Anual	Trimestral
2011 - I	5,5	3,1
II	3,5	-0,2
III	6,8	1,3
IV	4,3	0,2
2012 - I	1,0	-0,2
II	0,3	-1,0
III	-1,0	0,0
IV	-2,4	-1,3
2013- I	-3,9	-1,7
II	1,3	4,4
III	-1,0	-2,2

Fuente: DANE - Dirección de Síntesis y Cuentas Nacionales

Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013.En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

4.3.1.2 Demanda en Colombia: Contrario a lo anterior, el comportamiento económico de la demanda y sus componentes se desarrollaron de forma positiva, se presenció un aumento del 10,8% en la formación bruta de capital, 1,9% en las exportaciones, 1,3% en las importaciones y 4,4% en el consumo final, todo esto se muestra en la tabla 4 del DANE respecto a la variación acumulada del 2012 y 2013⁸⁵.

Tabla 4. Variaciones de la oferta y demanda final entre el año acumulado de enero a septiembre de 2013 respecto a 2012.

AGREGADO	Variación porcentual año corrido
	2013 / 2012 (enero - septiembre)
PIB	3,9
Importaciones	1,3
Consumo final	4,3
Formación Bruta de Capital Fijo	3,4
Exportaciones	2,4

Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013.En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

⁸⁵ Ídem

Específicamente, el crecimiento del consumo final se compone del crecimiento en el consumo del gobierno (5,7%) y el de los hogares (4,0%), este último se ha venido desacelerando en 2013 frente al presentado en el 2012 (4,7%)⁸⁶ debido a las diferentes finalidades de consumo (ver tabla 5), entre ellas, alimentos y bebidas no alcohólicas (3,0%), tabaco y estupefacientes (5,2%), prendas de vestir y calzado (4,5%), y demás. La rama específica de finalidad de consumo de prendas de vestir y calzado representa 1.001 billones en el consumo colombiano⁸⁷ y mantuvo un crecimiento del 0,5% durante el segundo y tercer trimestre de 2013⁸⁸.

Tabla 5. Variación de consumo de los hogares por finalidad

Grupos de productos	Variación porcentual	
	2013 - III / 2012 - III	2013 - III / 2013 - II
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,0	0,4
Bebidas alcohólicas tabaco y estupefacientes	5,2	0,1
Prendas de vestir y calzado	4,5	0,5
Alojamiento, electricidad, agua, gas y otros combustibles	3,7	0,9
Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	3,7	0,9
Salud	3,4	0,7
Transporte	3,7	-0,3
Comunicaciones	1,1	0,9
Recreación y cultura	7,5	4,1
Educación	3,5	0,7
Restaurantes y hoteles	4,8	1,3
Bienes y servicios diversos	5,2	1,5
Total	4,0	1,0

Fuente: DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013. En: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf

A pesar del alto consumo en prendas de vestir y demás componentes del consumo final, la situación de la industria manufacturera no fue la deseada y su comportamiento económico se ha contraído notoriamente, lo cual es preocupante para la economía colombiana, debido a la importancia de la industria, compuesta de sectores de suma relevancia, como el textil y de confecciones, entre otros.

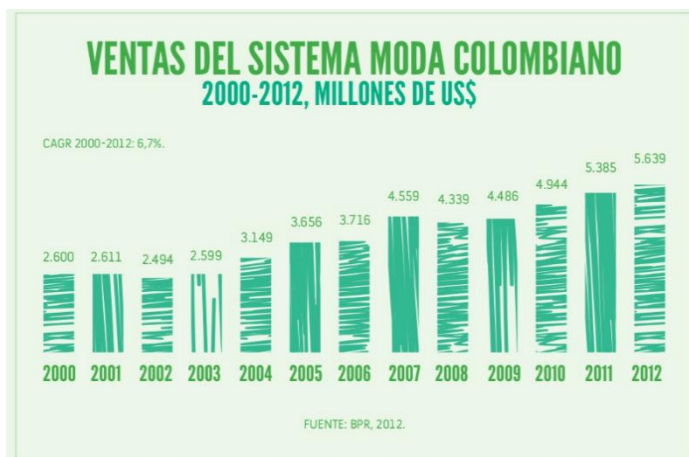
⁸⁶ ANIF, Op. Cit., Segundo semestre de 2013.

⁸⁷ INEXMODA. Página principal, Observatorio económico. Informe del observatorio de moda Inexmoda – Raddar. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en < <http://observatorio.inexmoda.org.co/>>

⁸⁸ DANE. Óp. Cit. Septiembre de 2013.

Demanda del sector textil y de confecciones: Específicamente el sector textil y de confecciones que compone a la industria manufacturera, representa la cifra más significativa en términos de ventas respecto a años anteriores tal como lo muestra la gráfica 5 con aproximadamente 5.639 millones de dólares a finales de 2012⁸⁹.

Gráfica 5. Ventas del sistema de la moda en Colombia.



Fuente: INEXMODA. Página principal, Observatorio económico. Informe del observatorio de moda Inexmoda – Raddar. En: <http://observatorio.inexmoda.org.co/cifras-economicas/>

4.3.2 Desarrollo histórico del sector textil y de confecciones: En la historia de Colombia, el sector ha sufrido fuertes cambios a través del tiempo. En sus inicios se consideraba al país como una zona adecuada para el desarrollo y producción de maquilas por su ubicación geográfica y bajo costo de mano de obra. Posteriormente, se dio inicio a lo que se conoce como el “full package”, lo que significa un cambio total en la estructura del servicio, de tener únicamente el ensamble pasó a desarrollar todo el proceso, desde la concepción del diseño hasta la entrega del producto terminado. Actualmente las empresas colombianas están dedicadas a la estructuración de marca, no únicamente al proceso completo,

⁸⁹ INEXMODA. Página principal, Observatorio económico. Cifras económicas Inexmoda. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en < <http://observatorio.inexmoda.org.co/cifras-economicas/> >

si no a la inclusión de la diferenciación del producto a través del diseño o características diferenciadoras de la marca⁹⁰.

Colombia desde sus inicios ha adquirido una amplia experiencia en el tema de la confección, a través de la producción de reconocidas marcas internacionales como: Victoria's Secret, Adidas, Sara Lee, Liz Claiborne, Timberland, Zara, Tommy Hilfiger, Levi's o Polo Ralph Lauren entre otros, todo esto ha impulsado la industria de la moda nacional, y es a partir de ello, que marcas líderes colombianas, son reconocidas hoy a nivel nacional e internacional y se identifican como los líderes en el mercado de la moda en ropa juvenil, hombre, mujer, niño, niña, etc. Los principales ejemplos son: Leonisa, Carlos Nieto, Silvia Tcherassi, Esteban Cortázar, Hernan Zajar, Mario Hernández, Studio F, Off Corss, Tennis, Arturo Calle, Vélez, Totto, Onda de mar, Touché, Agua Bendita, entre otros.

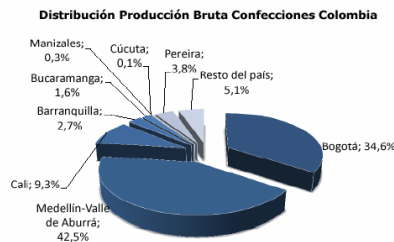
4.3.3 Localización geográfica del sector: El sector textil y de confecciones cuenta con un número aproximado de 1.044 compañías productoras de textiles y de confecciones en Colombia⁹¹, las cuales según datos recolectados en 2011, se pueden sectorizar de la siguiente forma de acuerdo a su porcentaje de producción bruta de confección del país: Bogotá 34,6%, Medellín 42,5%, Cali 9,3%, Barranquilla 2,7% y Bucaramanga 1,6%, según estudios realizados por el Instituto para la Exportación y la Moda (INEXMODA) tal como se muestra en la gráfica 6.

⁹⁰ Ídem

⁹¹ PROEXPORT, Colombia. El mercado de prendas de vestir en Estados Unidos. Prendas de vestir en Estados Unidos. [en línea]. [consultado 18 diciembre 2013]. Disponible en <http://www.proexport.com.co/sites/default/files/cartilla_prendas_de_vestir_0.pdf>

Gráfica 6. Participación sectorial en la producción bruta de confecciones en Colombia.

Áreas Metropolitanas	Producción Bruta	Ventas
Bogotá	34,6%	37,7%
Medellín-Valle de Aburrá	42,5%	41,7%
Cali	9,3%	10,6%
Barranquilla	2,7%	2,3%
Bucaramanga	1,6%	1,4%
Cartagena	0,0%	0,0%
Cúcuta	0,1%	0,1%
Manizales	0,3%	0,3%
Pereira	3,8%	2,6%
Resto del país	5,1%	3,2%
Total general	100%	100%



Fuente: INEXMODA. El sector textil/confección en Colombia retos y oportunidades. Ana María Sánchez, Coordinadora Observatorio Económico INEXMODA. En: <http://observatorio.inexmoda.org.co/wp-content/uploads/2012/09/Presentacion-EAFIT-web.pdf>

4.3.4 Contribución del sector al empleo industrial: Por todas las razones anteriores, se ha demostrado la relevancia del sector textil y de confecciones en el país, esto permite que el sector contribuya con el 20% del empleo industrial, es decir, más de 131.000 empleos; del 20% anterior, el 10% del empleo aproximadamente corresponde a la fabricación de prendas de vestir, sin embargo el promedio histórico del aporte al empleo industrial del sector evidencia una disminución anual del 2%⁹².

4.3.5 Exportaciones del sector: Un aporte importante para las ventas del sector textil y de confecciones proviene de las exportaciones, las cuales representaron el 2,1% de las exportaciones totales nacionales, el 5,4% de las exportaciones industriales y el 12,5% de las exportaciones manufactureras en 2013. En lo concerniente al año 2013 para el sector de confecciones en general, este redujo 0,9% las exportaciones de enero a mayo de 2013 respecto al mismo periodo de 2012, lo que en dólares representa USD\$160 millones. Sin embargo,

⁹² INEXMODA. El sector textil/confección en Colombia retos y oportunidades. Ana María Sánchez, Coordinadora Observatorio Económico INEXMODA. [consultado 18 diciembre 2013]. Disponible en: <<http://observatorio.inexmoda.org.co/wp-content/uploads/2012/09/Presentacion-EAFIT-web.pdf>>

específicamente la exportación de prendas de vestir, excepto de punto, se mantuvo en una constante contracción de 5,3%, entre enero y mayo de 2013 respecto al mismo periodo de 2012⁹³.

Por otra parte, los principales destinos de las exportaciones del sector de confecciones son Estados Unidos (36%), Venezuela (15%), Ecuador (11%), México (10%) y Perú (6%)⁹⁴.

4.3.6 Importaciones del sector: Respecto a las importaciones del sector textil y de confecciones, estas representaron el 4,7% de las importaciones totales nacionales, el 6,1% de las importaciones de manufactura y el 4,9% de las importaciones industriales en 2013. El sector de confecciones en general, aumentó las importaciones en un 7,9% en los meses entre enero y mayo de 2013 respecto al mismo periodo de 2012, lo que representa USD\$328 millones. Específicamente, las importaciones de prendas de vestir, excepto de punto, tuvieron un crecimiento de 13,6% en los meses de enero a mayo de 2013 respecto al mismo periodo de 2012⁹⁵.

4.3.7 Sector industrial y de confecciones en Santander Economía y productividad de Santander: Santander es considerado el cuarto departamento de mayor relevancia en Colombia por su aporte al PIB. Tiene aproximadamente 61.347 empresas, de las cuales el 11,4% pertenece a la industria, la cual representa una importante cifra para el PIB de Santander (27,6%)⁹⁶. Esta última cifra venía creciendo anteriormente, sin embargo ha ido deteriorándose en el último año, tal como lo demuestran los indicadores económicos de Santander con un crecimiento del 23,9% a 2012⁹⁷ y del -13,71% a 2013⁹⁸.

⁹³ INEXMODA. Observatorio económico nacional, Plataforma de innovación para el sector textil – confección. Julio 2013. [en línea]. [consultado 18 diciembre 2013]. Disponible en <<http://observatorio.inexmoda.org.co/publicaciones/>>

⁹⁴ Ídem

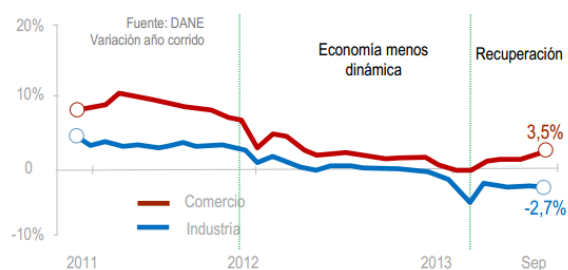
⁹⁵ DANE. Op. Cit. Septiembre de 2013.

⁹⁶ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Op. cit. Producto Interno Bruto Santander 2011

⁹⁷ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Op. cit. Indicadores Económicos de Santander. Octubre 2012.

Específicamente el sector industrial tuvo un comportamiento negativo debido a la situación enfrentada por la industria colombiana en los últimos años (ver gráfica 7). En la etapa de recuperación, a finales del 2013, la industria santandereana se mantuvo en decadencia.

Gráfica 7. Comportamiento de la industria y el comercio santandereano a lo largo de los últimos años.



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. Indicadores económicos de Santander. Noviembre de 2013. Número 80.En: <http://www.compite360.com/getattachment/f739fcd7-f87b-41a2-acdb-b58d892a5d7c/Indicadores-economicos-de-Santander-Noviembre-de-2.aspx>

Pese a las anteriores cifras, en términos de ventas, la actividad empresarial santandereana alcanzó los 9 billones de pesos, de los cuales el sector industrial representa el 22,9% y continúa siendo un factor relevante para la generación de valor y empleo en Santander. De esta última cifra en ventas, las PyMEs tuvieron gran trascendencia, pues su participación en conjunto representa el 69% de las ventas totales, a pesar de que la mayoría de estas empresas son jóvenes y se han consolidado en menos de 20 años dentro de la economía de la región⁹⁹.

Las confecciones en Santander, son una pieza fundamental para su economía, es el subsector con mayor número de establecimientos y la cuarta posición en

⁹⁸ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Op. cit. Reporte Sectorial.

⁹⁹ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360. Comportamiento económico en el 2012 de las 360 empresas más grandes de Santander. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/documentos%20pdf/informes%20de%20actualidad/2013/360%20empresas.pdf>>

generación de empleo, esto se evidencia en la tabla 6. Sin embargo, la producción bruta es de las más bajas de la industria, al igual que el valor agregado.

Tabla 6. Resultados principales de los subsectores en Santander para el año 2013.

CIU r.3	Descripción	# Establecimientos	Personal ocupado	Producción	Valor
				bruta	agregado
millones de pesos					
232	Fabricación de productos de la refinación del petróleo	10	2.299	18.138.488	8.143.986
151	Producción, transformación y conservación de carne y pescado	15	2.045	1.012.507	323.258
154	Elaboración de productos de molinería, de almidones y productos de	28	1.265	803.653	80.028
159	Elaboración de bebidas	8	1.086	565.906	449.439
152	Elaboración de frutas, legumbres, hortalizas, aceites y grasas	7	1.087	345.817	47.976
241	Fabricación de sustancias químicas básicas	8	282	324.118	41.738
369	Industrias manufactureras n.c.p.	27	1.206	264.829	69.354
269	Fabricación de productos minerales no metálicos n.c.p.	19	743	173.209	86.812
156	Elaboración de productos de café	7	175	166.751	23.819
153	Elaboración de productos lácteos	4	536	125.041	56.009
252	Fabricación de productos de plástico	17	580	91.709	40.461
292	Fabricación de maquinaria de uso especial	18	845	72.743	41.598
174	Fabricación de otros productos textiles	7	644	65.397	27.213
181	Fabricación de prendas de vestir, excepto prendas de piel	46	1.263	63.686	30.323
155	Elaboración de productos de panadería, macarrones, fideos, alcazcu	37	834	62.703	28.710
281	Fabricación de productos metálicos para uso estructural, tanques, de	12	600	60.950	26.581
291	Fabricación de maquinaria de uso general	9	451	56.515	29.054
Subtotal		279	15.941	22.394.022	9.546.358
Participación%		64,7%	81,6%	98,6%	98,6%
Total Santander		431	19.524	22.701.495	9.683.252

Fuente: MinCit. Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Departamento de Santander, ANEXO A, Sector Industria 2011. Agosto 16 de 2013. En: <http://www.mincit.gov.co/publicaciones.php?id=16724>

4.3.8 Subsector de confección de prendas de vestir del Área Metropolitana

de Bucaramanga: El Área Metropolitana de Bucaramanga que conforma el departamento de Santander, está compuesta por el 75% de la población santandereana¹⁰⁰, la componen los municipios de Bucaramanga, Floridablanca, Piedecuesta y Girón, que en conjunto representan la Provincia de Soto¹⁰¹; razón por la cual la descripción se enfoca a esta área, facilitando así el estudio de la industria de confecciones.

El sector específico del Área Metropolitana de Bucaramanga, tiene 51.206 empresas inscritas de todos los sectores, de las cuales 7.118 pertenecen a la

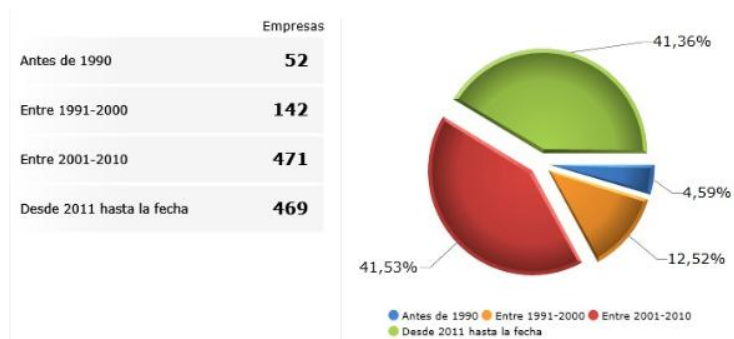
¹⁰⁰ WIKIPEDIA. Santander, Colombia. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <[http://es.wikipedia.org/wiki/Santander_\(Colombia\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Santander_(Colombia))>

¹⁰¹ WIKIPEDIA. Área Metropolitana de Bucaramanga. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <http://es.wikipedia.org/wiki/%C3%81rea_Metropolitana_de_Bucaramanga>

industria manufacturera y 1.133 de ellas se dedican a la confección de prendas de vestir, de las cuales aproximadamente 38 son pequeñas y medianas empresas¹⁰².

Respecto al subsector específico de industria manufacturera de confección de prendas de vestir del Área Metropolitana de Bucaramanga, el 4,59% de las empresas tiene más de 24 años, es decir, provienen de antes de 1990, el 12,52% surgió entre 1991 y 2000, el 41,53% se originó entre 2001 y 2010, y el 41,36% nació desde 2011 hasta la fecha, lo que indica que en los últimos doce años ha nacido más del 80% de empresas que hacen parte de la industria de la confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga, lo anterior se evidencia en las gráficas 8 y 9.

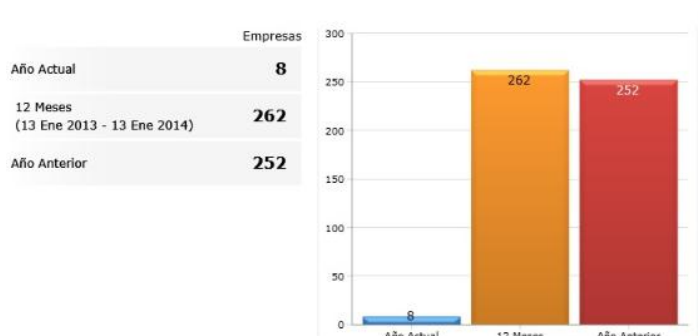
Gráfica 8. Edad empresarial de las industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga.



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

¹⁰² COMPITE 360. ADN Sectorial. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <<http://www.compite360.com/adnsectorial/>>

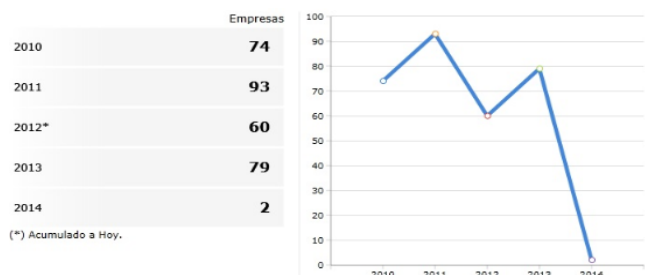
Gráfica 9. Cantidad de industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga que se han constituido en lo corrido de los últimos años.



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

Sin embargo, la cancelación de PyMEs de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga no ha sido consecuente al crecimiento en la constitución empresarial, ya que aumentó aproximadamente a un 32% en 2013, respecto a 2012, así como se observa en la gráfica 10.

Gráfica 10. Cantidad de industrias manufactureras de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga que han sido canceladas en lo corrido de los últimos años.

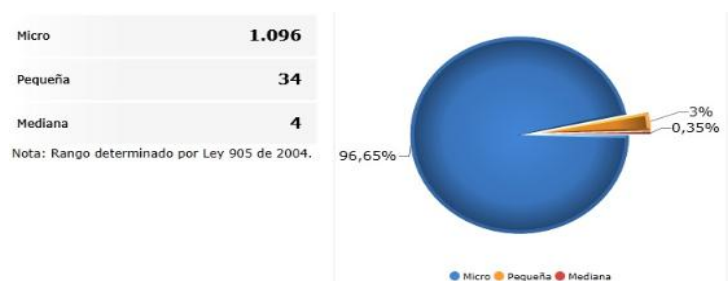


Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

Por otra parte, estas empresas se clasifican aproximadamente entre Micro (1.096), Pequeñas (34) y Medianas (4), es decir, un aproximado de 38 PyMEs se encuentra delimitado por esta zona geográfica y subsector industrial, tal y como se

observa en la gráfica 11, la cual muestra la clasificación por tamaño de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga.

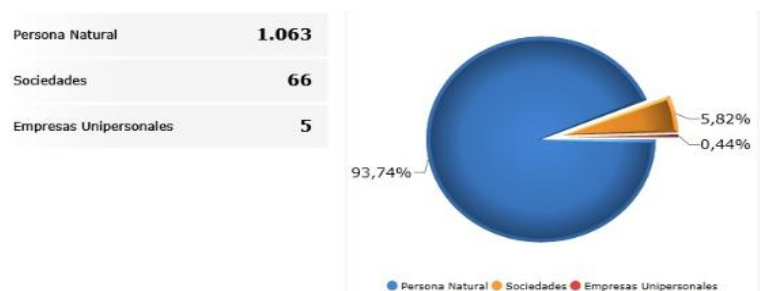
Gráfica 11. Clasificación por tamaño de las empresas de industria manufacturera de confección



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

Respecto al tipo jurídico de estas empresas, la gráfica 12 presenta la clasificación jurídica de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera de confección de prendas de vestir en el Área Metropolitana de Bucaramanga, la gran mayoría son personas naturales (1.063), unas pocas sociedades (66) y una cantidad aún menor le corresponde a las empresas unipersonales (5).

Gráfica 12. Clasificación por tipo jurídico de las empresas pertenecientes a la industria manufacturera de confección



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

A pesar del crecimiento de este subsector, los activos no crecen al mismo ritmo, posible razón por la que las cancelaciones empresariales no están en su mejor cifra. En la gráfica 13 se muestra una reducción de los activos en lo corrido de

2013, respecto a 2012, también su mejor año en cinco años en el tema de valor de activos.

Gráfica 13. Histórico del comportamiento de los activos desde el año 2010 hasta el 2013



Fuente: Compite 360.Cámara de Comercio. ADN Sectorial, Área Metropolitana de Bucaramanga, Industrias manufactureras, confección de prendas de vestir. En: <http://www.compite360.com/adnsectorial/>

Algunos estudios a nivel Santander, han determinado que las sociedades muestran el mayor nivel de supervivencia de las empresas, ya que acumulan amplios volúmenes de capital y se ubican dentro del eslabón de las PyMEs y las grandes empresas¹⁰³. A pesar de esto, el subsector industrial de confección de prendas de vestir del Área Metropolitana de Bucaramanga, presenta la mayor participación proveniente de las empresas más jóvenes, así como las de menor tamaño, conocidas como microempresas, con un tipo jurídico catalogado como persona natural.

4.4 DESCRIPCIÓN DE LAS PYMES EN COLOMBIA Y SU SITUACIÓN ACTUAL

Las PyMEs son pequeñas y medianas empresas con características particulares fijadas por el estado o la región¹⁰⁴. En el caso colombiano, las PyMEs se rigen por

¹⁰³ CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360. Supervivencia de empresas en Santander. Según año de constitución. Julio de 2011. Número 94. [en línea]. [consultado 20 enero 2014]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/documentos%20pdf/informes%20de%20actualidad/2011/historiaempresa.pdf>>

¹⁰⁴ WIKIPEDIA. Pequeña y mediana empresa. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://es.wikipedia.org/wiki/PYME>>

aspectos como: Número de trabajadores totales, valor de ventas brutas anuales y valor de activos totales¹⁰⁵.

Más exactamente, el artículo 2° de la ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2° de la ley 905 de 2004 fija los parámetros vigentes para clasificar las empresas en Colombia así:

*“**Microempresa**, cuando el personal de planta no supera los diez trabajadores, o los activos totales, excluida la vivienda, son menores a 500 SMMLV.
Pequeña empresa, cuando el personal de planta está entre once y cincuenta trabajadores, o los activos totales oscilan entre 501 y menos de 5.000 SMMLV.
Mediana empresa, cuando el personal de planta está entre cincuenta y uno y doscientos trabajadores, o los activos totales oscilan entre 5.001 y 15.000 SMMLV¹⁰⁶.”*

Actualmente, diferentes estudios y fuentes de esfuerzos han demostrado y resaltado la relevancia de estas empresas en la generación de valor y la aceleración de la economía en Colombia¹⁰⁷. Según Portafolio, las PyMEs creadas durante los últimos ocho años han gestionado 14.000 empleos a nivel nacional¹⁰⁸. Expertos anuncian que las PyMEs saben hacer de sus negocios estructuras organizacionales ágiles para la toma de decisiones y el manejo de procesos administrativos, productivos y logísticos. Otros estudios también aseguran que existen algunas debilidades en aspectos como recursos humanos, inversión en tecnología, innovación y desarrollo de procesos y productos propios. Para esto, actores importantes en el escenario político y económico como la presidencia han

¹⁰⁵ Secretaría del Senado, Congreso de la República de Colombia. Diario Oficial No. 48.102 de 16 de junio de 2011. Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014. Artículo 43, Definiciones del tamaño empresarial. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2011/ley_1450_2011.html>

¹⁰⁶ MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Definición del tamaño empresarial micro, pequeña, mediana o grande. ¿Mi empresa es Micro, Pequeña, Mediana o Grande? [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.mi.gov.co/publicaciones.php?id=2761>>

¹⁰⁷ PUYANA, David Guillermo. Universidad Sergio Arboleda. La Pyme y su situación en Colombia. Revista electrónica de difusión científica. Temas jurídicos. [en línea].

¹⁰⁸ REVISTA PORTAFOLIO. Negocios. Sí se puede hacer empresa. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.portafolio.co/temas/>>

comprometido sus esfuerzos para un mayor acompañamiento, lo que demuestra la relevancia de este sector empresarial en el país¹⁰⁹.

Existen muchas acciones, instituciones y organizaciones memorables para el fortalecimiento de las PyMEs en Colombia, estas son algunas de las más importantes: MiPyME, Fundación Compartir, FUNDES, Corporación Innovar, Bancóldex, Proexport, CINSET, Confecamaras, Departamento nacional de plantación, Fondo nacional de garantías, Servicio nacional de aprendizaje – SENA, Ministerio de comercio, industria y turismo, Ministerio de la protección social, entre otros.

Las pequeñas y medianas empresas, abarcan gran parte de la economía y así mismo una gran variedad de subsectores. Esencialmente, el 71% de las PyMEs se enfocan en la explotación de recursos naturales, los demás sectores principales son: alimentos, cuero y calzado, muebles y madera, textil y confecciones, artes gráficas, plástico y químico, metalúrgico y metalmecánico, autopartes, y minerales no metálicos¹¹⁰.

Percepción directa de los empresarios PYME del sector textil y de confecciones: La ANIF, el Banco Interamericano de Desarrollo -BID, el Banco de la República y Bancóldex presentaron los resultados de La Gran Encuesta PyME para el segundo semestre de 2013. La muestra consistió en 1385 empresarios PyME de los sectores de industria, comercio y servicios, que contienen 21 subsectores económicos¹¹¹. En general, estos resultados se basaron en la percepción de deterioro por parte de los empresarios PyME en el macro sector de industria respecto a la evolución de sus negocios, lo cual era lo esperado debido al descenso económico del país anunciado anteriormente.

¹⁰⁹ REVISTA PORTAFOLIO. Especiales Portafolio.co. PYMES de Colombia son optimistas con el futuro. 2012. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.portafolio.co/negocios/pymes-colombia-son-optimistas-el-futuro>>

¹¹⁰ REDE. Las en Colombia. Julio 2011. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://rede.com/tag/-en-colombia/>>

¹¹¹ ANIF. Op. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013.

Dado lo anterior, los resultados mostraron lo siguiente: el 31% de los empresarios pertenecientes al sector de las PyMEs industriales en Colombia aseguran que su situación empeoró respecto a 2012, el 31% asegura que la situación fue mejor durante el primer semestre de 2013 que durante el segundo semestre del mismo año, contrario a esto el 39% asegura que el deterioro se mantuvo constante. La perspectiva respecto al tamaño es muy similar, ya que el 33% de las pequeñas empresas industriales aseguró que la situación económica se deterioró en 2013, y el 24% de las empresas medianas afirmó la misma percepción¹¹².

De acuerdo con la encuesta, los subsectores en los que se percibe la situación con mayor crecimiento son: alimentos y bebidas, actividades de edición e impresión, y productos de caucho y plástico. Por el contrario los subsectores con la percepción más negativa fueron: cuero, calzado y marroquinería; maquinaria y equipo; y productos textiles¹¹³.

Sobre las ventas de las pequeñas empresas industriales el 40% afirmó una reducción en 2013, contrario al 28% que asegura un incremento en las mismas. La percepción de las ventas de las medianas empresas industriales fue de disminución según el 33% de los empresarios, y de aumento según otro 33%. Los porcentajes restantes representan la percepción de indiferencia¹¹⁴.

En lo concerniente al nivel de producción industrial, medido por la utilización de la capacidad instalada, las medianas empresas industriales, presentaron un nivel de utilización de la capacidad instalada más alto que las pequeñas, sin embargo la tendencia se mantuvo estable respecto a 2012, al igual que la inversión en maquinaria, la cual se mantuvo estable en el 68% de las PyMEs en 2013 respecto a 2012, únicamente se presentó un aumento del 18% en las pequeñas empresas industriales y un 35% en las mismas empresas de tamaño mediano, manteniéndose el resto de porcentaje en la misma proporción que en 2012¹¹⁵.

¹¹² Ídem

¹¹³ Ídem

¹¹⁴ Ídem

¹¹⁵ Ídem

Otra situación que al parecer presenció el sector industrial fue un encarecimiento de los insumos, según el 45% de los empresarios PyME del país durante el primer semestre de 2013. Esto sumado a la reducción de la demanda, afectó negativamente las ganancias de los empresarios, quienes no pudieron compensar la dinámica negativa con el precio del bien final. Debido a lo anterior, el empleo sufrió una reducción en el sector industrial, el 26% disminuyó el número de trabajadores contratados¹¹⁶. Las principales dificultades presenciadas por las PyMEs industriales en 2013 fueron la falta de demanda, la rotación de cartera, el capital de trabajo insuficiente y el costo de los insumos, en orden de afectación¹¹⁷.

Finalmente, la percepción económica general del subsector de Prendas de vestir presenta el sexto decrecimiento más relevante en la industria después de la producción de cuero, calzado y marroquinería; maquinaria y equipo; productos textiles; y productos metálicos. Así mismo se evidencia la situación del volumen de ventas, las prendas de vestir continúan ocupando el sexto lugar más bajo de crecimiento entre los subsectores industriales nombrados. Similar a esto, el volumen producido de prendas de vestir, ocupa el cuarto lugar en orden de decrecimiento y la tercera posición a nivel de pedidos recibidos en el mismo orden; asimismo, la quinta posición de contracción en los márgenes y el número de trabajadores contratados dentro del sector industrial. Acerca de los costos de producción, las prendas de vestir se encuentran en el segundo lugar en orden de mayor a menor costo entre los subsectores industriales. El crecimiento en la inversión de maquinaria y equipo es el más bajo de todos los subsectores industriales en términos de crecimiento¹¹⁸.

La situación de financiamiento en las PyMEs presentó diferentes variaciones, una de ellas fue la reducción en la adquisición de crédito bancario en un 48% en el primer semestre de 2012 a un 46% en el primer semestre de 2013, causada

¹¹⁶ Ídem

¹¹⁷ Ídem

¹¹⁸ Ídem

principalmente por las pequeñas empresas. Las tasas de aprobación de créditos se mantuvieron estables en 2013, por encima del 90%, sin embargo en las pequeñas empresas industriales la tasa de aprobación se redujo en un 5% entre el primer semestre de 2013 y el mismo semestre de 2012, al igual que en las medianas empresas industriales en las cuales la aprobación se redujo en un 4%.

Las fuentes de los créditos adquiridos correspondían principalmente a líneas de redescuento ofrecidas por Bancóldex, la gran mayoría de créditos fueron adquiridos por crédito bancario como fuente tradicional. Los plazos de estos créditos en el sector industrial, fueron adquiridos sobre todo en el mediano plazo. Las tasas de interés, se mantuvieron para el sector industrial en promedio a DTF+4¹¹⁹. Respecto a las fuentes de financiación alternas, el 25% lo hizo a través de los proveedores, el 7% a través del leasing, el 4% factoring, entre otras fuentes.

El uso del sector industrial de los recursos financieros nombrados, es principalmente para capital de trabajo, seguido de búsqueda de mejores condiciones de crédito con intermediarios financieros para la consolidación del pasivo¹²⁰. Algunas razones por las cuales las PyMEs industriales no solicitaron crédito en 2013 es que no lo necesitan, seguido por los elevados costos financieros. Otra razón es que asumen que su solicitud será negada, o consideran que es un exceso de trámites y que son procesos demasiado largos¹²¹.

Las acciones de mejoramiento llevadas a cabo por las PyMEs industriales se basaron en: capacitación de personal (47%), diversificación o ampliación de mercados en Colombia (41%), políticas o prácticas de responsabilidad social empresarial (38%), lanzamiento de un nuevo producto (32%), obtención de un certificado de calidad (22%) o de una certificación ambiental (20%), diversificación

¹¹⁹ Ídem

¹²⁰ Ídem

¹²¹ Ídem

o ampliación de mercados fuera del país (16%) o no tienen ninguna acción de mejoramiento (20%)¹²².

Por otra parte las PyMEs industriales consideran que necesitan apoyo financiero para actividades de innovación, como el desarrollo de nuevos productos o servicios, una estrategia de divulgación y comunicación de nuevos productos y sus pruebas piloto, conocimiento de buenas prácticas, información para identificar nuevas oportunidades de negocio, etc. Además piensan que en un año se requerirá de algunos servicios para el desarrollo empresarial como mercadeo y ventas, capacitación de personal, planeación estratégica, sistemas de gestión de calidad, investigación y desarrollo, etc.¹²³.

¹²² Ídem

¹²³ Ídem

5. RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIMARIA

5.1 PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

5.1.1 Objetivo General: Contrastar el estado de las PyMEs en el 2012 y las teorías sobre la estructura de financiamiento.

5.1.2 Objetivos Específicos

- Conocer el porcentaje de deuda de las PyMEs respecto a sus activos
- Conocer los criterios usados por las empresas para la adquisición de la deuda.
- Conocer las razones por las cuales las PyMEs adquieren deuda.
- Conocer las fuentes de financiamiento más usadas por las PyMEs.
- Determinar el nivel de deuda manejado con los proveedores.
- Determinar las razones por las cuales las PyMEs desisten de la deuda.
- Conocer la disposición de las PyMEs para modificar la cantidad de deuda que adquieren.

5.1.3 Preguntas de la investigación

- ¿Cuál es el porcentaje de deuda de las PyMEs respecto a sus activos?
- ¿Cuáles son los criterios usados por las empresas para la adquisición de la deuda?
- ¿Cuáles son las razones por las cuales las PyMEs adquieren deuda?
- ¿Cuáles son las fuentes de financiamiento más usadas por las PyMEs?
- ¿Cuál es el nivel de deuda manejado con los proveedores?
- ¿Cuáles son las razones por las cuales las PyMEs desisten de la deuda?
- ¿Qué tan dispuestas están las PyMEs para modificar la cantidad de deuda adquirida habitualmente?

5.1.4 Hipótesis

H1: El tamaño de la empresa se relaciona con el porcentaje de deuda adquirido.

H2: La edad de la empresa se relaciona con la utilidad neta entregada a los socios.

H3: La rentabilidad sobre la inversión esperada por los socios se relaciona con el porcentaje de deuda adquirido.

H4: La disposición de las empresas para modificar la cantidad de deuda adquirida se relaciona con el porcentaje de utilidad neta entregada el periodo anterior.

En el anexo A se describe detalladamente el proceso de elaboración, validación y aplicación del instrumento utilizado para la recolección de la información.

5.1.5 Diseño Muestral

5.1.5.1 Definición de la población objetivo:

- Elemento: Empresas PyMEs
- Extensión: Área Metropolitana de Bucaramanga
- Unidad Muestral: Sector de Confecciones
- Tiempo o Momento: Noviembre de 2013 – Marzo 2014

5.1.5.2 Determinación del marco de muestreo: La representación de los elementos de la población meta son tomados de la base de datos suministrada por la Cámara de Comercio, donde se especifica las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, tal y como se menciona en la aplicación del instrumento (anexo A).

5.1.5.3 Elección técnica de muestreo: Debido a las características de la población objetivo, la técnica de muestreo adecuada es: Muestreo Bayesiano, sin reemplazo y no probabilístico, muestreo por conveniencia.

5.1.5.4 Tamaño de la muestra: La Población total de estudio son las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga listadas en la Cámara de Comercio:

- El tamaño de la población estudio es de 32 empresas (N).
- El nivel de confianza utilizado es del 95%, es decir, con un nivel de significancia (α) del 5% ($Z_{\alpha/2} = 1,96$).

- Con el fin de continuar con el desarrollo del proyecto alcanzando una confiabilidad de 95%, se dedujo un error (e) del 14%, asumiendo una probabilidad de éxito (p) de 50% y una probabilidad de fracaso (q) de 50%.

$$(10) \quad n = \frac{N \times Z_{\alpha/2}^2 \times p \times q}{Z_{\alpha/2}^2 \times p \times q + e^2 \times (N-1)} = \frac{32 \times 1,96^2 \times 0,5 \times 0,5}{1,96^2 \times 0,5 \times 0,5 + 0,14^2 \times 31} = 20$$

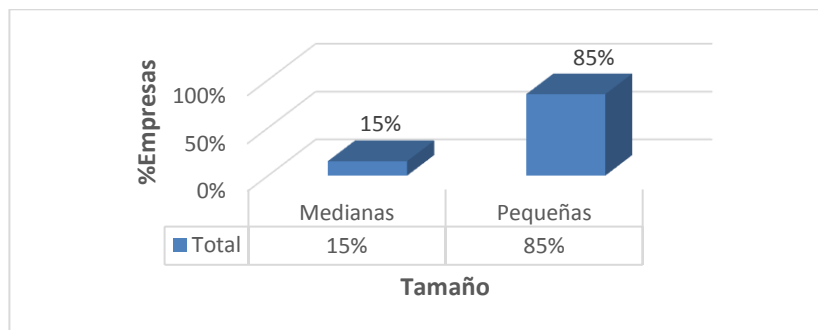
Aplicando la fórmula anterior, se obtuvo el tamaño de la muestra de 20 empresas en su mayoría pequeñas.

5.2 RESULTADOS OBTENIDOS DE LA APLICACIÓN DEL INSTRUMENTO

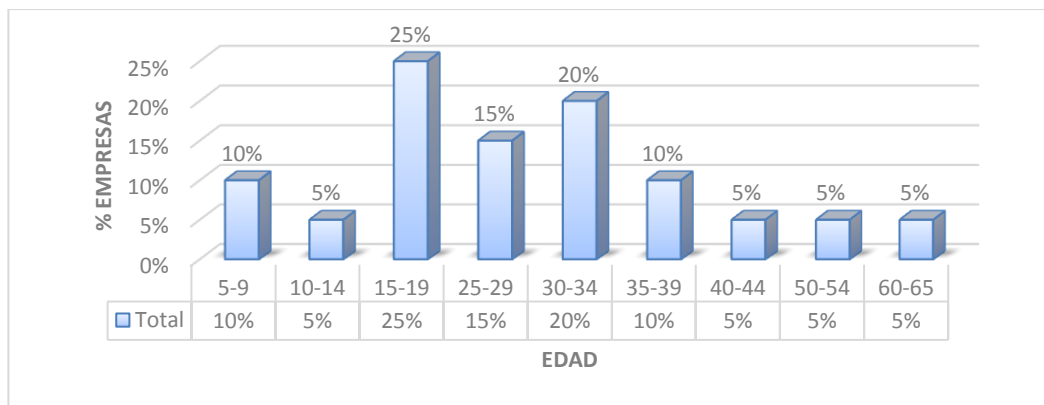
5.2.1 Resultados de la tabulación: Este estudio parte de la determinación del uso de la estadística inferencial como rama base de la presente investigación, ya que esta permite que se realicen juicios acerca de la población total, con base en los resultados generados por las muestras a través de la teoría de las probabilidades.

Se omitió la relación entre el grado de estudio de la persona encuestada, ya que se pretendía que el encargado de responder dicho instrumento fuera la persona encargada de tomar las decisiones financieras, pero no fue así en la mayoría de los casos.

Gráfica 14. Tamaño de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga

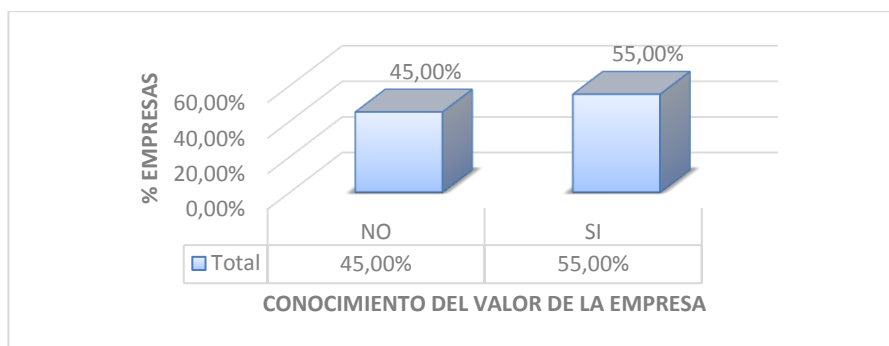


Gráfica 15. Edad de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga



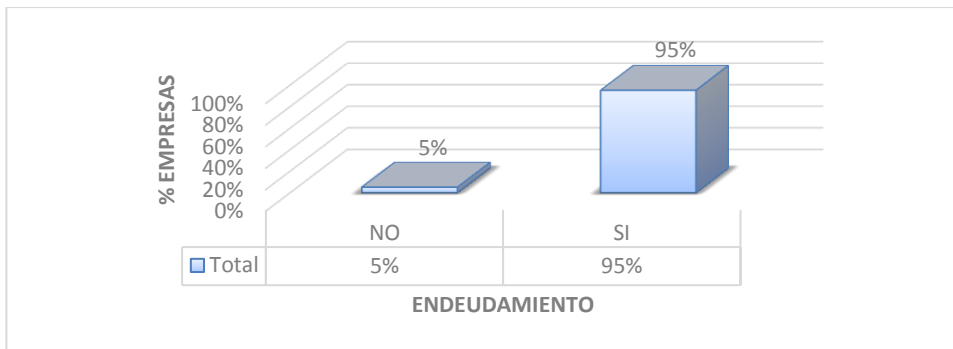
Como se puede observar en la gráfica 14, la mayoría de las empresas del sector de confecciones actualmente son pequeñas, por otro lado, el 75% de las PyMEs ha surgido en los últimos 34 años (ver gráfica 15).

Gráfica 16. Conocimiento del valor de la empresa



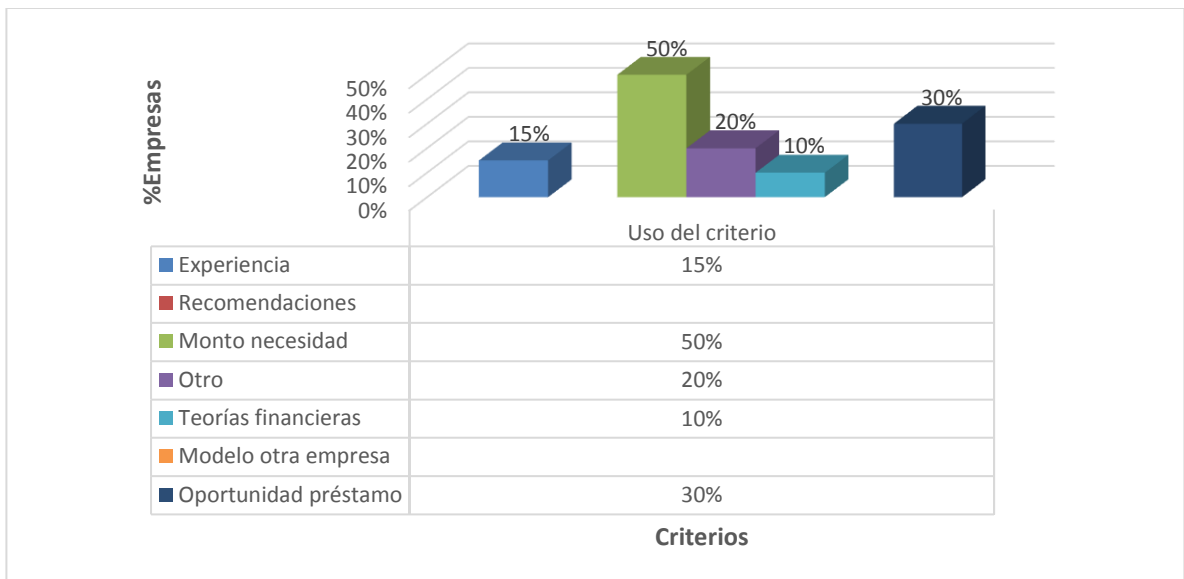
Se puede decir que la mitad de empresarios PyMEs no conocen el valor de su empresa (ver Gráfica 16), estos manifiestan que es un negocio familiar y no hay interés en vender y tampoco lo han necesitado, por ello no están interesados en calcularlo. Los empresarios que conocen el valor de su empresa, coinciden que la forma de calcularlo es con los activos (valor en libros), proyecciones de flujo de caja, good will y know how.

Gráfica 17. Empresas que han recurrido al endeudamiento como forma de financiación



Tan solo una empresa de las encuestadas afirma no haber adquirido deuda nunca como forma de financiamiento, tal y como se muestra en la gráfica 17; ya que siempre ha contado con los recursos propios necesarios

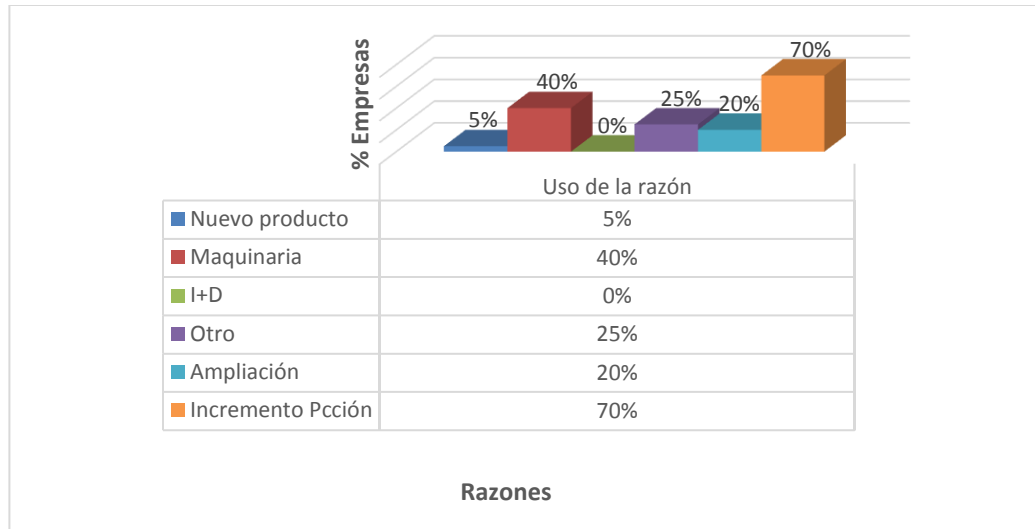
Gráfica 18. Criterios en los que se basan los empresarios para determinar el monto de la deuda



Según se plantea en la gráfica 18, el criterio en el que más se basan los empresarios para determinar el monto de la deuda a adquirir es según la necesidad, además hay algunas empresas que tienen en cuenta políticas de

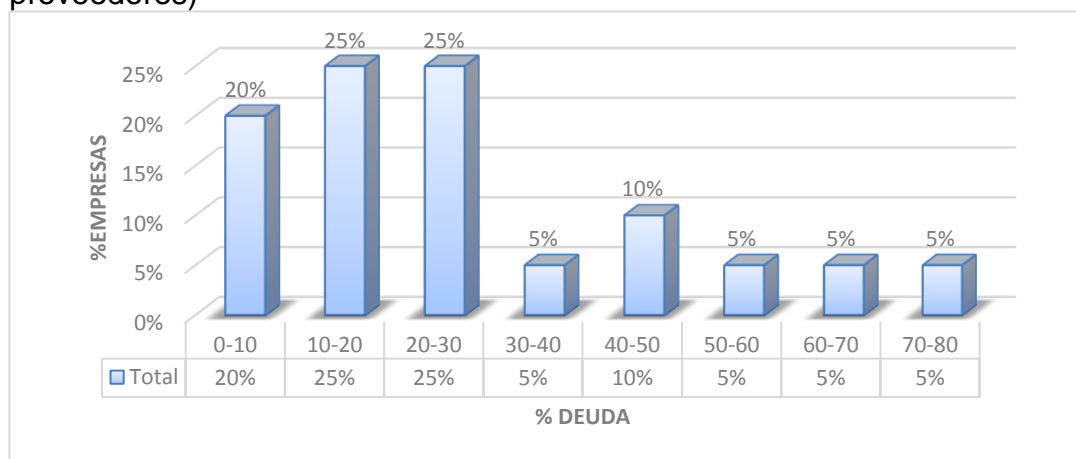
endeudamiento (no sobrepasar un porcentaje de deuda preestablecido) y las proyecciones de flujos de caja.

Gráfica 19. Razones que llevan a los empresarios a adquirir deuda

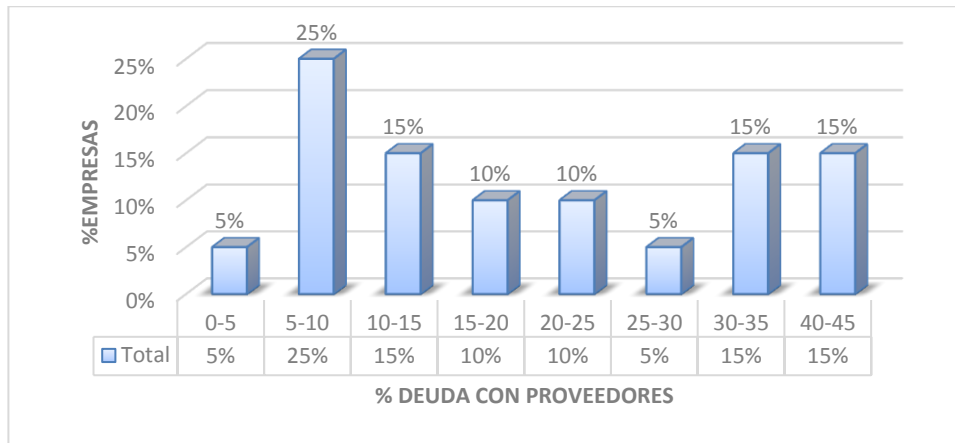


En las entrevistas realizadas los empresarios manifestaron que en su mayoría un crecimiento en la demanda implica mayor capital de trabajo, capital de trabajo con el que no cuentan, por ello se observa que la razón principal por la cual las PyMEs adquieren deuda es por el incremento en la producción según gráfica 19.

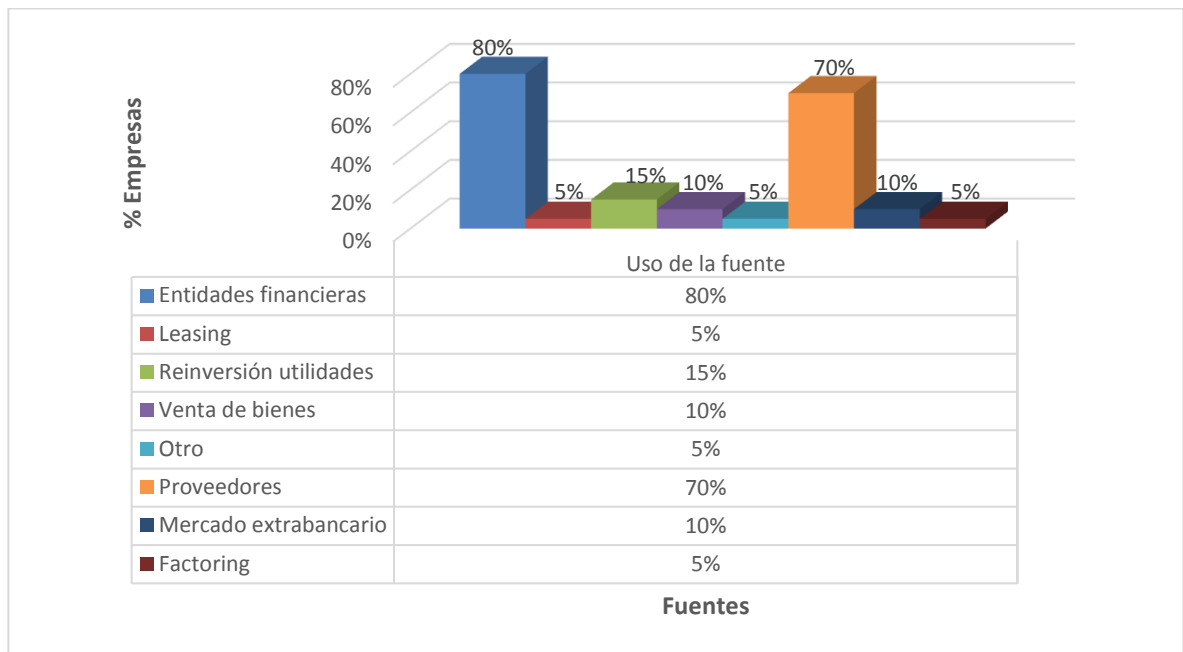
Gráfica 20. Porcentaje actual de activos financiados con deuda (excluyendo proveedores)



Gráfica 21. Porcentaje de deuda con proveedores

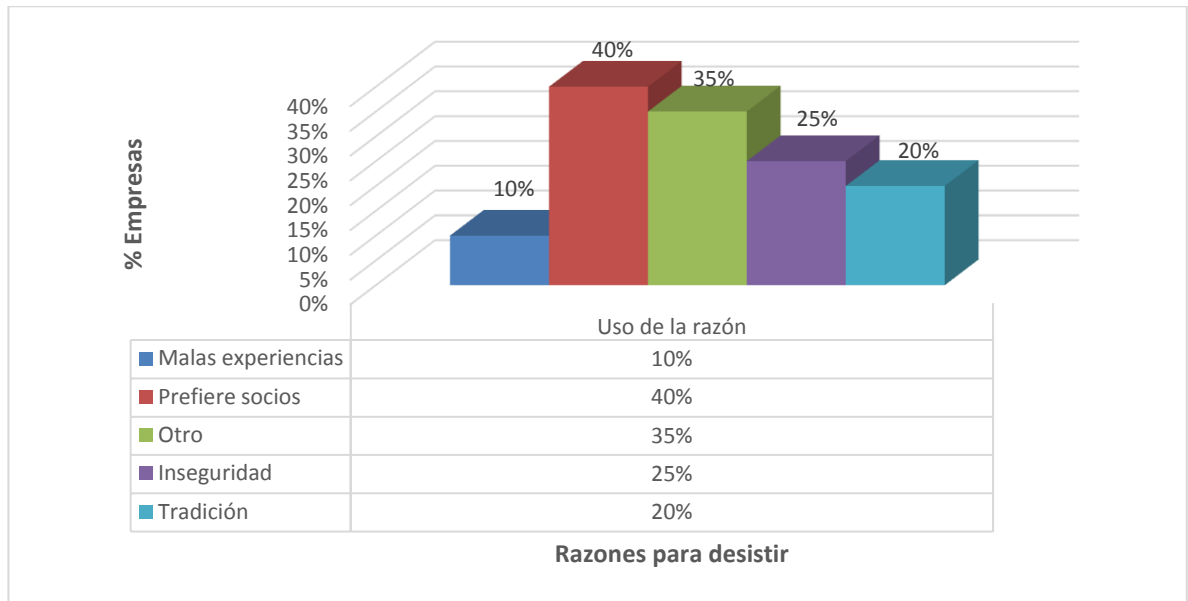


Gráfica 22. Fuentes de financiamiento



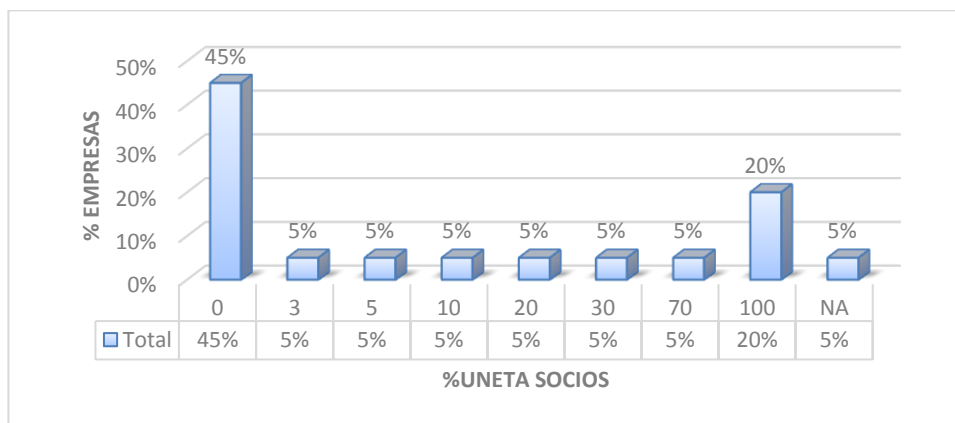
Las fuentes de financiamiento con mayor acogida según la gráfica 22 en las PyMEs del sector de confecciones son las entidades financieras y los proveedores, además, el porcentaje de apalancamiento del 70% de las empresas se observa entre 0% y 30% según las gráficas 20 y 21.

Gráfica 23. Razones para desistir de adquirir deuda



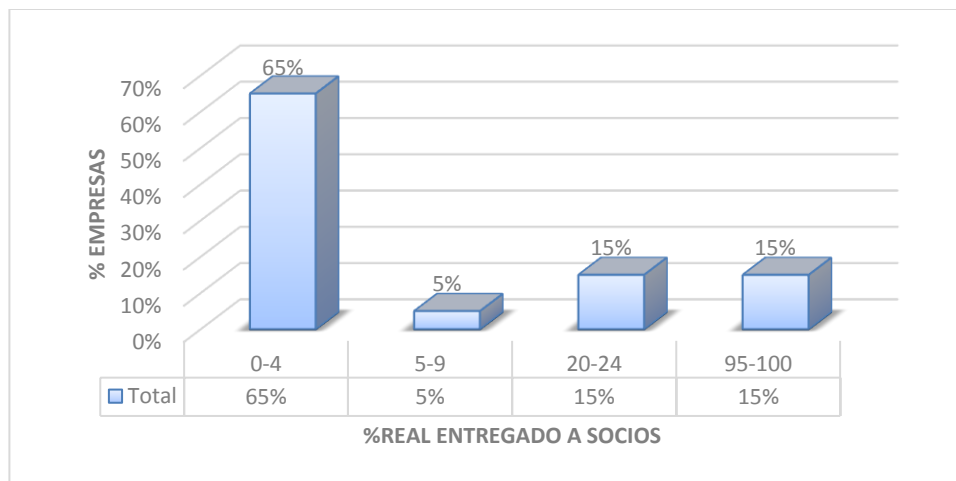
De las razones que los empresarios argumentan para desistir de adquirir deuda se establece principalmente el perfil conservador (gráfica 23), donde prefieren financiarse con recursos propios, otra razón expresada es el alto riesgo que presenta el sector (crecimiento negativo), por lo cual las entidades financieras no prestan dinero con respaldo en la empresa, es decir, los socios también deben respaldar el préstamo con bienes propios. Otros afirman que no tienen la necesidad de adquirir deuda. Una empresaria afirmó que siempre ha trabajado con deuda y no dejaría de adquirirla, ni utilizarla cuando sea necesario.

Gráfica 24. Porcentaje habitual de Utilidad Neta repartida a los socios



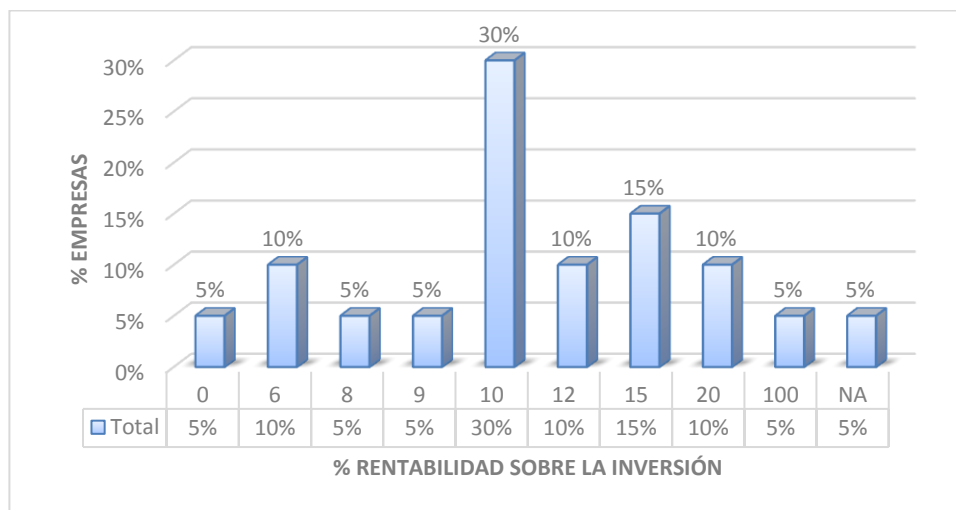
La mayoría de empresarios afirma que el momento en el cual se encuentra el sector no es favorable y por ello la utilidad neta no es repartida (ver gráfica 24).

Gráfica 25. Porcentaje de Utilidad Neta repartida a los socios el periodo pasado



Se puede evidenciar un comportamiento similar entre el reparto de utilidades habituales (gráfica 24) y el reparto de utilidades real entregado a los socios el periodo pasado (gráfica 25), donde el 65% de empresas recibe entre el 0 y 4%, además el porcentaje real entregado a los socios el periodo pasado en el 85% de empresas no sobrepasa el 24%.

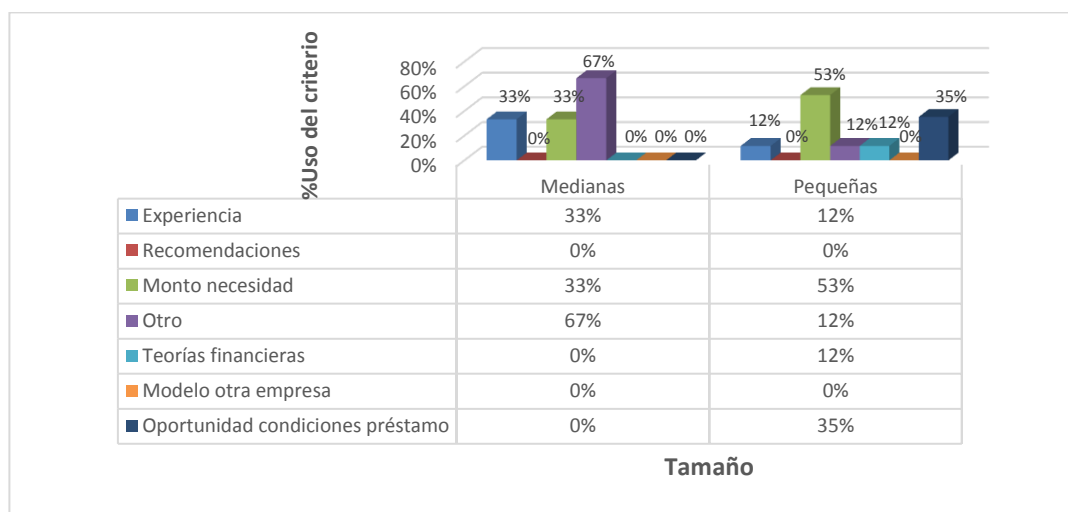
Gráfica 26. Rentabilidad esperada sobre la inversión



La opinión del sector se encuentra muy dispersa respecto a la rentabilidad esperada sobre la inversión, por lo cual no es posible definir una tendencia o comportamiento específico tal y como se muestra en la gráfica 26.

5.2.2 Resultados de las relaciones de dependencia: Por otra parte, para desarrollar inferencias sobre la forma como se distribuyen las empresas a través de las posibles categorías de una variable nominal es necesario hacer uso del procedimiento Ji cuadrado para comparar la distribución observada con otra hipotética¹²⁴. Las conclusiones obtenidas como resultado del cruce de variables en el estadístico Ji-cuadrado fueron bastante diversas como se describirá a continuación y se muestran en el anexo C.

Gráfica 27. Criterios para determinar el monto de la deuda vs Tamaño

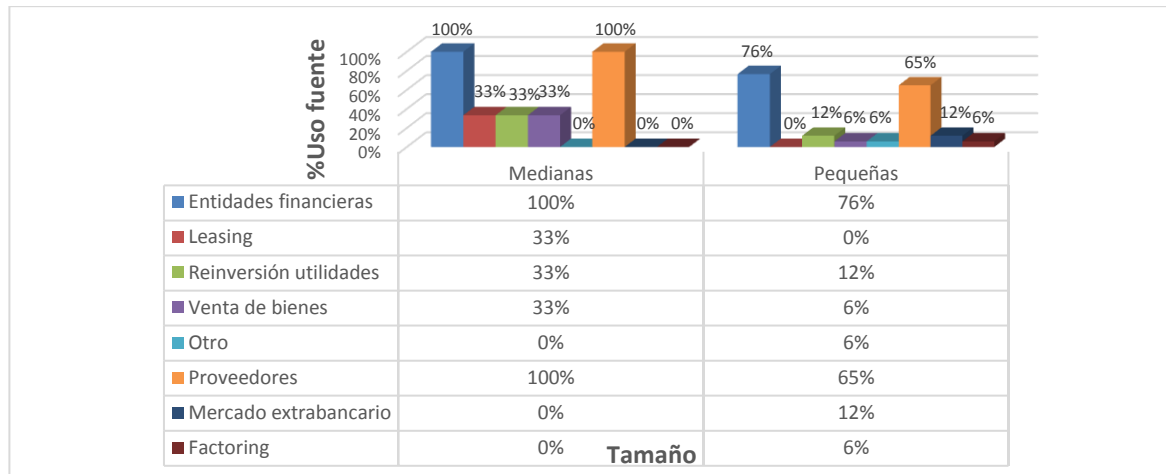


Dentro de los estudios realizados se obtuvo que la variable tamaño de las empresas no es independiente de la variable uso de un criterio particular en la empresa para determinar el monto de las deudas, por lo que a mayor tamaño de la empresa, mayor probabilidad de aplicación de un criterio particular para el endeudamiento. Algunos ejemplos de estos criterios son: un porcentaje específico

¹²⁴ KINNEAR, Thomas C. y TAYLOR, James R. Investigación de Mercados: Un enfoque aplicado. 5 ed. Santafé de Bogotá D.C.: McGraw-Hill Interamericana, 2007. 900 p.

de los activos o del efectivo proyectado mensual, el flujo de caja y la proyección de ventas, entre otros. Para este estudio particular la gráfica 27 muestra que el 67% de las medianas empresas determinan el monto de sus deudas por criterios particulares, una menor cantidad de empresas pequeñas (12%) aplican este tipo de criterios.

Gráfica 28. Fuentes usadas para la financiación vs Tamaño



Además, la variable tamaño de la empresa también se podría relacionar con las empresas que hacen uso del leasing como fuente de financiación (ver anexo C), a medida que la empresa es de mayor tamaño es más frecuente el uso de leasing, sin embargo no es posible sustentar una afirmación al respecto debido al tamaño de la muestra de empresas medianas analizadas. Esta presunción es un reflejo de la situación nacional de las PyMEs en Colombia en el año 2013, ya que las investigaciones¹²⁵ aseguran que a pesar del uso moderado del leasing como fuente de financiación, esta fuente es usada cada vez con mayor frecuencia por las medianas empresas, contrario a las pequeñas empresas, las cuales hasta ahora están iniciando el uso y conocimiento de esta fuente¹²⁶. En la gráfica 28 se presenta el estudio realizado a la muestra correspondiente al sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, en ella se evidencia que las pequeñas empresas aún no hacen uso de leasing como fuente de financiación,

¹²⁵ ANIF. Op. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013

¹²⁶ Ídem

contrario a las medianas empresas (33%) en las que el leasing es ahora una opción relevante para el endeudamiento.

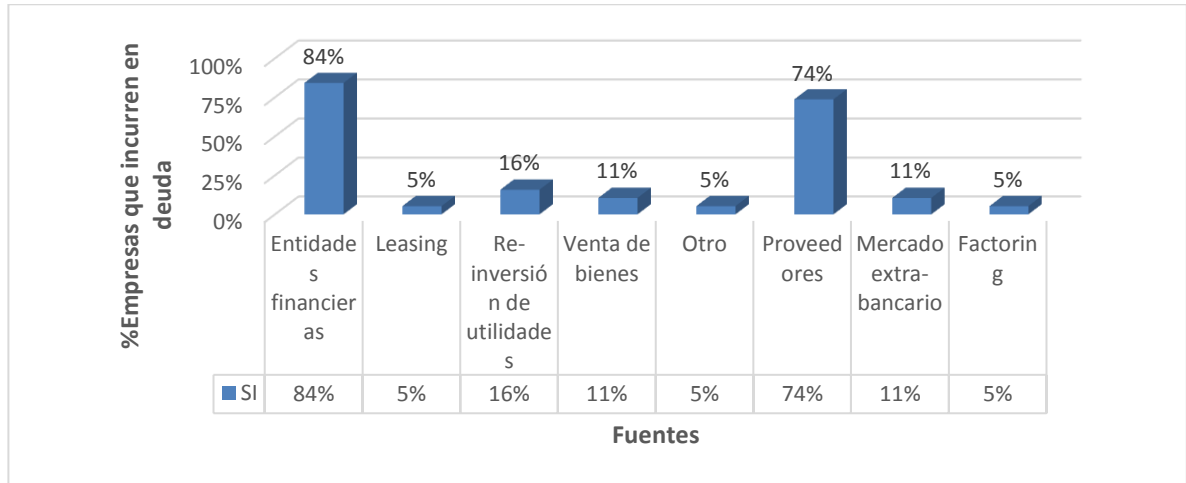
De acuerdo con las teorías financieras, la dependencia de la variable tamaño con las variables nombradas anteriormente tiene diferentes justificaciones. Las teorías del Trade-off y del Pecking order coinciden en la afirmación de que las pequeñas empresas son las mayores víctimas de los efectos ocasionados por las asimetrías de información, lo que las lleva a tener poco conocimiento acerca de las fuentes de financiación no tradicionales y a limitar sus criterios para la determinación de la deuda, tal como se evidencia en los resultados observados, sin embargo, estas teorías difieren en el momento en el que el Pecking order asegura que son las empresas pequeñas quienes por la necesidad tendrán un mayor endeudamiento. Contrario a esto, la teoría del Trade-off asume que las empresas con mayor número de activos son las que más adquieren deuda por su mayor flexibilidad y acceso al mercado de capitales, así como por alternativas más ventajosas, mejor imagen, respaldo y confianza¹²⁷.

Curiosamente, la variable edad de las empresas, es independiente de todas las demás variables (ver anexo C), lo que pone en entredicho algunos estudios desarrollados en Colombia, como el del autor Rivera Godoy acerca de la Estructura financiera de las PyMEs de confecciones en el Valle del Cauca, en los que se afirman relaciones inversas entre esta variable y el endeudamiento¹²⁸.

¹²⁷ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 40-41

¹²⁸ RIVERA GODOY. Op. cit. p. 197

Gráfica 29. Fuentes usadas para la financiación vs Endeudamiento



Por otra parte, la incursión en endeudamiento no es un hecho independiente de las empresas que usan entidades bancarias como fuentes de financiación, lo que señala que la mayoría de empresas que incurren en endeudamiento lo hacen a través de entidades financieras. Según estudios realizados en las PyMEs colombianas, estas en ausencia de recursos internos recurren en primer lugar a la deuda segura, seguida de la deuda riesgosa y finalmente a la venta de acciones¹²⁹. Situación común en la tendencia nacional, pues del total de PyMEs industriales que incurrieron en deuda en Colombia en el 2013, el 56% accedieron a este tipo de fuentes de financiación¹³⁰. Los estudios realizados con base en la información recolectada con el instrumento señalan que el 84% de las PyMEs que han adquirido o adquieren deuda hacen uso de las entidades financieras (Ver gráfica 29).

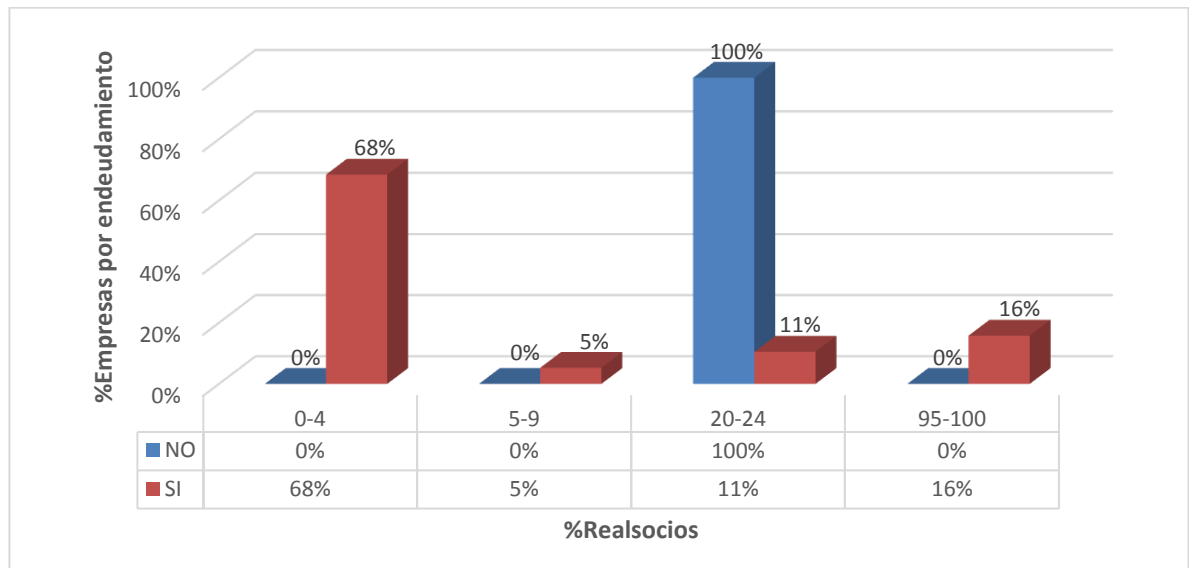
Por otra parte, este hecho de incurrir en endeudamiento también se encuentra asociado al porcentaje real entregado a los socios sobre su inversión, pues la gran mayoría de las empresas que incurren en deuda entregan un menor porcentaje a sus socios, lo que puede deberse a la inadecuada financiación de la deuda, ya sea por exceso, por déficit de la misma o por malas condiciones, o simplemente porque el pasivo es superior respecto al patrimonio, y así se comporta su

¹²⁹ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 36

¹³⁰ ANIF. Óp. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013

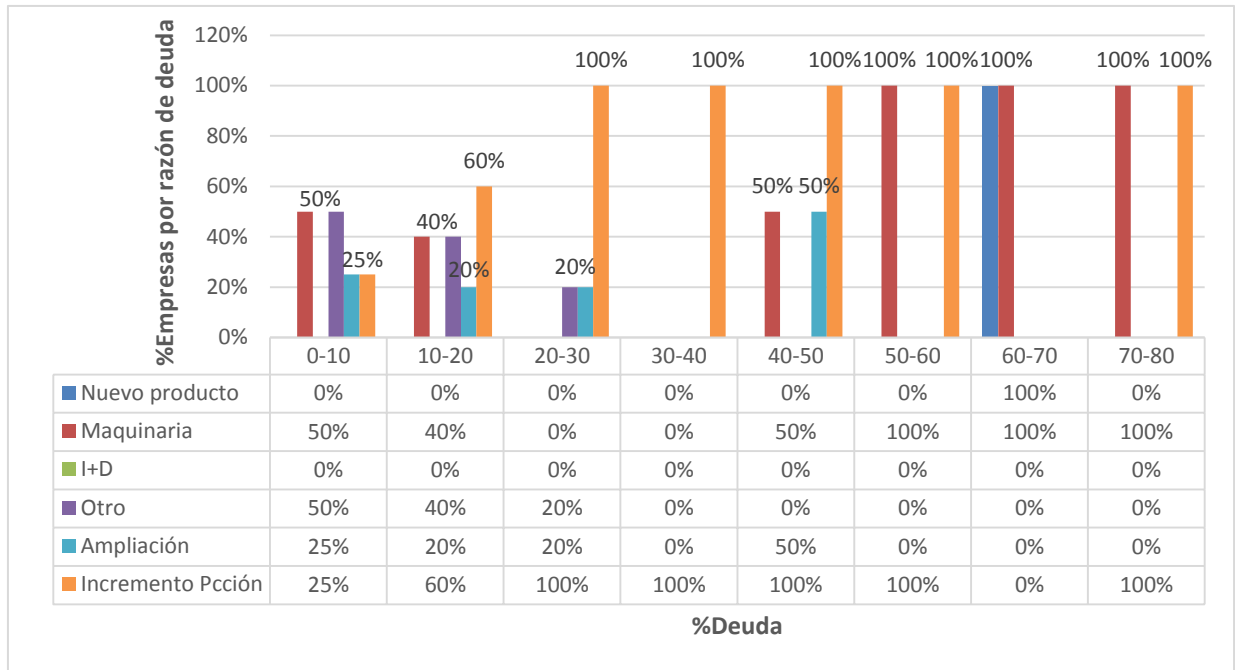
retribución. La relación inversa entre estas dos variables está definida en la teoría del Trade-off como una consecuencia de los costos de agencia, pues los accionistas deben escoger entre adquirir un mayor nivel de deuda o intensificar la política de reparto de dividendos.

Gráfica 30. Porcentaje real entregado a los socios vs Endeudamiento



Los resultados observables en la gráfica 30 para la muestra específica entre estas dos variables, indican que el 100% de las PyMEs que no ha adquirido, ni adquiere deuda se encuentra dentro del rango de 20 a 24 % real entregado a los socios sobre su inversión en el periodo anterior, inversamente el 68% de las PyMEs que sí ha adquirido o adquiere deuda está dentro del rango de 0 a 4 % real entregado a los socios, únicamente el 27% de estas empresas superan el 20% real entregado a los socios.

Gráfica 31. Porcentaje de deuda vs Razones para adquirir deuda



En materia de porcentaje de activos financiados, esta variable se encuentra relacionada únicamente con un plan de incremento de producción (ver anexo C), ya que el 100% de las empresas que poseen deuda entre el 20 y 80%, lo hace para incrementar su producción, aquellas que adquieren un porcentaje de activos financiados entre el 10 y 20%, el 60% lo hace para incrementar su producción, y finalmente el 25% del total de empresas que poseen un porcentaje de deuda menor al 10% hace uso de esta misma justificación. Contrario a esto, de las empresas analizadas en la gráfica 31, el 0% adquiere deuda para llevar a cabo el lanzamiento de un nuevo producto, por lo que se asume que su relación es nula.

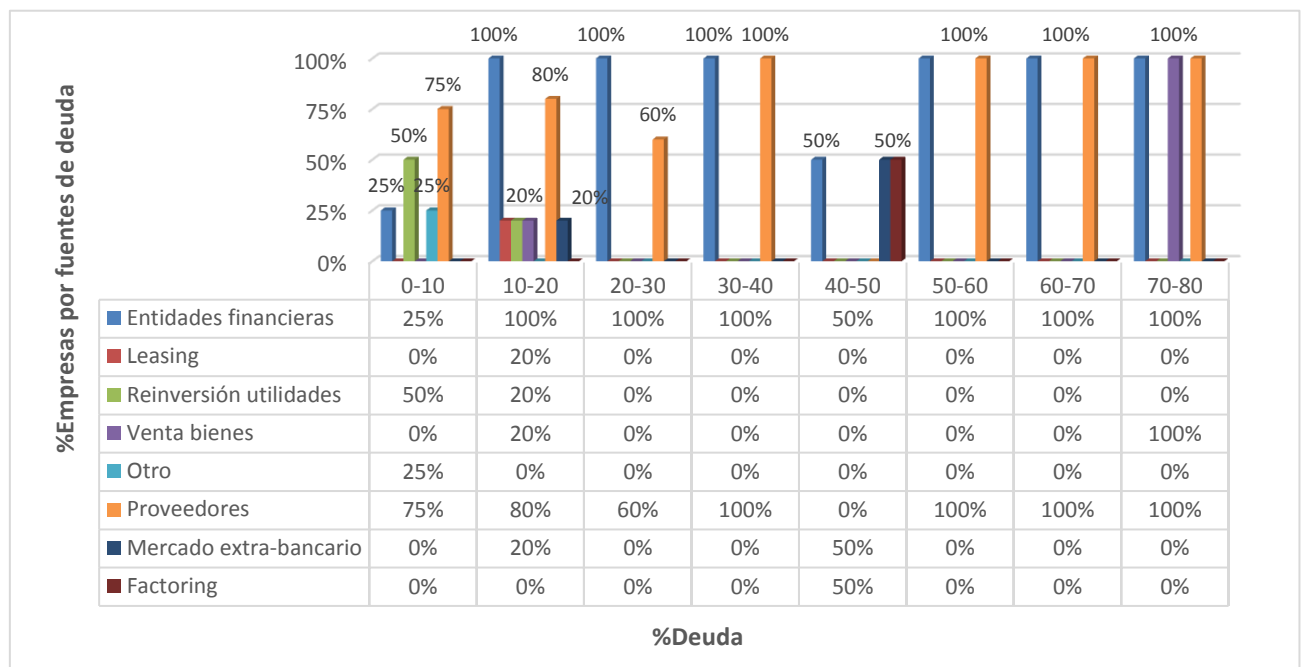
Por otra parte, la teoría del Pecking order y del Trade-off coinciden en que la deuda y la inversión en capital de trabajo mantienen una relación positiva¹³¹, por lo que es normal que se presenten ciertos niveles de endeudamiento en las empresas para inversión en incremento de producción. También los resultados respecto a un porcentaje de endeudamiento nulo con motivo del lanzamiento de un nuevo producto son coherentes con el comportamiento de los resultados de

¹³¹ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 36-37

esta encuesta, pues ninguna empresa asegura que su razón de deuda pueda ser la investigación y el desarrollo, la cual es una etapa previa e indispensable para una adecuada inversión en el lanzamiento de un nuevo producto.

A diferencia de estos resultados evidenciados en el instrumento aplicado a nivel del Área Metropolitana de Bucaramanga, en la encuesta PyME de 2013 realizada para el sector industrial en Colombia, el 50% de las empresas asegura que requerirá I+D para su adecuado crecimiento¹³², necesidad primordial y no reconocida por las PyMEs del sector estudiado.

Gráfica 32. Porcentaje de deuda vs Fuentes usadas para la financiación



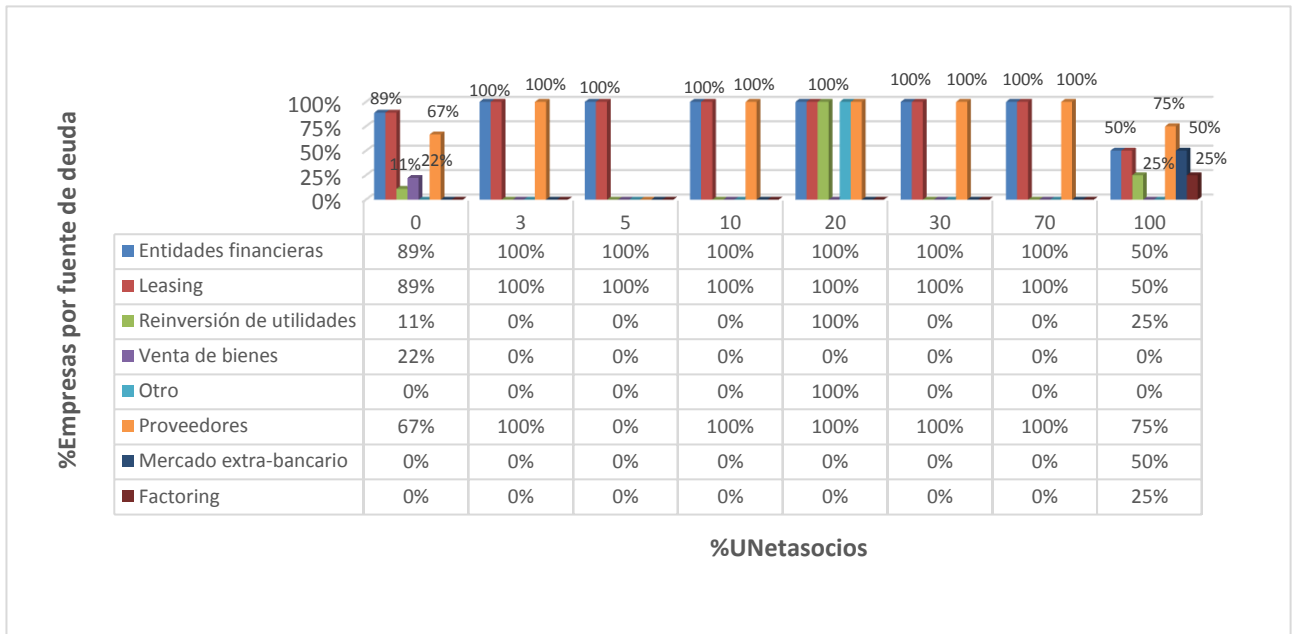
Asimismo, esta variable de porcentaje de activos financiados tiene cierta dependencia con la fuente de financiación de cada empresa. La recolección de datos indica que a menor porcentaje de activos financiados, entre el 0 y 10%, mayor porcentaje de empresas aplican fuentes de financiación particulares (25%), como el pago anticipado de pedidos, ya sea porque evitan riesgos con las entidades financieras o demás fuentes tradicionales o por aversión a la deuda.

¹³² ANIF. Óp. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013

Curiosamente las que se encuentran dentro de este rango de activos financiados son las que presentan el más bajo nivel de uso de entidades financieras como fuentes de financiación, todo esto está evidenciado a través de la gráfica 32.

En la situación planteada anteriormente es posible comparar lo mencionado en la teoría del Trade-off, ya que esta afirma que la aversión al riesgo del directivo influye en las decisiones de financiación de la organización y únicamente por la obtención del beneficio fiscal por deuda haría un uso moderado de ella¹³³.

Gráfica 33. Porcentaje de utilidad neta repartida a los socios vs Fuentes usadas para la financiación



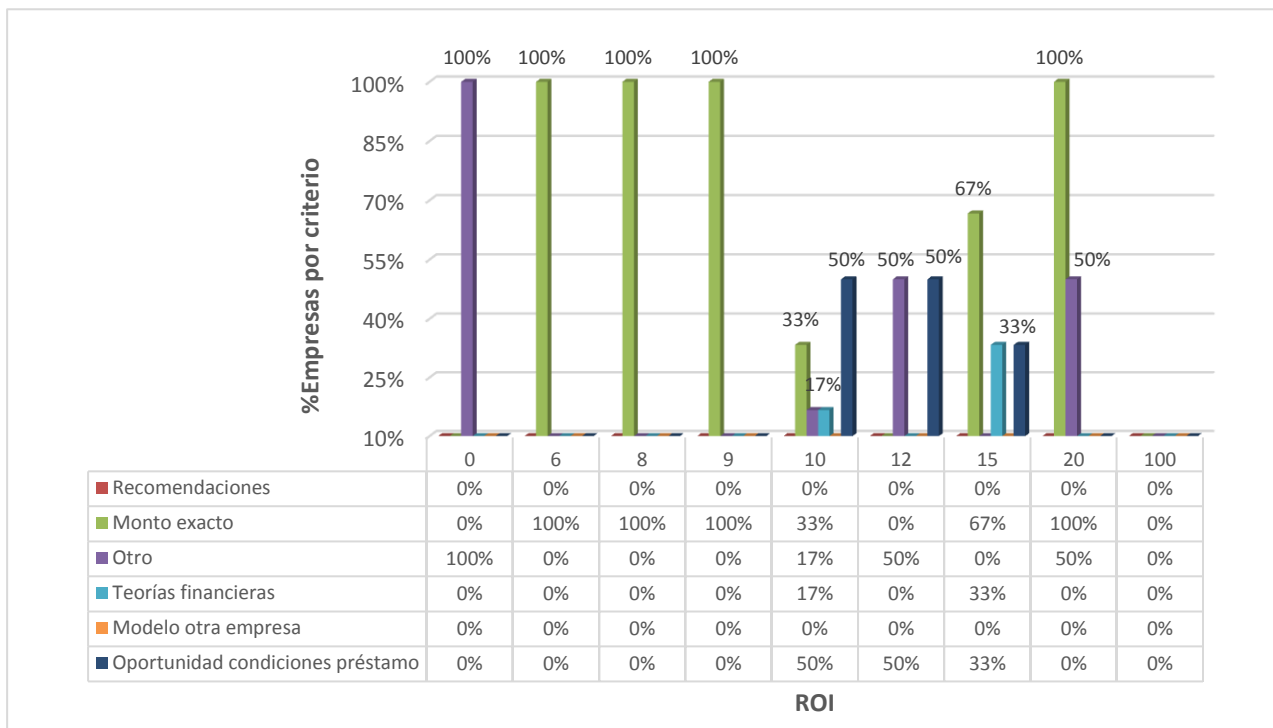
Otra variable que presenta dependencia con las fuentes de financiación particulares es el porcentaje de utilidad neta repartida a los socios (ver anexo C). Con la información recolectada a través del instrumento no es posible definir el tipo de dependencia positiva o inversa entre estas dos variables, en la gráfica 33 es posible observar la imparcialidad entre las mismas, ya que de una manera particular la totalidad de las PyMEs que reparten a sus socios el 20% de la utilidad

¹³³ RIVERA GODOY. Op. cit. p. 52-53

neta hacen uso de otras fuentes de financiación diferentes a las listadas en el instrumento, y este rango de utilidad (20%) no puede considerarse alto o bajo, pues sería hacer una conclusión parcializada.

Lo anterior concuerda con la teoría del Pecking order, la cual establece que las empresas reparten la utilidad neta a los socios de acuerdo con sus oportunidades de inversión, sin embargo, la existencia de políticas de los accionistas impiden que esto se cumpla y obligan a la empresa a incurrir en deuda, la cual en primera instancia debe ser deuda segura¹³⁴. Para el caso particular de cada empresa que dio como respuesta la opción de fuentes de financiación particulares, probablemente su política de selección de fuentes de financiación siga la jerarquía de preferencias y considere a dicha fuente específica como segura de deuda.

Gráfica 34. Criterios para determinar el monto de la deuda vs Rentabilidad esperada sobre la inversión



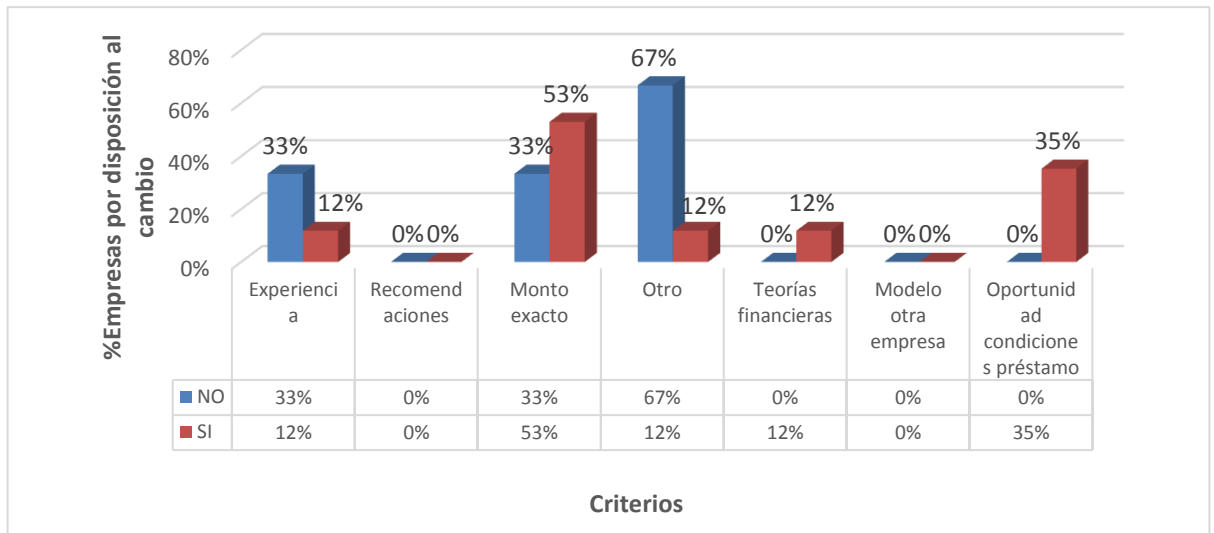
¹³⁴ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 36

Igualmente, la rentabilidad efectiva anual sobre la inversión esperada por los socios tiene dependencia con las teorías financieras como criterio base para determinar el monto de las deudas. Este estudio muestra que a medida que los socios esperan una mayor rentabilidad efectiva anual de su inversión existe un mayor uso de las teorías financieras como criterio de las empresas para determinar el monto de sus deudas. En la gráfica 34, del total de empresas de las cuales los socios esperan el 15% de retorno a su inversión, el 33% se basa en este criterio para decidir el monto de sus deudas, en las empresas en las que los socios esperan el 10%, únicamente el 17% usa este criterio y finalmente en las empresas en las que la rentabilidad esperada de los socios es menor al 10% no se hace uso de este criterio.

Dado lo anterior, y de acuerdo a la teoría del Pecking order, se considera que por asimetrías de información y costos de oportunidad las firmas se financian en primer lugar con recursos propios evitando el riesgo. En un estudio desarrollado en Colombia, se analiza el efecto de los recursos internos de la firma sobre su coeficiente de apalancamiento, y se obtiene que esta relación es negativa, lo que apoya las predicciones teóricas del Pecking order y asegura que las empresas con mayor rentabilidad adquieren menor deuda¹³⁵, por lo que la cantidad de deuda que tengan (un nivel moderado) se determinará a partir de bases confiables y cuidadosamente estudiadas, como lo son las teorías financieras.

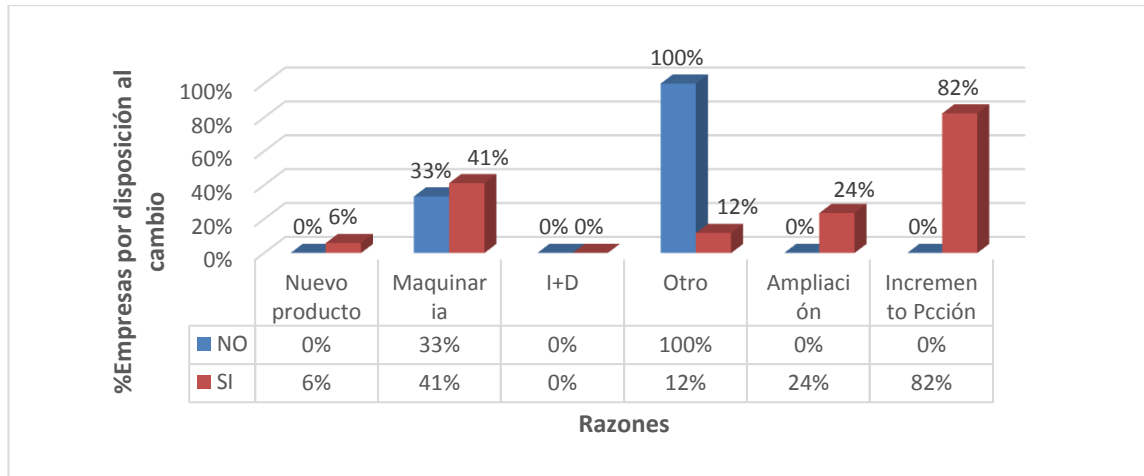
¹³⁵ TENJO G., Fernando, LÓPEZ, Enrique y ZAMUDIO, Nancy. Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas. Borradores de Economía. Banco de la República. Bogotá, Colombia. 1996-2002. [en línea].

Gráfica 35. Disposición a modificar el monto de deuda vs Criterios para determinar el monto de la deuda



En lo que respecta a la disposición de las empresas para modificar la cantidad de deuda que adquieren con la existencia de una combinación sugerida que permita maximizar su valor, esta variable está relacionada con criterios particulares de las PyMEs para determinar el monto de las deudas. En las encuestas los resultados presentaron que la disposición de las empresas es menor cuando existen criterios particulares definidos, prueba de esto es que un 67% de las empresas que no están dispuestas a dicha modificación usan un criterio particular diferente a los tradicionales propuestos, como: no superar el 50% de los activos, proyecciones de flujo de caja, análisis del efectivo en los siguientes meses o proyecciones de venta, entre otros. Por otra parte, únicamente el 12% de las empresas que admitieron estar dispuestas a modificar la cantidad de deuda asegura que usa un criterio particular. Todo esto se puede observar a través de la gráfica 35.

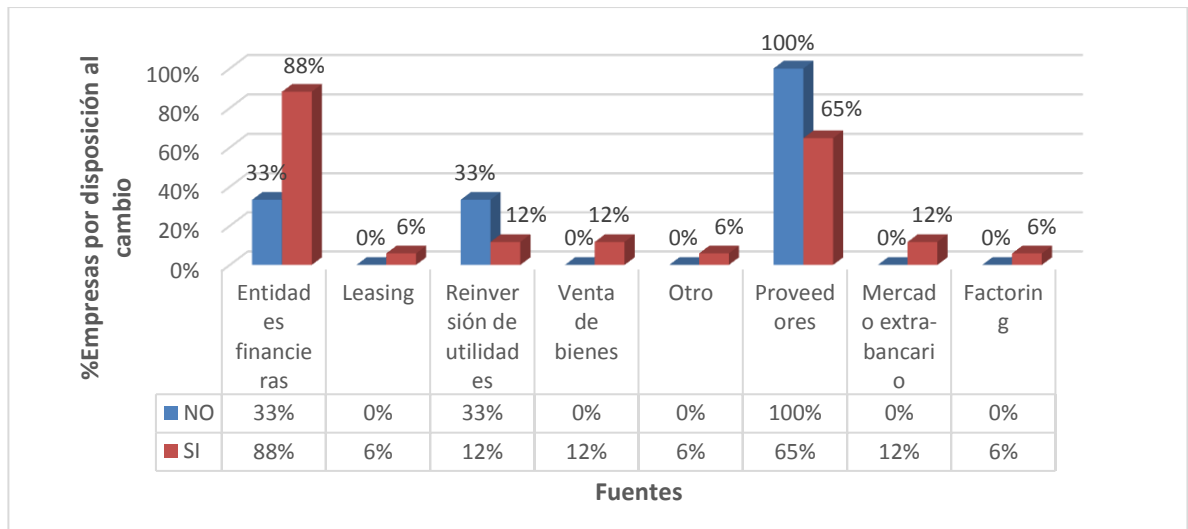
Gráfica 36. Disposición a modificar el monto de deuda vs Razones para adquirir deuda



En el análisis (ver anexo C) también resultó que la disposición de las PyMEs tiene cierta relación con dos razones que las empresas argumentan por su necesidad de adquirir deuda, una de ellas es el incremento en la producción, seguida de las razones particulares específicas de cada empresa para adquirir deuda. En la gráfica 36 se evidencia que aquellas empresas dispuestas a modificar el monto de la deuda adquirida, justifican la misma con un incremento de producción, contrario a aquellas que no están dispuestas a modificar el monto de deuda adquirida, justifican la misma con razones particulares. El 82% de las empresas que están dispuestas a modificar su cantidad de deuda argumenta su deuda con motivo de un plan de incremento de producción. Por otro lado, el 100% de las PyMEs que no están dispuestas a modificar su cantidad de deuda asegura que sus razones para adquirirla son únicamente que la deuda es sólo para pagar a los proveedores, materias primas o nómina pendiente, o cuando salen contratos muy grandes; o su razón para no adquirirla puede ser que no hay necesidad.

Finalmente, la disposición de las PyMEs a modificar su cantidad de deuda demuestra cierta dependencia con el uso de entidades financieras como fuente de financiación (ver anexo C). La mayor cantidad de empresas que están dispuestas a este cambio (88%) se financian a través de entidades financieras, a diferencia de aquellas empresas que no están dispuestas, pues únicamente el 33% hace uso de esta fuente de financiación.

Gráfica 37. Disposición a modificar el monto de deuda vs Fuentes usadas para la financiación



Los resultados demostraron la alta disposición de las empresas para realizar modificaciones en el monto de la deuda adquirida que les permita maximizar su valor, por lo observado la mayoría de ellas hacen uso de entidades financieras como fuente de financiación (ver gráfica 37), sin embargo su satisfacción no es total, como muestra de ello, su deuda se justifica principalmente por la producción, lo cual en términos ideales debería financiarse con recursos propios, además sus determinaciones sobre el nivel de deuda se basan en criterios particulares, de manera que se evidencia la búsqueda constante de mejores beneficios.

6. ESTADO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES DEL SECTOR DE CONFECCIONES DEL ÁREA METROPOLITANA DE BUCARAMANGA

6.1 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO

Los indicadores de endeudamiento, permiten conocer qué tan estable y consolidada es una empresa en términos de la composición de los pasivos y su peso relativo con el capital y el patrimonio, midiendo también el riesgo que corre quien ofrece financiación adicional a una empresa y determinando quién ha aportado los fondos invertidos en los activos. Basado en la información recolectada a través del instrumento se realiza el siguiente análisis del sector en estudio:

En la tabla anexo D, se muestra que la concentración del pasivo a corto plazo en la muestra analizada, presenta una moda del 100%, al igual que la concentración de deuda con proveedores, lo que lleva a concluir que la mayoría de empresas del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga se financia con el corto plazo y la fuente principal son los proveedores.

Además, se observa que el apalancamiento interno es mucho mayor que el apalancamiento externo en la mayoría de empresas; igualmente se tiene que el endeudamiento con el sector financiero oscila entre el 0% y el 75%, con una moda de 20% y un promedio de 22,95%. Lo descrito anteriormente hace entrever el perfil conservador que hoy por hoy mantiene el sector.

Tabla 7. Indicadores de endeudamiento del sector de confecciones a nivel Nacional

DATO	2008	2009	2010	2011	2012
Apalancamiento externo (Veces)	1,18	1,08	1,02	1,23	1,13
Concentración del Pasivo en el Corto Plazo	78,57%	78,35%	75,94%	72,08%	70,04%
Endeudamiento con el Sector Financiero	24,43%	21,38%	21,84%	24,04%	25,54%
Concentración Endeudamiento Financiero	45,19%	41,24%	43,30%	43,56%	48,13%
Razón de Endeudamiento	54,06%	51,85%	50,45%	55,19%	53,07%
Endeudamiento Corto Plazo con Proveedores	19,93%	17,37%	18,00%	18,09%	14,90%

Fuente: Indicadores de endeudamiento en: <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>

Tabla 8. Indicadores de endeudamiento del sector de confecciones a nivel Santander

DATO	2008	2009	2010	2011	2012
Apalancamiento externo (Veces)	0,63	0,53	0,68	0,68	0,69
Concentración del Pasivo en el Corto Plazo	92,04%	89,04%	90,38%	90,89%	89,47%
Endeudamiento con el Sector Financiero	13,70%	12,25%	12,61%	12,44%	8,59%
Concentración Endeudamiento Financiero	35,58%	35,33%	31,15%	30,72%	21,13%
Razón de Endeudamiento	38,52%	34,67%	40,49%	40,50%	40,68%
Endeudamiento Corto Plazo con Proveedores	15,23%	14,12%	15,81%	13,84%	19,09%

Fuente: Indicadores de endeudamiento en: <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>

Tabla 9. Indicadores de endeudamiento del sector estudiado

DATO	2012
Apalancamiento externo (Veces)	1,66
Apalancamiento Interno (Veces)	2,65
Concentración del Pasivo en el Corto Plazo	68,09%
Endeudamiento con el Sector Financiero	22,95%
Concentración Endeudamiento Financiero	54,24%
Razón de Endeudamiento	41,39%
Concentración deuda con Proveedores	45,76%

A la luz de los resultados presentados en las tablas 7, 8 y 9; podemos destacar en primer lugar que el apalancamiento externo del Área Metropolitana de Bucaramanga (1,66 veces) respecto al promedio del sector Nacional (1,13 veces) y de Santander (0,69 veces) es mayor, a esto se le atribuye como principal ventaja

que se puede multiplicar la rentabilidad; y como principal inconveniente que la operación no salga bien y acabe siendo insolvente, sin embargo para esta región particular el apalancamiento interno fue mayor en el año 2012, los accionistas participaron en el endeudamiento 2,65 veces por cada vez que participó un tercero, lo cual da una idea de la autonomía financiera del sector.

Por otro lado, la razón de endeudamiento del sector analizado para el año 2012 es de 41,39%(ver tabla 8), y se encuentra unos puntos porcentuales por encima del promedio de los últimos años (2008 a 2012) del sector en Santander presentando un 38,97%¹³⁶. Además, comparando este índice con la media nacional para el año 2012, se observa que las empresas de Bucaramanga y su Área Metropolitana tienen un nivel de deuda menor en aproximadamente un 10% a la media nacional, al situarse estas últimas en un 53,07%.

Este ratio muestra, que la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio es menor al de los accionistas, afirmando una vez más la autonomía financiera del sector; lo que no representa un nivel muy riesgoso para las empresas. Además este endeudamiento está concentrado principalmente a corto plazo (68,09%); es decir, las empresas del sector presentan mayor facilidad para obtener financiación a corto plazo, tanto de las entidades financieras como de los proveedores.

Adicionalmente, al considerar menos recursos autogenerados y menos rentabilidad esperada (menor capacidad para generar recursos) es de esperar mayor endeudamiento a corto plazo para de esta forma suplir las necesidades inmediatas.

Otra explicación para esta alta concentración de endeudamiento a corto plazo es debido a la crisis evidenciada en la industria textil-confecciones, obedeciendo varios factores que se conjugaron en contra del mercado colombiano en los

¹³⁶ SIREM. Indicadores de endeudamiento. Agregados por los filtros seleccionados de regiones y/o sectores [en línea]. [Consultado 10 marzo de 2014]. Disponible en <<http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>>

últimos años, como la caída de la demanda mundial por efectos de la crisis financiera, la revaluación del peso, la baja en los precios internacionales de algunas materias primas, la incursión de productos asiáticos y de otros países que llegan a competir en el mercado a un bajo costo, manejando el concepto de pronta moda, el contrabando como gran responsable de la crisis interna del sector y del desempleo; y el cierre de mercados clave para Colombia, como Ecuador y Venezuela, siendo estos últimos factores, los de mayor incidencia en el comportamiento del sector externo¹³⁷.

Lo expuesto en el párrafo anterior, supone que la concentración de deuda a corto plazo pudo ser promovida por la incertidumbre generada en las entidades financieras y proveedores con respecto a la crisis, ocasionando una posible reducción de los tiempos de pagos por el temor a una baja capacidad de pago por parte del sector, es decir, la deuda debe ser cancelada en un plazo menor a un año.

Es necesario resaltar el elevado nivel de endeudamiento a corto plazo, principalmente con proveedores (concentración deuda con proveedores: 45,76%), que asumen las PyMEs. Este problema dificulta considerablemente su desarrollo y estabilidad, sobre todo en tiempos de crisis, por lo que los poderes gubernamentales deberían articular medidas que logren facilitar la obtención de financiación de las PyMEs, especialmente a largo plazo. Además, las PyMEs no tienen acceso a la deuda a largo plazo, que nunca ha estado lo suficientemente disponible, por lo que financiar nuevas inversiones se ha convertido en un esfuerzo desmesurado, originando el cierre de muchas empresas.

Por último, hablando del endeudamiento con el sector financiero, se tiene que el sector de la región analizada (22,95%) presenta un mayor valor que el sector de Santander (8,59%) y un comportamiento similar al sector a nivel nacional

¹³⁷ MAPFRE. Informe Sector textil y confecciones colombiano. Análisis sectorial [en línea]. [Consultado 12 marzo de 2014]. Disponible en < <https://www.yumpu.com/es/document/view/13210458/informe-sector-textil-y-confecciones-colombiano-mapfre->>

(25,54%), lo que permite concluir que el sector de confecciones en el Área Metropolitana de Bucaramanga utiliza en baja proporción el endeudamiento con el sector financiero y en menor medida el nivel de deuda a largo plazo, como se afirmó anteriormente; este resultado parece reflejar que el nivel de deuda a largo plazo en las PyMES es relativamente estricto, y se supone que más que depender de elementos internos de la administración empresarial, parece obedecer las imposiciones u objetivos que fijan las entidades financieras en su política de concesión de créditos.

Cabe considerar que el endeudamiento del sector puede verse afectado y condicionado por factores no considerados en la investigación, tales como la aversión al riesgo por parte de los administradores, la formación académica de la dirección, las relaciones a largo plazo con los prestamistas y otros que no son fácilmente medibles.

6.2 COSTO DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Para financiar sus activos, una empresa puede utilizar diferentes medios o recursos financieros, tal y como se expresó en el inicio del tercer capítulo; cada una de estas fuentes mantiene tasas de financiación particulares, por ello se hace necesario conocer el costo efectivo de cada una de ellas y así elegir las de menor costo.

El costo de capital (WACC) es la tasa a la cual se descuentan los flujos de caja futuros para hallar el valor de la empresa, es decir, es la tasa a la que los activos deben rendir para compensar el riesgo en que incurren las personas que tienen recursos invertidos en ella, como los accionistas y los acreedores.

Tabla 10. Costo de capital de las empresas del sector de confecciones expresado en%.

EMPRESAS	BANCOS	PROVEEDORES	SOCIOS	WACC
AMAYA BAUTISTA DARIO	0,83	4,62	4,20	9,66
PRODITEXCO S.A.	9,14	1,66	1,00	11,80
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO	0,00	7,61	5,89	13,50
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA	0,00	5,78	0,00	5,78
C.I. MIS BORDADOS LTDA.	0,96	2,69	9,60	13,26
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE	1,33	3,43	11,74	16,50
C.I. NILZA LIMITADA	2,14	0,74	9,00	11,89
SUSY FASHION'S SAS	1,67	7,76	4,20	13,63
HAGA S. EN C.	1,97	5,99	6,20	14,16
CREACIONES HENAR LTDA.	7,65	84,69	1,00	93,34
MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA	3,82	3,76	4,00	11,59
SANDOVAL MARTINEZ RAUL	0,29	11,95	2,70	14,94
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL E.U.	0,28	0,19	9,40	9,87
FRANCO MARTINEZ MARIA INES	12,83	45,97	6,00	64,80
INFANTILES FLIPPER S.A.	8,07	1,20	3,00	12,27
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA	0,00	22,55	60,00	82,55
ESCOBAR RODULFO	0,07	8,08	0,00	8,14
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA	1,91	1,20	16,00	19,11
ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE	1,50	1,49	7,00	9,98
CASTRO DELGADO OMAIRA	1,33	2,54	11,10	14,98
mínimo	0,00	0,19	0,00	5,78
promedio	2,79	11,20	8,60	22,59
máximo	12,83	84,69	60,00	93,34

En la tabla 10 se presenta el cálculo del WACC, discriminando las diferentes fuentes de financiación observadas en las PyMEs de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, donde se observa que la fuente de financiación más costosa son los proveedores, seguida por los socios y finalmente los bancos.

Se podría pensar que las tasas que los proveedores manejan son las más bajas, ya que son la fuente de financiación que mayor acogida tiene en el sector, la que

* La tabla 10 Costo de capital de las empresas del sector de confecciones expresado en % hace referencia a la ponderación, la tabla base de donde fue sacada esta información se plantea en el anexo E.

mayor concentración de deuda presenta y la de más fácil acceso en el corto plazo; sin embargo, los resultados arrojados por la investigación muestran que son la fuente de financiación más costosa, presentando un promedio de 11,20% y un máximo de 84,69%, este fenómeno se debe a que los proveedores manejan un descuento mínimo (alrededor del 10% y 15%) y unos plazos no mayores a 3 meses, factor significativo que aumenta el costo de capital de ciertas empresas.

Por otro lado, al observar el nivel de endeudamiento con socios se evidencia que los empresarios no tienen clara la rentabilidad que esperan obtener de la empresa, y peor aún, no esperan beneficio alguno por la inversión de su capital en la misma; por ello en la tabla 10 se muestra que no hay un costo esperado para la financiación con los socios; en el otro extremo encontramos una empresa, la cual afirma que la rentabilidad esperada sobre la inversión es del 100%, encareciendo guturalmente el costo de capital de la misma.

Finalmente en la tabla 10, se denota que la fuente de financiación más apropiada por su bajo costo y bajas tasas, y sin embargo la menos utilizada, son las entidades financieras (bancos), las cuales no son tenidas en cuenta por los empresarios por su aversión al riesgo y cultura organizacional conservadora. Por otro lado, el crecimiento negativo en el que se encuentra el sector no hace atractivo para los bancos ofertar sus servicios. Situación que presenta una disyuntiva en la decisión de financiamiento del sector.

6.3 OFERTA CREDITICIA DE ENTIDADES FINANCIERAS

Contemplando los elevados costos de las fuentes de financiación usadas por las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, se hace necesario profundizar acerca de la oferta crediticia actual disponible para el sector. Para ello se visitaron entidades crediticias como Financiera Coomultran y Banco de Bogotá.

De acuerdo con John J. Picón, Analista financiero de Financiera Coomultrasan en*, a medida que las empresas crecen, estas maduran en su estructura de financiación. Cuando son microempresas, se financian en su mayoría con los conocidos “gota a gota” o “paga diario”, luego cuando son pequeñas se introducen en el campo de las entidades financieras, sin embargo les es difícil manejar el crédito y flujo de dinero de manera adecuada, por lo que siguen haciendo uso de fuentes cortoplacistas como proveedores, obligaciones con bancos a corto plazo o terceros. Finalmente cuando son medianas y grandes empresas tienen como fuente principal el crédito financiero proveniente de entidades bancarias y en menor proporción de otras fuentes financieras legales.

Desde la perspectiva de las entidades financieras, las empresas emergen de micro a pequeñas y medianas cuando existe la posibilidad de cubrir sus costos y gastos y pueden tener algún ahorro que les permite reinvertir en el negocio, poco a poco van alcanzando el número de empleados y activos que les posibilita ingresar al rango de pequeñas, y con el tiempo medianas empresas. Simultáneamente el nivel de vida de los empresarios se incrementa, compran un lote, una casa, un carro e inscriben su empresa en la Cámara de Comercio, iniciando su tratamiento y comportamiento como PyMEs.

En su gran mayoría los gerentes que tienen empresas en el rango de PyMEs tienen Cámara de comercio, declaración de renta, estados financieros, referencias de proveedores, certificado de industria y comercio, extractos bancarios, garantías, fiadores con finca raíz o con estabilidad laboral, no independientes. Esto facilita a las entidades financieras el ofrecimiento crediticio, sin embargo, no es regla general, ya que aún existen empresas pequeñas que hacen uso de capital familiar o de los conocidos “paga diarios”, estos últimos proliferados recientemente en Colombia. Su método de recolección de pago consiste en pasar día a día a cobrar, y lo que los hace más llamativos es la atención rápida y efectiva al cliente, quien en minutos accede al crédito.

* PICÓN, John Jimmy. Analista de crédito. Financiera Coomultrasan. Bucaramanga, Santander, Colombia, Observación inédita, 2014.

Las entidades financieras o bancos han ocupado un posicionamiento clave en el desarrollo histórico financiero colombiano, sin embargo hace aproximadamente 30 años se dio inicio al desarrollo de diferentes instituciones especializadas en finanzas para las empresas más pequeñas del país, la Fundación Mundial de la mujer, el banco Wwbcolumbia, Bancamía, las sociedades anónimas, que inicialmente eran Fundaciones sin ánimo de lucro, y las cooperativas, estas últimas como Financiera Coomultrasan, facilitan el crédito para aquellas empresas que no cuentan con los requisitos necesarios para acceder a la vida crediticia que exigen los bancos comunes.

Posterior a esto, en 2005 Muhamad Yun, premio nobel de paz, se da a conocer con el tema de la banca comunal en Bangladesh, concepto que influye mundialmente e impulsa la creación del Banco de las oportunidades en 2006, esta se convirtió en una política gubernamental que buscaba facilitar el acceso al crédito a las personas de más bajos ingresos, facilitando que las instituciones de crédito se acercaran a estas personas y flexibilizando los requisitos, se reducía la documentación exigida y se implementaban metodologías como el análisis de carácter* para sustituir los estados financieros, declaraciones de renta, extractos bancarios o fiadores. Además, se flexibiliza el tema de las garantías, solamente con la fotocopia de la cédula.

Por otra parte, el gobierno crea el Fondo Nacional de Garantías para MiPyMEs, que funciona como garantía para la adquisición de crédito de las empresas con las entidades financieras. Recientemente en Colombia, también fue implementada la comisión o ley MIPyME, la cual busca autorizar a las entidades financieras que prestan a empresas con riesgo financiero alto para cobrar el 7,5% efectivo anual adicional al valor del crédito cuando este tiene un monto menor a 4 SMMLV, \$2'464.000=, es decir, aproximadamente \$160.000= pesos adicionales (incluyendo

* Metodología de evaluación del cliente, sin necesidad de exigir certificación de la Cámara de Comercio, estados financieros, referencias comerciales, sino simplemente con la visita de un profesional que recolecta la información necesaria para corroborar la información dada por el cliente, a través de la indagación en la comunidad, los proveedores y demás fuentes de información que puedan ayudar a elaborar los estados financieros que sustituyen los documentos exigidos tradicionalmente.

IVA), por estudio de crédito y todos los servicios no tradicionales para adquisición de crédito de alto riesgo. Si la deuda continúa a medida que avanzan los años (cuando el plazo es mayor a un año) se continúa cobrando tanto las cuotas como el valor adicional, de manera que las entidades financieras pudieran soportar las pérdidas y la estructura contratada para evaluar a las MiPyMEs. Cuando el monto de la deuda supera los 4 SMMLV, el costo adicional es hasta del 4,5% efectivo anual, hasta 25 SMMLV, es decir, hasta 15 millones de pesos, lo cual es bastante alto para las empresas que desean adquirir crédito.

Actualmente, las entidades financieras determinan las tasas de acuerdo con las condiciones legales y la competencia, estas reconocen lo caro que puede ser el crédito para las empresas más pequeñas o para aquellas que pertenecen al sector de confecciones, pues este es reconocido como un sector de alto riesgo debido a sus bajos márgenes causados por la competencia en el mercado, principalmente la proveniente del mercado asiático, el cual vende telas y productos a precios mínimos, obligando a las empresas colombianas a bajar sus precios para alcanzar un equilibrio, a pesar de que estas desarrollan procesos productivos y ventajas competitivas muy distintas.

Los empresarios del sector son conscientes de la fuerte competencia que presencian actualmente y para mantenerse en el mercado deben asumir bajos márgenes y ser muy laxos con el tema de recaudo de cartera, para poder vender un poco más permiten que los pagos se realicen en plazos muy extensos como 30 o 60 días, lo que repercute en la financiación del empresario, pues si este está comprometido con un crédito no puede cumplir con los pagos, por lo que es tan importante para el banco entender el ciclo del negocio y que el cliente se abra a contar cómo se va a organizar para el pago del crédito, de tal manera que se ofrezcan las condiciones adecuadas.

Sin embargo, es sabido que el Área Metropolitana de Bucaramanga ofrece una gran variedad de ferias comerciales que invitan a las empresas, las cuales están a la expectativa de buscar nuevos mercados como única forma de incrementar sus ventas, ya que si las ventas se concentran en el mercado Colombiano, las

importaciones pueden continuar afectando negativamente al sector, pues a pesar de la alta calidad del producto colombiano, respecto a uno asiático, los factores de selección en el cliente final no siempre priorizan la calidad y el precio suele ser un factor determinante.

Otro gran problema que impacta en la visión de riesgo por parte de los bancos son los “retailers”, quienes reciben el producto del empresario en consignación y si este no se vende se regresa al proveedor, quien ya ha considerado el producto como vendido, afectando en la estructura financiera de la empresa y la facturación de ventas, reduciendo drásticamente su presupuesto de ventas y dificultando el cumplimiento de la financiación.

La situación descrita anteriormente produce prevención en los bancos, los cuales deciden adoptar políticas conservadoras respecto a los créditos que le otorgan al sector. Sin embargo, las empresas reconocen la importancia del crédito ya que ante cualquier escenario y condiciones del mismo, primará el cubrimiento de las necesidades de producción y aumento en la rentabilidad, aunque esta llegue a ser mínima.

Los bancos ofrecen créditos al sector de confecciones, pero se enfocan en verificar muy bien las condiciones de acuerdo al ciclo del negocio, los plazos suelen estar entre 12, 24 y 36 meses, no en largos plazos por ser un sector de riesgo; este es un sector que está en permanente seguimiento por parte de los bancos.

A nivel de garantías, el banco busca una fuente de pago o un respaldo real, cómo podría responder la empresa en caso de presentarse el escenario más negativo, los empresarios aseguran que por tener un activo de un valor mayor al del crédito solicitado, pueden acceder a este considerándolo como respaldo, sin embargo, la idea del crédito es comprender el flujo del negocio y lo que este requiere y puede pagar, lo que limita considerablemente el acceso al crédito del sector.

Ángela Espinoza, Gerente PyME del Banco de Bogotá Bucaramanga*, tiene una visión hacia el sector como un sector de riesgo, por ello lo atiende con una política muy conservadora de endeudamiento bajo, que se enfoca en entender el ciclo del negocio y factores relevantes a la hora de determinar el crédito. Un factor clave son los proveedores, los cuales podrían ser externos de importación de materias primas o nacionales. En el caso de las empresas que manejan proveedores de importación, el banco busca ofrecer líneas de crédito económicas que se ajusten a la realidad del cliente.

También, cuando la empresa va a importar se acude a líneas como prefinanciación de exportaciones o capital de trabajo en dólares. En el caso de exportación, los márgenes se manejan de forma diferente para poder competir. Internamente el Banco no tiene casos graves de endeudamiento o cobros jurídicos en el sector de Bucaramanga, sin embargo no se puede comparar la atención, cupo u ofrecimientos que debido a sus bajos márgenes otorgan al sector textilero y de confecciones, respecto a otros sectores como el metalmecánico. Ángela asegura que en este proceso financiero prevalece la sinceridad con el cliente, dando a conocer la dificultad del sector y la necesidad de actuar progresivamente mientras se observa la evolución de la empresa.

El Banco de Bogotá afirma que el caso de cada empresa es independiente, no es posible determinar unas condiciones fijas para un crédito, teniendo en cuenta que este atiende empresas que venden anualmente entre 1.000 y 20.000 millones de pesos, el manejo del crédito depende del flujo del negocio, y la prioridad está enmarcada en las empresas donde su cliente principal es internacional y es considerado un cliente tradicional, lo que disminuye el riesgo y difiere en su tratamiento respecto a las empresas en Colombia y su competencia nacional.

De cualquier forma, el plazo más usado es el corto plazo (12-18 meses) y algunas veces mediano plazo (24-36 meses), lo que ratifica lo hallado en el estudio. Sin embargo, Ángela aclara que existen casos particulares como la adquisición de un

* ESPINOZA, Ángela. Gerente Regional. Banco de Bogotá. Bucaramanga, Santander, Colombia, Observación inédita, 2014.

activo, en la cual la financiación puede ser a largo plazo, sin representar mayor riesgo.

En el Banco de Bogotá no existe una tasa máxima, y la mínima está determinada por el cliente, actualmente en pesos se manejan tasas al corto plazo del DTF+10 ó DTF+11 y a un muy corto plazo de seis meses DTF+6, sin embargo en dólares la tasa se reduce significativamente, pues se hace uso de la tasa libor, la cual es anualmente muy económica para la exportación e importación.

En términos generales, la máxima tasa con cualquier entidad financiera colombiana es la correspondiente a la tasa de usura que en estos momentos se encuentra en el 29,45% efectivo anual o mejor aún la tasas de colocación promedio en el 19,63% efectivo anual¹³⁸, a diferencia de aquellas que usan los proveedores con tasas promedio de 49% efectivo anual¹³⁹, o el mercado informal con una tasa del 10% efectivo mensual, es decir el 120% efectivo anual. Sin incluir que estas últimas fuentes de financiación no permiten que las empresas se beneficien por el escudo fiscal.

Por otra parte, hoy en día en Colombia las corporaciones y fundaciones sin ánimo de lucro se han unido con entidades financieras o bancos y han cambiado su estructura a una un poco más capitalista y financiera, esto sumado a los grupos económicos o de personas con capital que están dispuestas a asumir el riesgo de prestar (considerado legal) impulsados por el incremento en la tasa de colocación, la gran cantidad de entidades dedicadas a las empresas más pequeñas y las medidas del gobierno, son las opciones y condiciones a tener en cuenta cuando se adquiere un crédito en Colombia.

¹³⁸ GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A Y SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Histórico tasa representativa del mercado. Julio de 2014. [en línea]. [consultado 5 junio 2014]. Disponible en <<https://www.grupoaval.com/portales/jsp/historicoindicadores.jsp>>

¹³⁹ CHINCHILLA, María Camila y RANGEL, Angélica María. Diagnóstico de la estructura financiera de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga: Estado de endeudamiento de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga: Costo de las fuentes de financiación. Bucaramanga: Universidad Industrial de Santander, 2014, Cálculo detallado de los costos.

Además, esta última reestructuración de entidades financieras impacta en la determinación de la tasa de interés del crédito, pues del tipo de entidad financiera depende la puntuación de riesgo bancario de la misma, las empresas como las cooperativas involucran menor riesgo frente a los bancos, por lo que estas ofrecen mayores tasas crediticias. Sin embargo, en cualquier entidad las tasas más altas corresponden al sector de microcrédito por el riesgo y la implicación que tiene el banco durante el cobro, diferente de las PyMEs, las cuales se atienden por la cartera tradicional.

Entidades como el Banco de Bogotá o Financiera Coomultrasan, reconocen la responsabilidad con el segmento de clientes empresarios y el sector textil y de confección, y por ello quieren incentivar los endeudamientos constructivos, no endeudar al cliente y terminar sin recibir el retorno del crédito, la idea es comprender el ciclo del negocio, que el empresario esté abierto a contar qué compra, dónde lo compra, cuáles son los precios que usa, cómo se financia, ya sea con proveedores o hasta con terceros, entender esto para definir las líneas de crédito a ofrecer.

7. MODELO DEL TRADE OFF

Este análisis se basa en la teoría del Trade-off, la cual asegura que el valor de una empresa está relacionado directamente con su estructura financiera, esta última compuesta por el endeudamiento, variable que afecta directamente el crecimiento, permanencia y desarrollo económico de una empresa.

Para poder desarrollar una aproximación a un punto de equilibrio de endeudamiento sugerido es necesario analizar cada uno de los efectos derivados por la tenencia de deuda, tales como el ahorro fiscal y los costos de insolvencia que afectan el comportamiento y la modelización del mismo, a través de aproximaciones a las circunstancias y escenarios, fiscales y legales en Colombia.

7.1 AHORRO FISCAL POR TENENCIA DE DEUDA

Esta es la variable de mayor importancia dentro de la modelización, ya que representa el incremento en el valor de la empresa de manera directamente proporcional al nivel de deuda.

La explicación más clara acerca del cálculo del ahorro fiscal de una empresa, puede reflejarse en su Estado de Resultados en el cual para obtener el valor de los impuestos de una empresa en cierto periodo contable es necesario restarle a la utilidad el valor ocasionado por los gastos financieros correspondientes antes de gravar el porcentaje impositivo, ya que estos son deducibles y generan beneficios fiscales mayores a que si la empresa se financiara con el patrimonio.

La tabla 11 expone un ejemplo de dos empresas que en el 2012 reciben una utilidad operativa de \$1000, una de ellas se endeuda en un monto de \$100 y paga un interés del 10%, la otra no adquiere deuda, razón por la que no tiene gastos financieros y estos no pueden ser deducibles en sus impuestos.

Tabla 11. Ejemplo ahorro fiscal

Estado de resultados	Empresa con deuda	Empresa sin deuda
Utilidad Operativa	=\$1000	=\$1000
(-) Gastos financieros del periodo (Deuda*Td)	=(10%*\$100)=\$10	=(0%*\$0)=\$0
(=) Utilidad antes de impuestos	=\$990	=\$1000
(-) Impuestos	=(33%) \$990=326,7	=(33%)\$1000=330
(=) Utilidad neta	=\$663,3	=\$670
(+) Gastos financieros	=\$10	=\$0
(=) FCL	=\$673,3	=\$670
Diferencia entre FCL de las dos empresas	=\$673,3 - \$670 = 3,3	

$$(11) \quad \text{Ahorro fiscal} = \text{Tasa impositiva} * \text{Deuda} = Ti * D$$

Actualmente, debido al surgimiento de la Ley 1607 de 2012 en la que se decreta un cambio estructural en el sistema tributario colombiano, es decir, una reforma tributaria, que tiene como objetivo generar empleo y reducir la desigualdad¹⁴⁰, se determina que las personas naturales pueden gravar renta con base en el Impuesto Mínimo Alternativo (IMAN) si son empleados o trabajadores independientes, o con el Impuesto Mínimo Alternativo Simple (IMAS) si obtienen ingresos brutos inferiores a 4.700 UVT¹⁴¹. Para las sociedades, el impuesto de renta es del 25%, sin embargo se incrementa en un 8% destinado a la financiación del SENA, el ICBF y el Sistema de Seguridad Social de Salud¹⁴². Por lo anterior, para el presente estudio se hará uso de una tasa impositiva del 33%.

7.2 COSTOS DE QUIEBRA

El endeudamiento de una empresa incrementa su probabilidad de iniciar un proceso de insolvencia de algún tipo o en el peor escenario, quebrar. En

¹⁴⁰ LEGIS. Comunidad Contable. Todo sobre la reforma tributaria de Colombia (Ley 1607) nuevos impuestos, conceptos, puntos claves y ejercicios prácticos. [en línea]. [consultado 3 junio 2014]. Disponible en <http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/%28/%28todo_sobre_la_reforma_tributaria_de_colombia_nuevos_impuestos_conceptos_puntos_clave_y_ejercici%29/%28todo_sobre_la_reforma_tributaria_de_colombia_nuevos_impuestos_conceptos_puntos_clave_y_ejercici%29.asp>

¹⁴¹ DINERO. Finanzas Personales. ¿Qué es la UVT y en cuánto quedó para 2014? [en línea]. [consultado 3 junio 2014]. Disponible en <<http://www.finanzaspersonales.com.co/impuestos/articulo/que-uvt-cuanto-queda-para-2014/51857>>

¹⁴² Ídem

Colombia, la Ley 1116 de 2006 establece el Régimen de Insolvencia Empresarial que procura proteger el crédito de las empresas y conservarlas o recuperarlas como unidades de explotación económica y fuentes de generación de empleo, a través de procesos de reorganización y liquidación judicial¹⁴³.

Durante los procesos judiciales para el Régimen de Insolvencia Empresarial se requiere que las empresas incurran en ciertos costos fijados por la Superintendencia de Sociedades, causados por diferentes rubros específicos relativos al proceso judicial para su debido desarrollo. Algunos de estos rubros se calculan a través de rangos y categorías estándar que se adaptan a la situación o características actuales de la empresa en el momento de iniciar el proceso de insolvencia, así como otros valores que no requieren un cálculo específico, pero tienen algún método común de medición.

Sin embargo, a lo largo de un proceso de insolvencia también se da lugar a costos indirectos y de agencia que presentan algunas dificultades en el momento de ser calculados, pues son variables relativas de difícil medición.

7.2.1 Costo por proceso de reorganización: Se origina un proceso de reorganización de un deudor cuando se da una situación de cesación de pagos o de incapacidad de pago inminente. La primera ocurre cuando han transcurrido 90 días o más sin presentar cumplimiento de obligaciones financieras a dos o más acreedores, o cuando estos han presentado al menos dos demandas de ejecución contra el deudor, teniendo en cuenta que en los dos casos el valor acumulado de la deuda debe ser mayor o igual al 10% del pasivo total del deudor¹⁴⁴.

La incapacidad de pago inminente se presenta cuando el deudor acredita que las circunstancias internas o externas a la empresa le impiden cumplir con sus obligaciones financieras con vencimiento igual o inferior a un año. El objetivo principal de este proceso judicial es preservar empresas viables y normalizar sus

¹⁴³ INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Ley 1116 de 2006. Régimen de Insolvencia Empresarial. III Congreso Colombiano de Derecho Concursal. Cartagena de Indias. Agosto de 2009. p.1-250

¹⁴⁴ Ídem

relaciones comerciales y crediticias mediante un acuerdo en su reestructuración operacional, administrativa y financiera¹⁴⁵.

El proceso de reorganización puede ser solicitado por el mismo deudor, los acreedores o un representante extranjero, quienes deben presentarse con los documentos exigidos para acreditar la insolvencia, luego de tres días el juez de concurso aceptará o rechazará el inicio del proceso¹⁴⁶.

Aceptado el inicio del proceso de reorganización, se establecerá la fecha de audiencia para seleccionar el promotor, se ordenará la inscripción del auto de inicio del proceso en el registro mercantil de la Cámara de Comercio correspondiente al domicilio del deudor y se publicarán los estados financieros y el inicio del proceso¹⁴⁷.

Para el proceso de reorganización se tendrán en cuenta los cobros ejecutados antes del inicio del mismo, el deudor presentará al promotor un proyecto de calificación y graduación de créditos y derechos de voto que detalle las obligaciones, sus acreedores y la vinculación con estos, la cuantía del capital y sus tasas de interés anual. Los derechos de voto serán calculados por cada peso del valor de su acreencia cierta, sin incluir intereses, multas, sanciones u otros conceptos diferentes al capital, adicionándoles la variación en el índice mensual de precios al consumidor entre el vencimiento de la obligación y la fecha de corte de calificación y graduación de créditos¹⁴⁸.

Entregado el reconocimiento de créditos por parte del deudor, máximo cuatro meses después el promotor debe presentar ante el juez de concurso el acuerdo de reorganización correspondiente, el cual será aprobado a través de votación por los diferentes tipos de acreedores. Este acuerdo de reorganización deberá contener

¹⁴⁵ Ídem

¹⁴⁶ Ídem

¹⁴⁷ Ídem

¹⁴⁸ Ídem

todos los créditos y presentará el programa de pagos en el orden o prelación establecidos por la ley¹⁴⁹.

Tres días después de presentado el acuerdo, el juez de concurso convocará a una audiencia de confirmación en los cinco días siguientes para presentar los ajustes y/u observaciones por parte de los acreedores. Ocho días después el juez ordenará la inscripción del acuerdo y el cumplimiento de sus transferencias, modificaciones o limitaciones¹⁵⁰.

El acuerdo de reorganización finalizará por cualquiera de las siguientes razones:

1. Cumplimiento de las obligaciones pactadas en el acuerdo.
2. Si ocurre un evento de incumplimiento no subsanado en la audiencia.
3. La no atención oportuna en el pago de mesadas pensionales o aportes al sistema de seguridad social y demás gastos administrativos.

Este acuerdo puede tener una duración variable y su costo se limita al valor causado por los honorarios del promotor y los costos indirectos.

$$(12) \text{ Costo reorganización} = (\text{Prob. de reorganización}) * [(\text{Costos indirectos}) + (\text{Honorarios promotor})]$$

7.2.1.1 Honorarios del promotor: El promotor, considerado como un auxiliar de la justicia para el Régimen de Insolvencia Empresarial debe encontrarse inscrito en la lista publicada por la Superintendencia de Sociedades con la naturaleza del cargo “promotor”, la jurisdicción y sector correspondiente, este último según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme¹⁵¹.

Para la designación del promotor por sorteo se establecen categorías de acuerdo al deudor objeto del Régimen de Insolvencia, según el monto de sus activos, pasivos, ingresos o número de trabajadores como se muestra en la tabla 12¹⁵².

¹⁴⁹ ídem

¹⁵⁰ ídem

¹⁵¹ ídem

¹⁵² ídem

Tabla 12. Categorías deudor selección promotor proceso de reorganización

Categoría	Activos-Pasivos-Ingresos (SMMLV)	No. de trabajadores
Categoría A	45.001 en adelante	300 en adelante
Categoría B	10.001-45.000	101-299
Categoría C	Hasta 10.000	Hasta 100

Fuente: INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Ley 1116 de 2006. Régimen de Insolvencia Empresarial. III Congreso Colombiano de Derecho Concursal. Cartagena de Indias. Agosto de 2009. p.1-250

El auxiliar de la justicia solicitará su inscripción para una de estas categorías de acuerdo a su formación académica y experiencia, y posteriormente el Juez del Concurso realizará el sorteo público para la escogencia del promotor por cada categoría¹⁵³.

Ya escogido el promotor, el cálculo de su remuneración mensual se realizará de acuerdo a las categorías por activos del deudor descritas anteriormente.

Tabla 13. Categorías deudor honorarios mensuales del promotor proceso de reorganización

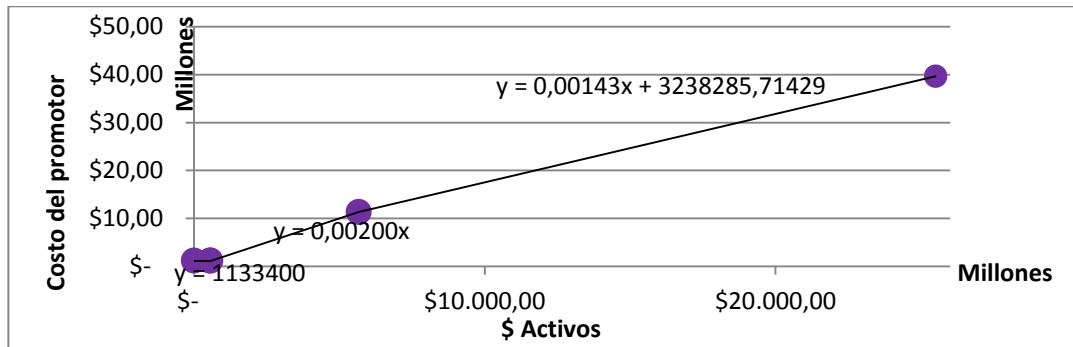
Categoría	% PAGO SOBRE ACTIVOS	Rango en SMMLV
Categoría A	Hasta el 0,2%	70-80
Categoría B	Hasta el 0,2%	21-70
Categoría C	Hasta el 0,2%	Desde 2 Hasta 20

Fuente: INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Ley 1116 de 2006. Régimen de Insolvencia Empresarial. III Congreso Colombiano de Derecho Concursal. Cartagena de Indias. Agosto de 2009. p.1-250

Para la modelización de esta variable se graficaron los puntos mínimos de cada uno de los rangos de cada categoría, formando una función lineal escalonada, que determina el comportamiento del costo del promotor en cada segmento según el monto de los activos de la empresa de la siguiente manera:

¹⁵³ Ídem

Gráfica 38. Costo promotor en función de activos



La función se define así, de acuerdo a la variación de A (Activos de la empresa):

$$(13) \quad f(A) = \begin{cases} 1'133.400 & \$ 0 \leq A \leq \$ 566'700.000 \\ 0,002A & \$ 566'700.000 < A \leq \$ 5.667'000.000 \\ 0,00143A + 3'238.285,71429 & \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{cases}$$

La ley colombiana dictamina que el costo de los honorarios del promotor dentro del proceso de reorganización debe ser multiplicado por ocho¹⁵⁴ y este valor debe ser cancelado en diferentes momentos a lo largo de la duración del proceso. En este estudio con base en la demostración propuesta en el libro de Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA, se asume que es necesario realizar un descuento a este costo para calcularlo a perpetuidad, debido a las muchas oportunidades en que la empresa puede dar inicio a un proceso de reorganización, de acuerdo con los términos legales y prácticos¹⁵⁵, y este descuento debe realizarse a través de la tasa de capital, pues es la única tasa conocida, directamente relacionada con el costo¹⁵⁶.

$$(14) \quad \text{Costo Promotor} = \frac{\text{Costo Mensual Promotor} * 8}{WACC}$$

7.2.1.2 Costos indirectos de la quiebra: Tal como se describen inicialmente, los costos relacionados con la pérdida de beneficios originados

¹⁵⁴ ídem

¹⁵⁵ MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Decreto No. 526 de 2009 de Colombia. Capítulo V. Honorarios y Gastos. Artículo 22°.

¹⁵⁶ LEÓN GARCÍA, Oscar. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Capítulo 4. Medellín, 2006. 99 p.

desde el momento en que se adquiere deuda son conocidos como costos indirectos y representan la pérdida de oportunidades.

De acuerdo con Altman, estos costos pueden ser calculados a través de un porcentaje aplicado al valor de los activos de la empresa. Este porcentaje varía según el tipo de empresa, en el presente estudio se hace uso de la categoría industrial, a la cual le corresponde un 10,5% del valor de los activos de la empresa para el cálculo de los costos indirectos¹⁵⁷.

El 10,5% sugerido por Altman involucra no solamente los costos reales para la sociedad, también los costos para la empresa, la cual está siendo remunerada de manera parcial por la sociedad¹⁵⁸.

La función se define así, de acuerdo a la variación de A (Activos de la empresa):

$$(15) \quad \text{Costos Indirectos} = \frac{(10,5\%*A)}{WACC}$$

Los costos indirectos se hallan aplicando el porcentaje sugerido por Altman a los activos y dividiendo a estos por el WACC, ya que los costos indirectos al igual que los honorarios del promotor, deben ser descontados para calcularlos a perpetuidad, debido a las muchas oportunidades en que la empresa puede generar costos indirectos, y este descuento debe realizarse a través de la tasa de capital¹⁵⁹, pues es la única tasa conocida, directamente relacionada con estos costos, correspondientes a los costos de oportunidad que la empresa puede originar en cualquier momento (desde el momento en que adquiere deuda o da inicio a un proceso de reorganización).

7.2.1.3 Costos de agencia: Tal como se describe en el estado del arte, los costos de agencia cuestionan si el agente actúa a favor de los intereses de los accionistas o de la gerencia. En el caso particular de las PyMEs de confecciones

¹⁵⁷ BRANCH, Ben. The cost of bankruptcy a review. Isenberg School of Management, University of Massachusetts, Amherst, MA 01003, USA [en línea]. En: International Review of Financial Analysis. 11-2002 p. 39-57.

¹⁵⁸ Ídem

¹⁵⁹ LEÓN GARCÍA. Óp. cit. 99 p.

del Área Metropolitana de Bucaramanga, estas están integradas por accionistas, gerentes y administradores que en su gran mayoría pertenecen a una misma familia, lo cual fue evidenciado en el momento de realizar las encuestas, razón por la que se consideran los siguientes argumentos para que la familia empresaria esté más propensa a mantener el control y la gerencia de la empresa, reduciendo mínimamente los costos de agencia:

1. El beneficio potencial no monetario de dirigir la empresa, reflejado en la posibilidad de tener incidencia en eventos políticos, culturales y sociales a través de la propiedad de sus firmas; o el placer de tener a sus hijos trabajando en una empresa con el apellido de la familia.
2. La reputación familiar.
3. Eliminar la posibilidad de expropiar la riqueza de accionistas externos.

Por otra parte, si se quisiera ahondar en el tema de estructura de propiedad, actualmente no se cuenta con la información empírica necesaria para definir una posición consistente al respecto o una modelización del impacto de los costos de agencia a nivel financiero, ya que los estudios aseguran que la literatura financiera acerca de los temas de agencia desarrollada hasta ahora no permite comprender el impacto de la propiedad familiar en relación con los costos de agencia de la deuda¹⁶⁰.

Además, los únicos estudios encontrados se han desarrollado en países como Canadá, México, Europa y Asia, impidiendo el desarrollo de estudios más profundos acerca de la estructura de propiedad en América Latina, donde sería posible concluir por la similitud en sus economías¹⁶¹.

7.2.2 Costo por proceso de liquidación: Se origina un proceso de liquidación judicial cuando se incumple el acuerdo de reorganización o se presentan causales de liquidación inmediata como la solicitud directa del deudor, el abandono del

¹⁶⁰ GONZALEZ, Maximiliano, et al. Empresas familiares: Revisión de la literature desde una perspectiva de agencia [en línea]. En: Cuaderno de Administración. Bogotá, Colombia, enero-junio de 2010. 23 (40): p. 11-33.

¹⁶¹ Ídem

negocio por parte de este mismo, la solicitud de una autoridad que vigile la empresa o de la Superintendencia de Sociedades por incumplimientos, o la petición del deudor y varios acreedores, entre otras¹⁶².

El proceso de liquidación judicial persigue la liquidación pronta y ordenada, buscando el aprovechamiento del patrimonio del deudor. Este inicia con el nombramiento de un liquidador y la imposibilidad para la empresa de realizar operaciones en desarrollo de su objeto. Además, se aplicarán todas las medidas cautelares de los bienes del deudor, con las debidas excepciones de acuerdo a la ley de bienes excluidos, los cuales deberán ser justificados por el deudor para su restitución; y se publicará durante diez días el inicio del proceso, para que en los veinte días después los acreedores se acerquen a presentar su crédito al liquidador¹⁶³.

Luego de un plazo establecido por el juez de concurso, el liquidador presentará los documentos de los acreedores y el proyecto de graduación y calificación de créditos y derechos de voto actualizados, de tal manera que en los quince días siguientes el juez emita el auto que reconozca los mismos. Seguido a esto, el juez ordenará al liquidador el inventario de los activos del deudor, el cual será realizado por el perito evaluador designado¹⁶⁴.

La apertura del proceso de liquidación produce la disolución de la persona jurídica, la terminación de contratos, la no disposición de los bienes del patrimonio liquidable, el pago del deudor únicamente al liquidador, la exoneración del deudor del pago de retención en la fuente (sus bienes están adjudicados) y renta presuntiva, entre otros. También, el juez ordenará la entrega de los bienes secuestrados al liquidador, quien estará condicionado a rendir cuentas comprobadas de su gestión¹⁶⁵.

¹⁶² INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Op. cit. p.1-250

¹⁶³ Ídem

¹⁶⁴ Ídem

¹⁶⁵ Ídem

El liquidador procederá a enajenar los bienes del deudor por un valor no inferior al del avalúo efectuado por el perito, ya sea de manera directa o como subasta privada. El dinero de la enajenación y los bienes no enajenados serán usados como pago a los acreedores por el liquidador mediante un acuerdo de adjudicación, este tendrá treinta días para presentarlo al juez y los acreedores, quienes darán su aprobación. En el caso en que el deudor no posea los suficientes activos para el pago de sus acreencias, el liquidador exigirá a los socios dichos pagos¹⁶⁶.

Finalmente el proceso de liquidación terminará cuando se presenten las siguientes situaciones:

1. La providencia de adjudicación haya sido comprobada.
2. Se celebre un acuerdo de reorganización.

A diferencia del proceso de reorganización, el proceso de liquidación es único, es decir, se da una sola vez culminando la vida legal y operativa de la empresa, por lo que sus valores no necesitan ser divididos en la tasa de descuento, ni se consideran los costos indirectos de quiebra. Este proceso involucra los costos del liquidador, el perito evaluador y el contador de la siguiente manera:

$$(16) \quad \text{Costo liquidación} = (\text{Probabilidad liquidación}) * [(\text{Honorario liquidador}) + (\text{Costo perito}) + (\text{Costo contador})]$$

7.2.2.1 Honorarios del liquidador: El liquidador, al igual que el promotor, es considerado como un auxiliar de la justicia para el Régimen de Insolvencia, lleva a cabo el mismo proceso con la Superintendencia de Sociedades y para su función se tienen en cuenta las mismas categorías y características para la clasificación del deudor objeto en el proceso de reorganización¹⁶⁷.

Sin embargo, el promotor y el liquidador, aunque tienen en cuenta los mismos aspectos para el cálculo de su remuneración, difieren en las cifras

¹⁶⁶ Ídem

¹⁶⁷ Ídem

correspondientes al porcentaje de remuneración en cada categoría de la siguiente manera (Ver tabla 14)¹⁶⁸.

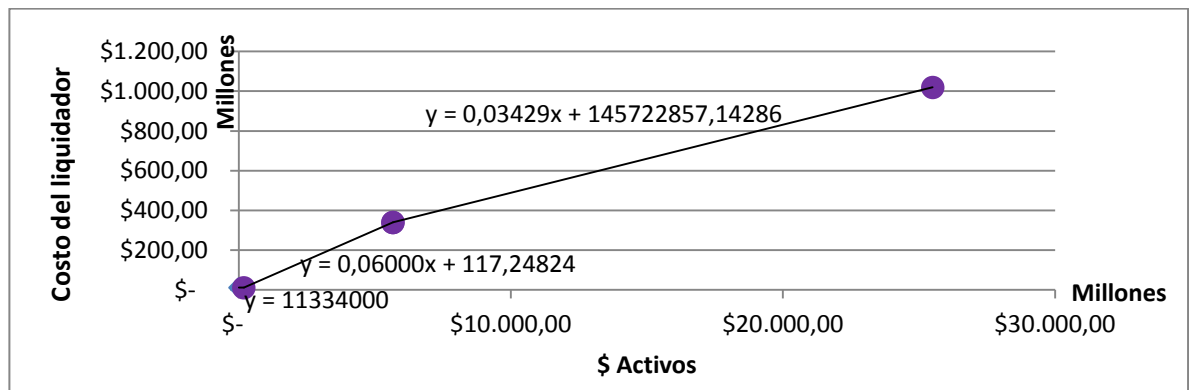
Tabla 14. Categorías deudor honorarios liquidador proceso de liquidación

Categoría	% PAGO	Rango en SMMLV
Categoría A	Hasta el 6%	1800 - 2300
Categoría B	Hasta el 6%	600 - 1800
Categoría C	Hasta el 6%	20 - 600

Fuente: INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Ley 1116 de 2006. Régimen de Insolvencia Empresarial. III Congreso Colombiano de Derecho Concursal. Cartagena de Indias. Agosto de 2009. p.1-250

Al igual que la variable referente a los honorarios del promotor, la modelización consiste en la formación de una función lineal escalonada, que determina el comportamiento del costo del liquidador en cada segmento según el monto de los activos de la empresa de la siguiente manera:

Gráfica 39. Costo del liquidador en función de los activos



La función se define así, de acuerdo a la variación de A (Activos de la empresa):

$$(17) \quad f(A) = \begin{cases} 11'334.000 & \$ 0 \leq A \leq \$ 188'898.111 \\ 0,06A + 117,24824 & \$188'898.111 < A \leq \$ 5.667'000.000 \\ 0,03429A + 145'722.857,14286 & \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{cases}$$

7.2.2.2 Pago por el servicio de avalúo al perito: Cuando la empresa inicia un proceso de liquidación, el liquidador debe inventariar los activos del deudor, de

¹⁶⁸ Ídem

tal manera que se definan los bienes y los derechos del deudor sobre los mismos para conocer la masa a liquidar. La valoración de bienes se realizará bajo el numeral 9 del artículo 48 de la Ley 1116 de 2006. Esta debe contener su naturaleza jurídica, ubicación y características, que permitan su fácil identificación; es elaborada por un perito evaluador escogido de una lista proporcionada por la Superintendencia de Sociedades. El liquidador acude a la lista y presenta una propuesta al juez, quien hará la designación, señalando el término de trabajo, los gastos en caso de ocasionarlos y el valor de la remuneración¹⁶⁹.

El evaluador debe asegurar no tener ningún interés sobre los resultados del proceso y se considera como un auxiliar de la justicia. Este realizará la valoración correspondiente a un avalúo comercial, en caso de no existir este valor se tomará el valor catastral incrementado en un 50%¹⁷⁰.

Con base en la ley, el cálculo del costo del perito evaluador se realiza partiendo del Acuerdo No. 1852 de 2003, en el cual se modifica el Artículo 37 del Acuerdo 1518 de 2002 que determina los honorarios que devengarán los peritos evaluadores de bienes de acuerdo con el tipo de avalúo, ya sea de inmuebles o mejoras de inmuebles urbanos, no urbanos, suburbanos, de mejora o bienes muebles¹⁷¹.

El metraje de los inmuebles urbanos y suburbanos se calcula a través del activo catalogado como terrenos en el Balance General. Este activo presenta el valor comercial del terreno del cual es propietaria la empresa, y a través del valor comercial del metro cuadrado unitario calculado en las páginas de internet www.fincaraíz.com.co y www.metrocuadrado.com se calculan los metros

¹⁶⁹ ídem

¹⁷⁰ ídem

¹⁷¹ SECRETARIA GENERAL DE LA ALCALDÍA MAYOR DE BOGOTÁ. Acuerdo 1852 de 2003. Consejo Superior de la Judicatura. Expedido el 4 de junio de 2003. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=52525>>

cuadrados valorados en el activo, de tal manera que con base en el acuerdo sea posible hallar el costo del avalúo realizado por el perito¹⁷².

Según el Acuerdo No. 1852 de 2003, el costo del perito por el avalúo de inmuebles urbanos y suburbanos consiste en multiplicar un porcentaje establecido al valor del salario mínimo diario legal vigente a 2012 (\$18.890=) por número de metros cuadrados avaluados y sumar el resultado a los rangos que abarque el inmueble. Además, para los estratos 1 y 2, y 3 y 4 se otorga un descuento del 40 y 30% del valor resultante como costo, respectivamente¹⁷³.

También es importante sumarle al costo del avalúo del inmueble, el valor causado por el avalúo de la maquinaria. Este valor aparece como bienes muebles en la sección de activos del balance general y sirve para hacer un cálculo directo del costo del perito en dicho avalúo¹⁷⁴.

A través del Acuerdo No. 1852 de 2003 el valor comercial de la maquinaria se multiplica por un porcentaje establecido y a ello se le suma cinco veces el valor del salario mínimo diario legal vigente a 2012 (\$94.450=)¹⁷⁵.

Todos los anteriores cálculos se realizan con base en la información proporcionada por Compite 360 acerca de 10 empresas del total de empresas de la muestra en estudio, y esto permite la construcción de una gráfica de activos vs. costos del perito, la cual define un comportamiento o tendencia general polinómica con un $R^2= 0,7433$. Esta se presenta en la gráfica 40:

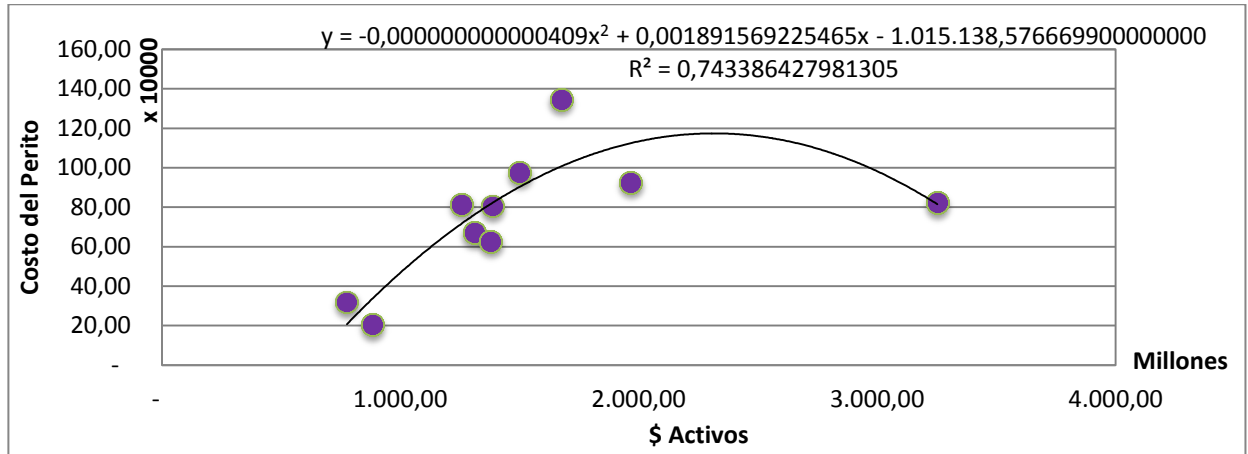
¹⁷² ídem

¹⁷³ ídem

¹⁷⁴ ídem

¹⁷⁵ ídem

Gráfica 40. Costo del perito en función de los Activos



La función se define así, de acuerdo a la variación de A (Activos de la empresa):

$$(18) \quad f(A) = 40857,315 * 10^{-17}A^2 + 189.156,922 * 10^{-8}A - 1'015.138,577$$

7.2.2.3 Costo de los contadores para los diferentes procesos: Los contadores son de gran importancia en los diferentes procesos legales, pues se encargan de asesorar, coordinar y controlar todo lo relacionado con la actualización y presentación de estados financieros y decisiones que conllevan los procesos contables, presupuestales y fiscales¹⁷⁶.

El contador es necesario tanto en el proceso de reorganización y liquidación, sin embargo es en el proceso de liquidación cuando este es contratado de manera exclusiva para apoyar el desarrollo de dicho proceso, contrario a lo que ocurre en el proceso de reorganización, en el que el contador es el mismo funcionario de la empresa y se encarga de apoyar el proceso para lograr la conservación y cumplimiento del acuerdo en la empresa.

De acuerdo con la Ley 46 de 1990, Artículo 43, “siendo la retribución económica de los servicios profesionales un derecho, el Contador Público fijará sus honorarios de conformidad con su capacidad científica y/o técnica y en relación

¹⁷⁶ GESTIÓN HUMANA. Mi comunidad experta. Contadores. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.gestionhumana.com/gh4/encuestasalarial/2011/salarios/areas/financiera/contador.asp>>

con la importancia y circunstancia en cada uno de los casos que le corresponda cumplir, pero siempre previo acuerdo por escrito entre el Contador Público y el Usuario.”¹⁷⁷ Razón por la que no es posible determinar bajo una ley el valor de pago específico para un contador.

Sin embargo, el costo de los contadores se determina a través de la información suministrada por Legis, fuente de información y soluciones editoriales especializada. Legis proporciona datos estadísticos acerca del histórico de salarios por tipo de profesión, tipo de empresa y hasta tipo de función o rama del ejercicio en Colombia¹⁷⁸.

Para esta investigación particular, los datos utilizados son los correspondientes al salario promedio de un contador en una empresa mediana en Colombia en el año 2011 (\$3´497.000=), ya que Legis no presenta la cifra correspondiente a una empresa pequeña, ni al año en estudio 2012, sin embargo, se aplica un incremento del 5,8% en el valor de Legis 2011, correspondiente al porcentaje de desviación anual del SMMLV en Colombia de acuerdo con el decreto 4919 de diciembre de 2011 presentado por el Banco de la República¹⁷⁹, lo que resulta en un salario promedio mensual de \$3´699.826= para un contador de una empresa (como máximo mediana) colombiana en el año 2012.

Los datos se expresan en la gráfica 41:

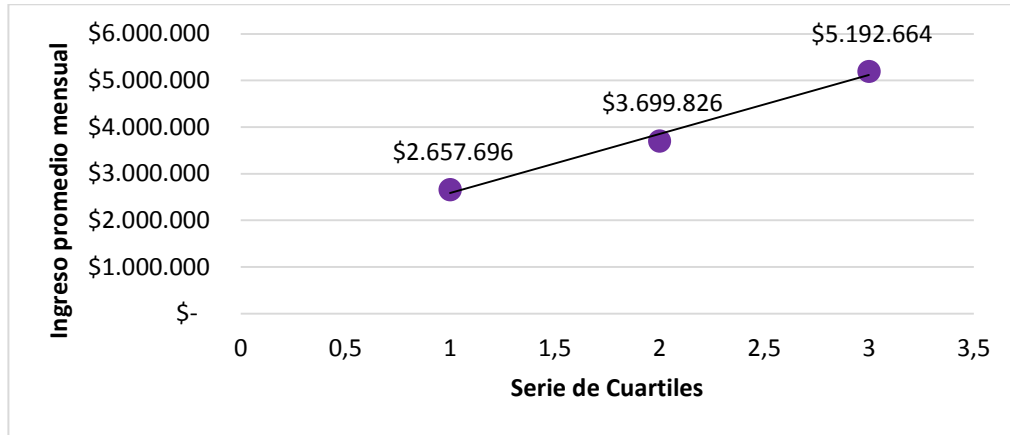
¹⁷⁷ SUPERSOCIEDADES. Oficio 340-023723. Los revisores fiscales en sociedades anónimas aún en la liquidación podrán llevar a cabo su labor mediante contrato de trabajo, con vinculación laboral o a través del contrato de prestación de servicios. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/conceptos/conceptos-contables/Normatividad%20Conceptos%20Contables/28084.pdf>>

¹⁷⁸ GESTIÓN HUMANA. Mi comunidad experta. Encuesta salarial 2011. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en

<<http://www.gestionhumana.com/gh4/encuestasalarial/2011/salarios/areas/financiera/contador.asp>>

¹⁷⁹ BANCO DE LA REPÚBLICA. Salario Mínimo Legal en Colombia. Serie histórica en pesos colombianos. <<http://obiee.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Go&Path=/shared/Consulta+Series+Estadisticas+desde+Excel/1.+Salarios/1.1+Salario+minimo+legal+en+Colombia/1.1.1+Serie+historica&Options=rdf&NQUser=salarios&NQPassword=salarios&lang=es>>

Gráfica 41. Salario promedio mensual contador empresa mediana en Colombia



7.3 PROBABILIDAD DE QUIEBRA

Debido a que los costos directos de quiebra se evidencian en los procesos de liquidación y reorganización de una empresa según la ley en Colombia, se hace necesario que la probabilidad de quiebra sea hallada y definida de manera individual para cada uno de estos procesos de insolvencia.

Por lo anterior, se define que la probabilidad de caer en quiebra financiera está compuesta por la probabilidad de caer en el proceso de reorganización y la probabilidad de caer en liquidación. Partiendo del teorema de Bayes se define la probabilidad de caer en un proceso de reorganización de la ecuación 19:

$$(19) \quad P\left(\frac{\text{caer en reorganización}}{\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%}\right) = \frac{P\left(\frac{\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%}{\text{caer en reorganización}}\right) \times P(\text{caer en reorganización})}{P(\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%)}$$

Y en la probabilidad de liquidación en la ecuación 20:

$$(20) \quad P\left(\frac{\text{caer en liquidación}}{\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%}\right) = \frac{P\left(\frac{\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%}{\text{caer en liquidación}}\right) \times P(\text{caer en liquidación})}{P(\text{tener deuda entre } X\% \text{ y } Y\%)}$$

A través de un requerimiento a la Cámara de Comercio, solicitando el número de empresas industriales manufactureras existentes en el año 2012 en el Área

Metropolitana de Bucaramanga (366), el porcentaje de deuda que cada una de estas tenía al finalizar el año contable y el número de estas empresas que entraron en procesos de insolvencia, junto con el porcentaje de deuda manejado en el momento de entrar en dichos procesos, la tabla 15 fue planteada agrupando las empresas en rangos de acuerdo a su nivel de deuda:

Tabla 15. Tabla base para el cálculo de las probabilidades

DEUDA/ACTIVOS ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$	No. DE EMPRESAS CON DEUDA ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$	No. DE EMPRESAS QUE ENTRARON EN REORGANIZACIÓN CON DEUDA ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$	No. DE EMPRESAS QUE ENTRARON EN LIQUIDACIÓN CON DEUDA ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$
[0%-20%]	54	7	1
(20%-40%]	81	2	1
(40%-60%]	95	3	1
(60%-80%]	78	8	4
(80%-100%]	29	4	1
(100%-120%]	3	1	2
(120%-140%]	4	2	1
(140%-160%]	1	1	0
TOTAL	366	28	11

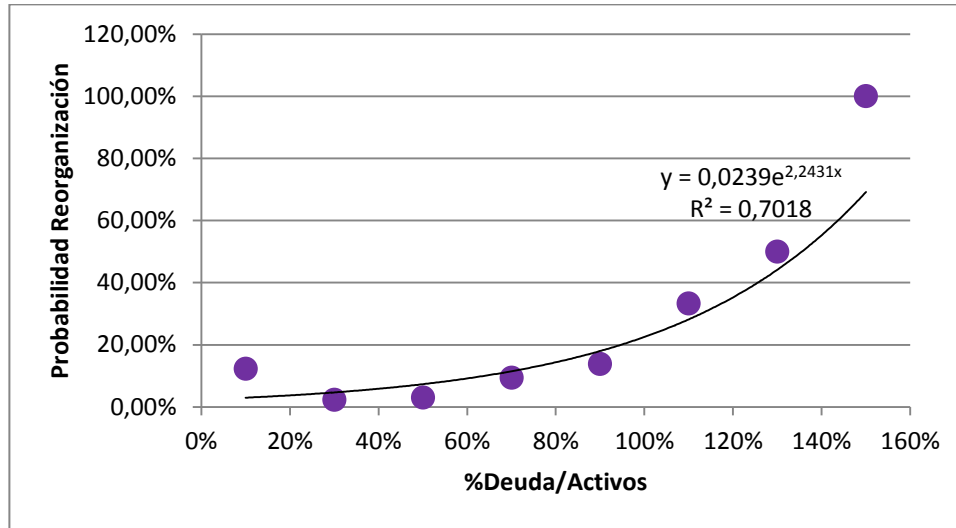
De la tabla 15, se obtienen la probabilidad de caer en reorganización como: $28/366$ y la probabilidad de caer en liquidación como: $11/366$, y con base en las ecuaciones planteadas anteriormente, se obtiene la tabla 16:

Tabla 16. Probabilidad de procesos de insolvencia según nivel de deuda

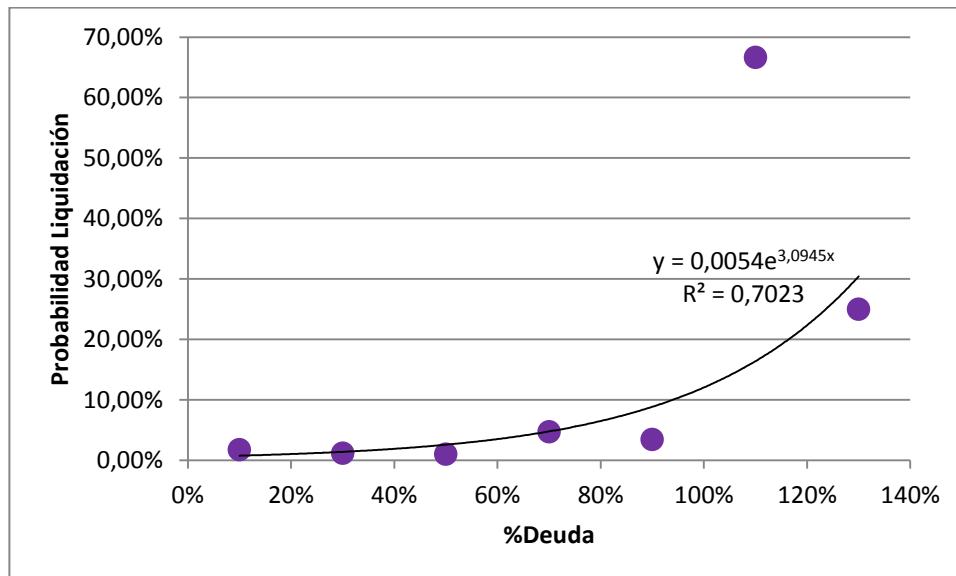
DEUDA/ACTIVOS ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$	MARCA DE CLASE	PROBABILIDAD DE REORGANIZACIÓN CON DEUDA ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$	PROBABILIDAD DE LIQUIDACIÓN CON DEUDA ENTRE $X_i\%$ y $Y_i\%$
[0%-20%]	10%	12,96%	1,85%
(20%-40%]	30%	2,47%	1,23%
(40%-60%]	50%	3,16%	1,05%
(60%-80%]	70%	10,26%	5,13%
(80%-100%]	90%	13,79%	3,45%
(100%-120%]	110%	33,33%	66,67%
(120%-140%]	130%	50,00%	25,00%
(140%-160%]	150%	100,00%	0,00%

Para incorporar la probabilidad de quiebra al modelo se hace necesario plantear una función que defina una tendencia o comportamiento, para ello, se define una marca de clase por intervalo de deuda, obteniendo como resultado la gráfica 42 para la probabilidad de reorganización y la 43 para la probabilidad de liquidación.

Gráfica 42. Probabilidad de Reorganización



Gráfica 43. Probabilidad de Liquidación



Definiendo una tendencia ascendente de la probabilidad cuando incrementa el monto de deuda adquirida y ajustando una línea de tendencia se obtienen las ecuaciones 21 y 22 de probabilidad:

$$(21) \quad \text{Probabilidad de Reorganización} = 0,0239e^{2,2431x}$$

$$(22) \quad \text{Probabilidad de Liquidación} = 0,0054e^{3,0945x}$$

7.3 ECUACIÓN DEL MODELO

$$(23) \quad \text{Aumento del Valor de la empresa} =$$

$$33\% * D - 0,0097e^{2,871\frac{D}{A}} \left(\begin{array}{l} 1'133.400 \\ 0,002A \\ 0,00143A + 3'238.285,71429 \end{array} \begin{array}{l} \$ 0 \leq A \leq \$ 566'700.000 \\ \$ 566'700.000 < A \leq \$ 5.667'.000.000 \\ \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{array} \right) + \left(\frac{A * 10,5\%}{WACC} \right) -$$

$$0,0046e^{2,6318\frac{D}{A}} \left(\begin{array}{l} 11'334.000 \\ 0,06A + 117,24824 \\ 0,03429A + 145'722.857,14286 \end{array} \begin{array}{l} \$ 0 \leq A \leq \$ 188'898.111 \\ \$ 188'898.111 < A \leq \$ 5.667'000.000 \\ \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{array} \right) + (40857,315 * 10^{-17}A^2 + 189.156,922 * 10^{-8}A - 1'015.138,577) + (3'699.826)$$

Para hallar el punto de equilibrio se deriva la ecuación 23 y se obtiene como resultado la ecuación 24.

$$(24) \quad \text{DERIVADA} =$$

$$0,33 - \frac{0,0097e^{2,871\frac{D}{A}} \frac{D}{A^2}}{A} \left(\begin{array}{l} 1'133.400 \\ 0,002A \\ 0,00143A + 3'238.285,71429 \end{array} \begin{array}{l} \$ 0 \leq A \leq \$ 566'700.000 \\ \$ 566'700.000 < A \leq \$ 5.667'.000.000 \\ \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{array} \right) + \left(\frac{A * 10,5\%}{WACC} \right) -$$

$$\frac{0,0046e^{2,6318\frac{D}{A}} \frac{D}{A^2}}{A} \left(\begin{array}{l} 11'334.000 \\ 0,06A + 117,24824 \\ 0,03429A + 145'722.857,14286 \end{array} \begin{array}{l} \$ 0 \leq A \leq \$ 188'898.111 \\ \$ 188'898.111 < A \leq \$ 5.667'000.000 \\ \$ 5.667'000.000 < A \leq \$ 25.501'500.000 \end{array} \right) + (40857,315 * 10^{-17}A^2 + 189.156,922 * 10^{-8}A - 1'015.138,577) + (3'699.826)$$

Debido a la complejidad presentada para despejar el punto de deuda sugerido, se deja la ecuación indicada y se hace uso de la herramienta de Excel de análisis de hipótesis buscar objetivo. En el anexo F se muestran las gráficas correspondientes a los costos descritos anteriormente, así como el aumento en el valor de la empresa respecto a la variación del nivel de deuda de las empresas estudiadas

7.4 RESULTADOS DE LA APLICACIÓN DEL MODELO

La tabla 17 presenta los valores resultantes de la aplicación del modelo. La columna correspondiente a deuda sugerida contiene el nivel de deuda sobre

activos sugerido para la empresa. La columna deuda real representa el nivel real de deuda sobre activos de cada empresa.

Tabla 17. Resultados aplicación del modelo

Empresa	Deuda Sugerida	Deuda Real	Diferencia
AMAYA BAUTISTA DARIO	70,84%	30,00%	40,84%
PRODITEXCO S.A.	78,24%	90,00%	-11,76%
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO	83,95%	41,12%	42,83%
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA	47,45%	25,00%	22,45%
C.I. MIS BORDADOS LTDA.	83,14%	20,00%	63,14%
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE	92,28%	21,71%	70,57%
C.I. NILZA LIMITADA	78,54%	25,00%	53,54%
SUSY FASHION'S SAS	84,31%	30,00%	54,31%
HAGA S. EN C.	85,91%	38,00%	47,91%
CREACIONES HENAR LTDA.	152,17%	90,00%	62,17%
MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA	77,45%	50,00%	27,45%
SANDOVAL MARTINEZ RAUL	88,13%	70,00%	18,13%
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL	70,70%	6,00%	64,70%
FRANCO MARTINEZ MARIA INES	141,92%	70,00%	71,92%
INFANTILES FLIPPER S.A.	79,85%	80,00%	-0,15%
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA	148,60%	40,00%	108,60%
ESCOBAR RODULFO	62,34%	25,00%	37,34%
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA	98,15%	20,00%	78,15%
ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE	70,75%	30,00%	40,75%
CASTRO DELGADO OMAIRA	85,28%	26,00%	59,28%
Promedio	89,00%	41,39%	47,61%
Máximo	152,17%	90,00%	108,60%
Mínimo	47,45%	6,00%	-11,76%

A la luz de los datos obtenidos se evidencia una diferencia significativa entre el porcentaje de deuda real manejado por las empresas y el porcentaje de deuda sugerido por el modelo utilizado. En promedio la diferencia entre el valor de deuda real y el valor sugerido es del 47,61% de diferencia, y en algún caso particular se presenta una diferencia máxima de 108,60%.

En promedio las empresas tienen un porcentaje de deuda real del 41,39%, frente a un 85,28% de deuda sugerida a través de la aplicación del modelo, lo que justifica la gran diferencia promedio entre las variables real y sugerida.

En aquellas empresas con menor WACC, el modelo tiene un mayor ajuste, a diferencia de las que manejan un costo de capital muy alto, como es el caso de Creaciones Henar Ltda. (93,34%), Franco Martínez Maria Inés (64,8%) y Vergel Suárez Luz Stella (82,55%), para las cuales el modelo sugiere un nivel excesivo de deuda sobre activos, 152,17%, 141,92% y 148,6%, por el mismo costo que representa el mantenimiento de sus activos.

Lo anterior permite concluir que el nivel de endeudamiento tiene una relación directa con el WACC, y las empresas que lo apliquen deben mantener el mismo nivel de WACC al aplicar el nivel de endeudamiento sugerido por el modelo, lo que las obliga a reducir, modificar o eliminar las condiciones (tasa, monto, plazo) de sus compromisos con ciertas fuentes de financiación.

7.5 ANÁLISIS ESTADÍSTICO

Para verificar la veracidad de las asunciones previas sobre la diferencia significativa entre las variables: deuda sugerida y deuda real, se utiliza el software Statgraphics*. Inicialmente se aplica el método estadístico conocido como ANOVA (Análisis de varianzas), el cual construye varias pruebas y gráficas para comparar los valores medios de dos muestras. En este caso particular la comparación se realiza entre la deuda real y la deuda sugerida, para determinar si existen diferencias significativas entre ellas.

Dado que la ANOVA arroja un valor P menor a 0,05 (0,0000), es posible asegurar que existe una diferencia estadísticamente significativa entre la media del porcentaje de deuda real y el sugerido, con un nivel de confianza del 95% (Ver Anexo G).

También, la comparación de medias se realiza a través de la prueba t, en la que mediante la prueba de hipótesis es posible analizar la igualdad entre las muestras de la siguiente manera:

* Statgraphics es una herramienta de análisis de datos que combina una amplia gama de procedimientos analíticos y funciones estadísticas avanzadas.

- Hipótesis nula: Media deuda real = Media deuda sugerida
- Hipótesis Alternativa= Media deuda real \neq Media deuda sugerida

Con un valor $P=0,00000145041$ se rechaza la hipótesis nula y se comprueba nuevamente una diferencia estadísticamente significativa entre medias con una confianza del 95%. Esto resulta de asumir igualdad entre las varianzas de las muestras, por lo que se hace necesario comprobar también esta igualdad.

Para poder asegurar la igualdad de varianzas, se ejecuta la prueba F, que compara las varianzas de las dos muestras a través de hipótesis, así:

- Hipótesis nula: Varianza deuda real = Varianza deuda sugerida
- Hipótesis Alternativa= Varianza deuda real \neq Varianza deuda sugerida

De este proceso resulta un valor $P= 0,674232$, no menor a 0,05, por lo que no es posible rechazar la hipótesis nula con una confianza del 95% y se comprueba estadísticamente la igualdad de varianzas entre las muestras y así mismo se corroboran los resultados de la prueba t desarrollada anteriormente.

Por otra parte, Statgraphics sugiere una no normalidad en la distribución de datos de las muestras o presencia de valores atípicos, por lo que es necesario aplicar la prueba W de Mann Whitney para comparar entre las medianas de las muestras a través de hipótesis. La comparación se construye combinando las dos muestras, ordenando los datos de menor a mayor, y comparando los rankings promedio de las dos muestras en los datos combinados. Siendo la mediana de la muestra real 0,3 vs. la sugerida 0,835, se analizan las siguientes hipótesis:

- Hipótesis nula: Mediana deuda real = Mediana deuda sugerida
- Hipótesis Alternativa= Mediana deuda real \neq Mediana deuda sugerida

El valor obtenido es de $P=0,0000241032$, el cual permite rechazar la hipótesis nula de igualdad de medianas, con una confianza del 95%, aprobando la diferencia significativa entre medianas y corroborando la hipótesis inicial de diferencia significativa entre muestras.

También para comparar las distribuciones de las muestras se aplica la prueba de Kolmogorov-Smirnov, en la cual se calcula la distancia máxima entre las distribuciones acumuladas de las muestras. Como resultado, la distancia máxima es de 0,75 y un valor $P=0,0000260146$, menor que 0,05, comprobando nuevamente una diferencia estadísticamente significativa entre las distribuciones con una confianza del 95%.

Finalmente, luego de la aplicación de pruebas estadísticas acerca de igualdad o diferencia de muestras, a través de aspectos como la media, la varianza, la mediana, la normalidad de los valores y la distribución de los datos, es posible asegurar que existe una diferencia significativa entre el porcentaje de deuda sugerido por el modelo y el porcentaje de deuda real que usan las empresas.

8. CONCLUSIONES

A pesar de ser el sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, un sector relevante económica y socialmente en la región, desde el inicio del 2012 el crecimiento de este sector ha venido sufriendo una contracción evidente que parece llevarlo a un constante decrecimiento en lo seguido de 2012 y 2013. En la actualidad presenta cifras negativas de crecimiento financiero e industrial, debido a crisis externas como la ocasionada en Venezuela, país que representa el 15% de las exportaciones del sector¹⁸⁰; también por el contrabando, la caída de la demanda mundial por efectos de la crisis financiera, la revaluación del peso, la baja en los precios internacionales de algunas materias primas, la incursión de productos asiáticos y de otros países que llegan a competir en el mercado a un bajo costo, entre otros. Todo esto podría ejercer un alto impacto sobre la forma de financiación de las empresas, produciendo un aumento en su costo de capital.

La mayor dificultad en la obtención de la información financiera de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, se origina por su tipo jurídico, que en su gran mayoría está representado por personas naturales, lo que no las obliga a presentar información financiera, tal como estados de resultados o balances financieros, dificultando el desarrollo de la investigación.

Además, el desarrollo de este tipo de estudios en Colombia es de gran complejidad, ya que las fuentes de información no están fácilmente al alcance de los investigadores, por su costo y su poca confiabilidad, profundidad y amplitud, lo que puede generar desconfianza por parte de las empresas a la hora de responder las encuestas por la tergiversación o mal uso de la información.

Por lo anterior, se concluye que los resultados de la investigación están sujetos a la veracidad de la documentación dada por parte de las empresas analizadas, esto debido a la suposición de que los empresarios son reacios a ofrecer información

¹⁸⁰ INEXMODA. Op.cit. Julio 2013.

financiera o no cuentan con la misma, así como lo afirman Briozzo y Vieger en su estudio sobre la estructura de capital de las empresas mexicanas¹⁸¹.

De acuerdo con los resultados obtenidos mediante el instrumento de recolección de información, es posible asegurar que la mitad de los empresarios PyMEs del sector en estudio no conocen el valor de su empresa. Aquellos empresarios que aseguran conocer esta información coinciden en que la forma de calcular el valor de la empresa es a través del valor en libros de sus activos, proyecciones de flujo de caja, good will y know-how.

Igualmente, la rentabilidad efectiva anual sobre la inversión esperada por los socios presentó cierta dependencia con las teorías financieras como criterio base para determinar el monto de las deudas. El estudio describe que a medida que los socios esperan una mayor rentabilidad efectiva anual de su inversión, existe un mayor uso de las teorías financieras como criterio de las empresas para determinar el monto de sus deudas. Del total de empresas en las que los socios esperan el 15% de retorno a su inversión, el 33% se basa en este criterio para decidir el monto de sus deudas, en las empresas en las que los socios esperan el 10%, únicamente el 17% usa este criterio y finalmente en las empresas en las que la rentabilidad esperada de los socios es menor al 10% no se hace uso de este criterio, por lo que se asume la importancia de las teorías financieras en el comportamiento financiero de las empresas del sector.

Además, según los resultados estadísticos del instrumento de recolección de información aplicado, el hecho de incurrir en deuda se encuentra asociado al porcentaje real entregado a los socios sobre su inversión, se obtuvo que aquellas empresas que acceden al crédito entregan un menor porcentaje a los socios sobre su inversión, lo cual puede ser ocasionado por el exceso, déficit o malas condiciones de la deuda adquirida por las empresas, impactando negativamente en su rentabilidad. Todo esto coincide con la teoría de Trade-off como una consecuencia de los costos de agencia, pues los accionistas deben escoger entre

¹⁸¹ BRIOZZO y VIGIER, Óp. Cit.

adquirir un mayor nivel de deuda o intensificar la política de reparto de dividendos. Sin embargo, tal como se describe en la teoría de Miller, el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas debería crecer cuando el nivel de endeudamiento de la empresa crece.

Por otra parte en el instrumento, una de las justificaciones obtenidas para la adquisición de deuda de las PyMEs del sector en estudio, es el crecimiento de la demanda, que involucra mayor capital de trabajo. Sin embargo, una de las situaciones de mayor dificultad encontradas en el acercamiento a las entidades financieras, se debe a aquellas empresas que tienen como clientes a “retailers” y sufren graves problemas de liquidez, rotación de cartera y financiamiento, pues su facturación en ventas no es real y la incertidumbre puede llevarlas a incumplir con los compromisos adquiridos.

Según estudios realizados por Fedesarrollo, la adquisición de crédito en Colombia para el sector de PyMEs no es una tarea fácil¹⁸², sumado a esto, la situación crítica del sector en la actualidad y la fuerte competencia que participa en el mercado nacional, catalogan al sector de confecciones como un sector de riesgo para las entidades financieras, por lo que estas asumen un perfil muy conservador a la hora de otorgar un crédito a este tipo de cliente. A pesar de esto, algunas empresas no se ven afectadas por la situación de financiamiento, pues afirman que prefieren financiarse con recursos propios.

A pesar de las dificultades en la situación del sector, teniendo en cuenta las diferentes ofertas crediticias propuestas por las entidades financieras consultadas, es posible afirmar que el sector de confecciones, a pesar de ser considerado un sector de riesgo e implicar políticas conservadoras, puede acceder a fuentes de financiación con entidades a un menor costo respecto a los proveedores, “paga diarios” y socios, beneficiándose del escudo tributario.

La razón de endeudamiento del sector estudiado (41,39%), muestra que la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio es menor a la

¹⁸² FEDESARROLLO. Óp. Cit.

correspondiente a los accionistas, lo que sugiere la existencia de autonomía financiera del sector. Tal como sucede con las PyMEs en Irlanda, las cuales priorizan la financiación con recursos propios, dejando pasar algunas oportunidades de crecimiento, lo cual tiene sentido, pues en dicho país el impuesto es muy reducido y por tanto la deuda no proporciona un gran beneficio fiscal, a diferencia de la situación en Colombia, donde la adquisición de deuda podría generar beneficios significativos y permitir el aprovechamiento de oportunidades de crecimiento.

Por otro lado, el nivel de endeudamiento del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga está concentrado principalmente a corto plazo (68,09%); lo anterior puede deberse a la facilidad para obtener financiación a corto plazo con los proveedores, los cuales representan una fuente clave de financiamiento para el sector. Asimismo, algunos estudios aseguran que esta tendencia viene en crecimiento desde el año 1996 en Colombia, acompañado de la escasez en el uso del crédito a largo plazo¹⁸³.

Se observa que el nivel de deuda a largo plazo en las PyMES es relativamente estricto, y se supone que más que depender de elementos internos de la administración empresarial, parece obedecer las imposiciones u objetivos que fijan las entidades financieras en su política de concesión de créditos o en las políticas determinadas por el gobierno, por esto se presume que el sector no tiene acceso a la deuda a largo plazo, plazo que no parece estar lo suficientemente disponible para estas empresas, lo que podría impedirles financiar nuevas inversiones, convirtiéndose en un esfuerzo desmesurado por mantenerse competitivas, originando el cierre de muchas empresas.

La situación financiera de cada empresa está en función de su cultura financiera y desafortunadamente en algunos casos de su analfabetismo financiero, esto se refleja en las altas tasas que asumen las empresas al financiarse con proveedores

¹⁸³ WADNIPAR HERAZO y CRUZ MERCHÁN. Op. cit. p. 23-44

y en algunos casos con terceros que no incrementan el valor de la empresa a través del escudo fiscal.

En lo referente al modelo del Trade-off, este presenta limitaciones claras en lo que respecta al sector, el tamaño, el tipo de empresa, la ubicación geográfica y las implicaciones legales. Cualquier modificación en alguno de estos aspectos cambiaría significativamente los resultados, los cuales están ajustados exclusivamente a las condiciones de este sector específico.

Las probabilidades de reorganización y liquidación son el pilar fundamental del modelo propuesto, estas presentan un comportamiento exponencial creciente, sin embargo no presentan una conformidad ya que su $R=0.7018$ y 0.7023 , respectivamente.

En la modelización, las gráficas resultantes presentaron un aumento negativo en el valor de la empresa cuando esta no adquiere o maneja bajos niveles de deuda. Lo anterior se sustenta, considerando que cualquier empresa que no adquiere o tiene bajos niveles de deuda, no se beneficia del escudo fiscal de la misma. Adicionalmente, la probabilidad de entrar en un proceso de insolvencia continúa latente en la vida empresarial, generando costos de insolvencia que reducen el aumento en el valor de la empresa, ya que las obligaciones de la empresa son constantes durante su ejercicio, ya sea por el pago a los empleados (integral), la cancelación de impuestos y demás gastos. Todo esto podría argumentarse en la distorsión de la imagen de la empresa en el mercado, pues si su nivel de deuda es nulo, o muy bajo, esto podría ser interpretado por las entidades financieras y proveedores como una empresa de alto riesgo, a la cual no pueden financiar, o como una empresa de poca rentabilidad que no puede cumplir con sus obligaciones financieras y por esto disminuir su valor.

Al calcular el ratio de deuda sobre activos sugerido por el modelo planteado, se observa que tres empresas se encuentran por encima del 100%, Creaciones Henar Ltda., Franco Martínez María Inés y Vergel Suárez Luz Stella (152,17%,

141,92% y 148,60% respectivamente). La principal variable que afecta estos resultados es el alto costo de capital (WACC) que estas empresas poseen, lo que permite asumir una relación directamente proporcional entre el WACC y el punto de deuda sugerido. Por ello para una empresa con elevados niveles de costo de capital no es recomendable aplicar el modelo propuesto.

Según los resultados arrojados por el modelo sugerido se plantea una relación directa entre el nivel de deuda y el aumento en el valor de la empresa, es decir, a medida que el monto de deuda adquirido aumenta, el valor de la empresa también aumenta, lo anterior contradice la teoría de Durand expuesta en el trabajo *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, donde afirma que el uso moderado de la deuda aumenta el valor de la firma disminuyendo el costo de capital.

Los resultados del modelo afirman que en promedio la mayoría de las empresas adquieren aproximadamente la mitad del nivel de deuda sugerido por el modelo del trade-off que les permite recibir el valor referente al ahorro fiscal por tenencia de deuda, esto sugiere que prevalece el perfil conservador y la aversión al riesgo de las PyMEs del sector.

También, cabe reconocer la posible influencia de las variables no consideradas en esta investigación, como los son la aversión al riesgo, los costos indirectos, costos de agencia, la cultura conservadora por parte de los administradores, y demás variables de difícil medición, por su relatividad, falta de información y de estudios generados con base en dichos temas.

Después de realizar una investigación acerca del estado de endeudamiento de la PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga y aplicar el modelo a cada una de ellas, es posible concluir que los empresarios de este sector no tienen una adecuada planeación del manejo de la deuda contraída, por sus altos costos de financiación, desaprovechando el escudo tributario al financiarse en mayor proporción con los proveedores.

9. RECOMENDACIONES

De acuerdo con los estudios realizados acerca de las PyMEs del sector de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga a través del instrumento de recolección de información, se obtuvo que estas empresas no justifican la adquisición de deuda con el desarrollo de nuevos productos, y en menor proporción con acciones de investigación y desarrollo. A diferencia de los resultados de la encuesta PyME de 2013 realizada para el sector industrial en Colombia, en la que el 50% de las empresas asegura que requerirá I+D para su adecuado crecimiento¹⁸⁴, al parecer una necesidad primordial y no reconocida por las PyMEs de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, a pesar de la evolución histórica del sector y el reconocimiento de marcas que impacta actualmente en Colombia y en el exterior. Por ello, se recomienda enfocar mayores esfuerzos en lo relacionado con la investigación y el desarrollo.

Por otra parte, la variable de porcentaje de activos financiados tiene cierta dependencia con la fuente de financiación de cada empresa. La recolección de datos indica que a menor porcentaje de activos financiados, entre el 0 y 10%, se presenta mayor porcentaje de empresas que aplican fuentes de financiación particulares (25%), como el pago anticipado de pedidos, ya sea porque evitan riesgos con las entidades financieras o demás fuentes tradicionales o por aversión a la deuda. Curiosamente las empresas que se encuentran dentro de este rango de activos financiados son las que presentan el más bajo nivel de uso de entidades financieras como fuentes de financiación, por lo que se recomienda asegurarse de la confiabilidad de los métodos usados actualmente para la tenencia de deuda, para de esta forma tomar las mejores decisiones en pro de la rentabilidad empresarial.

En lo que respecta a la disposición de las empresas para modificar la cantidad de deuda que adquieren con la existencia de una combinación sugerida que permita maximizar su valor, esta variable está relacionada con criterios particulares de las

¹⁸⁴ ANIF. Óp. cit. La gran encuesta PYME Segundo Semestre 2013

PyMEs para determinar el monto de las deudas. En las encuestas los resultados presentaron que la disposición de las empresas es menor cuando existen criterios particulares definidos, prueba de esto es que un 67% de las empresas que no están dispuestas a dicha modificación usan un criterio particular diferente a los tradicionales propuestos, como: no superar el 50% de los activos, proyecciones de flujo de caja, análisis del efectivo en los siguientes meses o proyecciones de venta, entre otros. Por otra parte, únicamente el 12% de las empresas que admitieron estar dispuestas a modificar la cantidad de deuda asegura que usa un criterio particular, por lo que se recomienda no cerrarse ante nuevas posibilidades y oportunidades financieras, ya que tanto factores internos, como externos pueden afectar la estructura financiera y el desarrollo empresarial, y así influir en cambios a lo largo de la vida empresarial.

Debido a la situación del sector y a las políticas financieras fijadas por las entidades hacia el mismo, es recomendable que los poderes gubernamentales articulen medidas que logren facilitar la obtención de financiación bancaria por parte de las PyMEs, especialmente a largo plazo para fomentar la competitividad e inversión en nuevos proyectos.

Otra recomendación para las PyMEs del sector es la ampliación de sus mercados, ya que el mercado colombiano presencia una saturación de empresas en competencia y trabajar para este las cataloga como empresas de alto riesgo, y más aún si sus clientes son “retailers”. Una posibilidad para el sector específico son las ferias comerciales, las cuales son comunes en la región y pueden proporcionarles oportunidades de crecimiento y desarrollo comercial.

En el momento en que las empresas del sector soliciten un crédito en una entidad, es muy importante que estas comprendan que la base para un buen crédito está en la apertura hacia la entidad, al exponer la naturaleza del ciclo del negocio, sus planes de pago del crédito y la estructuración del mismo para que le sean ofrecidas las condiciones adecuadas de acuerdo a su empresa.

Es de gran importancia aclarar que para hacer uso del modelo propuesto es necesario manejar bajos niveles de WACC (menor al 40%), de tal forma que resulten niveles de deuda apropiados y racionales para el buen desarrollo de la estructura financiera.

Finalmente, es relevante que al aplicar el nivel de deuda sugerido por el modelo se analicen las diferentes ofertas financieras y sus costos, de tal forma que se busque permanentemente la optimización de los mismos.

BIBLIOGRAFÍA

ADEWALE, Muritala Taiwo y AJIBOLA, Oguntade Busola. Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria. [en línea]. IUP Journal os accounting research & audit practices. Vol 12, No. 4. p.43-55.

ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. Con el apoyo de: Banco Caja Social. Actualidad PYME. Dinámica Industrial: El caso del segmento PYME. Septiembre de 2011. No.39. ISSN 1909-6100. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://anif.co/actualidad-pyme>>

ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. Con el apoyo de: Banco de la República, BID y Bancóldex. La gran encuesta PYME. Informe de resultados. Segundo semestre 2012. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en: <<http://anif.co/encuesta-pyme>>

ANIF, Asociación Nacional de Instituciones Financieras. La República y Superintendencia de Valores. Estructura financiera de las empresas. Informe de resultados. Segundo semestre 2004. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 9 febrero 2014]. Disponible en: <<http://anif.co/encuesta-pyme>>

ANIF, Centro de estudios económicos. La gran encuesta PYME. Segundo semestre de 2013. ISSN 1909-4175. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en < <http://anif.co/encuesta-pyme>>

BANCO DE LA REPÚBLICA. Salario Mínimo Legal en Colombia. Serie histórica en pesos colombianos. <<http://obiee.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Go&Path=/shared/Consulta+Series+Estadisticas+desde+Excel/1.+Salarios/1.1+Salario+minimo+legal+en+Colombia/1.1.1+Serie+historica&Options=rdf&NQUser=salarios&NQPassword=salarios&lang=es>>

BOOTH, Laurence, et al. Capital Structures in Developing Countries. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 1 (Feb., 2001), 87-130. [en línea].

BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg A. y KIM, E. Han. On the existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. The journal of finance. [en línea: librería virtual UIS]. Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, Diciembre 28-30, 1983 (Jul., 1984), 857-878.

BRANCH, Ben. The cost of bankruptcy a review. Isenberg School of Management, University of Massachusetts, Amherst, MA 01003, USA [en línea]. En: International Review of Financial Analysis. 11-2002 p. 39-57.

BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Companies 2003. Séptima Edición [en línea].

BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento. Una revisión del pasado y presente. [en línea].

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J. Y BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. [en línea] Rev. contab. Finanç. 2007, vol.18, n.43, pp. 9-19. ISSN 1808-057X.

BUSTOS GISBERT, Antonio y PEDRAJA CHAPARRO, Francisco. Doble imposición, “Efecto clientela” y aversión al riesgo. Colección de Papeles de trabajo del Instituto de Estudios Fiscales. [en línea].

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360. Comportamiento económico en el 2012 de las 360 empresas más grandes de Santander. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/documentos%20pdf/informes%20de%20actualidad/2013/360%20empresas.pdf>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360. Portal de información económica y financiera. Perfil de las empresas Exportadoras Santandereanas. Marzo 2012. Número 96. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en < <http://www.compite360.com/Indicadores/Publicaciones/Perfil-de-las-empresas-exportadoras-santandereanas.aspx>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA Y COMPITE 360. Supervivencia de empresas en Santander. Según año de constitución. Julio de 2011. Número 94. [en línea]. [consultado 20 enero 2014]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/documentos%20pdf/informes%20de%20actualidad/2011/historiaempresa.pdf>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. ADN Sectorial. Reporte Sectorial. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en < <http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Indicadores Económicos de Santander. Octubre 2012. Número 70. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Producto Interno Bruto Santander 2011. Actualidad Económica. Octubre de 2012-Número 102. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en: <<http://www.compite360.com/getattachment/e6f26b38-5faa-49c3-9c7c-ef9f3031c0a8/Producto-Interno-Bruto-de-Santander-2011.aspx>>

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Sistema Financiero en Santander Año 2011. Actualidad Económica. Marzo de 2012-Número 97. [en línea]. [consultado 30 julio 2013]. Disponible en <<http://www.sintramites.com/temas/indicadoresantander/>>

CIARÁN, Mac y Bhaird. Determinants of capital structure in Irish SMEs. [en línea] Springer. p.357-375.

CLAUDIU, Botoc. Profitability-Capital structure trade off: Case of publicly romanian companies. [en línea]. Economic Science Series. Vol 22, No. 1. p. 969-975.

COMPITE 360. ADN Sectorial. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <<http://www.compite360.com/adnsectorial/>>

COPELAND, T.; WESTON, F. y SHASTRI, K. Financial Theory and Corporate Policy. Citado por: BRIOZZO, Anahí y VIGIER, Hernán. La estructura de financiamiento. Una revisión del pasado y presente. En: Múnich Personal RePEc Archive. (2006).

DANE. Cuentas nacionales trimestrales – Producto Interno Bruto. Segundo trimestre- Septiembre de 2013. [en línea]. [consultado 16 diciembre 2013]. Disponible en <http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bolet_PIB_IIItrim13.pdf>

DE LA BRUSLERIE, Hubert y LATROUS, Imen. Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a hypothesis on French firms. [en línea]. Journal of Multinational Financial Management. Vol 22, No. 4. p. 111-130.

DEANGELO, Harry y MASULIS, Ronald W. Optimal Capital Structure under corporate and personal taxation. Estructura financiera. [en línea librería virtual UIS].1978-1979.

DINERO. Finanzas Personales. ¿Qué es la UVT y en cuánto quedó para 2014? [en línea]. [consultado 3 junio 2014]. Disponible en <http://www.finanzaspersonales.com.co/impuestos/articulo/que-uvt-cuanto-queda-para-2014/51857>

FEDESARROLLO. Boletín de prensa. Juan José Echavarría. 2002, Abril. Recuperación financiera, mercado hipotecario y crecimiento. [en línea]. [consultado 9 febrero 2014]. Disponible en: <<http://www.fedesarrollo.org.co/>>

FORNERO, Ricardo A. Las primeras proposiciones de Modigliani y Miller. Algunos apuntes en ocasión de los 50 años de su formulación. En: Sociedad Argentina Docentes en Administración Financiera. Vol.3; p. 107-123.

GAUD, Philippe, HOESLI, Martin y BENDER, André. Debt-equity choice in Europe. [en línea]. International review of financial analysis. Vol 16, No. 3. p. 201-222.

GESTIÓN HUMANA. Mi comunidad experta. Contadores. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.gestionhumana.com/gh4/encuestasalarial/2011/salarios/areas/financiera/contador.asp>>

GESTIÓN HUMANA. Mi comunidad experta. Encuesta salarial 2011. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.gestionhumana.com/gh4/encuestasalarial/2011/salarios/areas/financiera/contador.asp>>

GONZALEZ, Maximiliano, et al. Empresas familiares: Revisión de la literature desde una perspectiva de agencia [en línea]. En: Cuaderno de Administración. Bogotá, Colombia, enero-junio de 2010. 23 (40): p. 11-33.

GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A Y SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Histórico tasa representativa del mercado. Julio de 2014. [en línea]. [consultado 5 junio 2014]. Disponible en <<https://www.grupoaval.com/portales/jsp/historicoindicadores.jsp>>

HAN KIM, E. Miller's Equilibrium, Shareholders leverage clientes, and optimal capital structure. En: The Journal of Finance. Vol 37, No. 2, (Diciembre 28-30, 1981). p. 301-319.

INEXMODA. Observatorio económico nacional, Plataforma de innovación para el sector textil – confección. Julio 2013. [en línea]. [consultado 18 diciembre 2013]. Disponible en <<http://observatorio.inexmoda.org.co/publicaciones/>>

INEXMODA. Página principal, Observatorio económico. Cifras económicas Inexmoda. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en <<http://observatorio.inexmoda.org.co/cifras-economicas/>>

INEXMODA. Página principal, Observatorio económico. Informe del observatorio de moda Inexmoda – Raddar. [en línea]. [consultado 17 diciembre 2013]. Disponible en < <http://observatorio.inexmoda.org.co/>>

INSTITUTO COLOMBIANO DE DERECHO CONCURSAL. Ley 1116 de 2006. Régimen de Insolvencia Empresarial. III Congreso Colombiano de Derecho Concursal. Cartagena de Indias. Agosto de 2009. p.1-250

JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. En: Journal of Financial Economics. Vol. 3, No. 4 (octubre, 1976). p. 305-360.

KINNEAR, Thomas C. y TAYLOR, James R. Investigación de Mercados: Un enfoque aplicado. 5 ed. Santafé de Bogotá D.C.: McGraw-Hill Interamericana, 2007. 900 p.

KORTEWEG, Arthur. The Net Benefits to Leverage. En: The Journal of Finance. Vol 515, No. 6, (Diciembre 2010). p. 2137-2170.

LEGIS. Comunidad Contable. Todo sobre la reforma tributaria de Colombia (Ley 1607) nuevos impuestos, conceptos, puntos claves y ejercicios prácticos. [en línea]. [consultado 3 junio 2014]. Disponible en http://www.comunidadcontable.com/BancoConocimiento/%28/%28todo_sobre_la_reforma_tributaria_de_colombia_nuevos_impuestos_conceptos_puntos_clave_y_ejercici%29/%28todo_sobre_la_reforma_tributaria_de_colombia_nuevos_impuestos_conceptos_puntos_clave_y_ejercici%29.asp

LEÓN GARCÍA, Oscar. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Capítulo 4. Medellín, 2006. 99 p

LÓPEZ GARCÍA, José. Y SOGORB MIRA, Francisco. Testing and pecking order theories financing SMEs. En: Springer Science+Business. (2008).

LOPEZ SALAZAR, Alejandra, CONTRERAS SOTO, Ricardo y ESPINOSA MOSQUEDA, Rafael. The impact of financial decisions and strategy on small business competitiveness. [en línea]. Global journal of business research. Vol 6, No. 2, 2012.

MAPFRE. Informe Sector textil y confecciones colombiano. Análisis sectorial [en línea]. [Consultado 12 marzo de 2014]. Disponible en < <https://www.yumpu.com/es/document/view/13210458/informe-sector-textil-y-confecciones-colombiano-mapfre->>

MAYORGA SÁNCHEZ, José Zacarias. La estructura financiera óptima en las PYMES del sector industria de la ciudad de Bogotá. [en línea]. Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables, Universidad Libre, Colombia.

MILLER, Merton H. y MODIGLIANI, Franco. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. En: American Economic Association. Vol. 53, No. 3 (junio, 1963). p. 433-443.

MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Decreto No. 526 de 2009 de Colombia. Capítulo V. Honorarios y Gastos. Artículo 22°.

MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Definición del tamaño empresarial micro, pequeña, mediana o grande. ¿Mi empresa es Micro, Pequeña, Mediana o Grande? [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.mi.gov.co/publicaciones.php?id=2761>>

MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. En: The American Economic Review. Vol. 48, No. 3 (1958); p. 261-297.

MONGRUT, Samuel, et al. Explorando las teorías de Estructura de Capital en Latinoamérica. Escuela de Graduados, Tecnológico de Monterrey, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP). Departamento de Industrias, Universidad Técnica Federico Santa María. [en línea].

MYERS, Stewart C. y MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. En: Journal of Financial Economics. Vol. 13, (febrero, 1984). p. 187-221.

OTERO GONZÁLEZ, Luis A, FERNÁNDEZ LÓPEZ, Sara y VIVEL BÚA, Milagros. La estructura de capital de la PYME: Un análisis empírico. [en línea]. Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino hacia el futuro. Universidad de Santiago de Compostela. Ayala Calvo, J.C. y grupo de investigación FEDRA.

PROEXPORT, Colombia. El mercado de prendas de vestir en Estados Unidos. Prendas de vestir en Estados Unidos. [en línea]. [consultado 18 diciembre 2013]. Disponible en <http://www.proexport.com.co/sites/default/files/cartilla_prendas_de_vestir_0.pdf>

PUYANA, David Guillermo. Universidad Sergio Arboleda. La Pyme y su situación en Colombia. Revista electrónica de difusión científica. Temas jurídicos. [en línea].

RAGHURAM GOVINDA., Rajan y ZINGALES, Luis. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The journal of finance. [en línea librería virtual UIS]. Vol. 50, No. 5 (Dic., 1995), 1421-1460.

REDE. Las en Colombia. Julio 2011. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://rede.com/tag/-en-colombia/>>

REVISTA PORTAFOLIO. Especiales Portafolio.co. PYMES de Colombia son optimistas con el futuro. 2012. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.portafolio.co/negocios/pymes-colombia-son-optimistas-el-futuro>>

REVISTA PORTAFOLIO. Negocios. Sí se puede hacer empresa. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://www.portafolio.co/temas/>>

RIVERA GODOY, Jorge Alberto. Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. Estructura financiera. [en línea]. Cuad. Adm. Bogotá (Colombia), 20 (34):191-219, julio-diciembre de 2007.

RIVERA GODOY, Jorge Alberto. Teoría sobre la estructura de capital. Estudios Gerenciales, Universidad ICESI. [en línea]. 31-59.

ROSS, Stephen A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. The Bell Journal of Economics. Vol. 8, No. 1 (Primavera, 1977), pp. 23-40. Publicado por: The RAND Corporation. [en línea].

SARMIENTO LOTERO, Rafael Y SALAZAR SANTANA, Mauricio. La estructura de financiamiento de las empresas: Una evidencia teórica y econométrica para Colombia 1997-2004. 2005. 153 p.

SECRETARÍA DEL SENADO, CONGRESO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. Diario Oficial No. 48.102 de 16 de junio de 2011. Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014. Artículo 43, Definiciones del tamaño empresarial. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2011/ley_1450_2011.html>

SECRETARIA GENERAL DE LA ALCALDÍA MAYOR DE BOGOTÁ. Acuerdo 1852 de 2003. Consejo Superior de la Judicatura. Expedido el 4 de junio de 2003. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=52525>

SIREM. Indicadores de endeudamiento. Agregados por los filtros seleccionados de regiones y/o sectores [en línea]. [Consultado 10 marzo de 2014]. Disponible en <<http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>>

SUPERSOCIEDADES. Oficio 340-023723. Los revisores fiscales en sociedades anónimas aún en la liquidación podrán llevar a cabo su labor mediante contrato de trabajo, con vinculación laboral o a través del contrato de prestación de servicios. [en línea]. [consultado 15 junio 2014]. Disponible en <<http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/conceptos/conceptos-contables/Normatividad%20Conceptos%20Contables/28084.pdf>>

TENJO G., Fernando, LÓPEZ, Enrique y ZAMUDIO, Nancy. Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas. Borradores de Economía. Banco de la República. Bogotá, Colombia. 1996-2002. [en línea].

TENJO G., Fernando, MARTÍNEZ T., Jorge y LÓPEZ E., Enrique. Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia. Borradores de Economía. Banco de la República. Bogotá, Colombia. Número 438. 2007. [en línea]. [consultado 16 febrero 2014]. Disponible en <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra438.pdf>>

WADNIPAR HERAZO, Sandra Milena y CRUZ MERCHÁN, Juan Sergio. Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. Escuela de Ingeniería de Antioquia. Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 1.p.23-44-. Medellín, enero de 2008. [en línea].

WIKIPEDIA. Área Metropolitana de Bucaramanga. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <http://es.wikipedia.org/wiki/%C3%81rea_Metropolitana_de_Bucaramanga>

WIKIPEDIA. Economía Emergente.[en línea]. [consultado 19 diciembre 2013]. Disponible en <http://es.wikipedia.org/wiki/Econom%C3%ADa_emergente>

WIKIPEDIA. Pequeña y mediana empresa. [en línea]. [consultado 13 enero 2014]. Disponible en <<http://es.wikipedia.org/wiki/PYME>>

WIKIPEDIA. Santander, Colombia. [en línea]. [consultado 2 diciembre 2013]. Disponible en <[http://es.wikipedia.org/wiki/Santander_\(Colombia\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Santander_(Colombia))>

ZAMBRANO VARGAS, Sandra Milena y ACUÑA CORREDOR, Gustavo Adolfo. Estructura de capital. Evolución teórica. En: Criterio Libre. Vol. 9, No. 15 (julio-diciembre, 2011); p. 81-102.

ZOU, Hong y XIAO, Jason Zezhong. The financing behaviour of listed Chinese firms. [en línea]. The british accounting reviw. Vol 38, No. 3. p. 239-258.

ENTREVISTAS

ESPINOZA, Ángela. Gerente Regional. Banco de Bogotá. Bucaramanga, Santander, Colombia, Observación inédita, 2014.

PICÓN, John Jimmy. Analista de crédito. Financiera Coomultrasan. Bucaramanga, Santander, Colombia, Observación inédita, 2014.

ANEXOS

ANEXO A

DISEÑO DEL INSTRUMENTO

El instrumento utilizado consiste en una encuesta realizada a las PyMEs de confecciones del Área Metropolitana de Bucaramanga, las cuales fueron obtenidas a través de la base de datos de Compite 360* adquirida por la Universidad Industrial de Santander.

El contenido del instrumento (Ver Anexo B) se basa en preguntas abiertas y acotadas por parámetros. Inicialmente se indaga la información general de la empresa (nombre, sector, tamaño, edad y régimen). Posterior a esto se realizaron preguntas sobre la información del entrevistado (su cargo y su nivel educativo), quien oficialmente debía ser la persona encargada de tomar las decisiones financieras. Finalmente los cuestionamientos se enfocan en el área financiera. Todo esto basado en el texto de “Investigación de mercados” de Kinneer y Taylor, el cual indica los pasos necesarios para diseñar un instrumento de recolección de datos, con el objetivo de medir el comportamiento anterior, la disposición y las características de las empresas frente al tema del endeudamiento y su estructura de financiación.

De acuerdo a Kinneer y Taylor¹⁸⁵, el error o sesgo atribuibles al muestreo y a métodos de administración de los cuestionarios es pequeño en comparación con otras clases de variación. Este error es atribuible esencialmente a la redacción de

* COMPITE 360 es un sistema de consulta online creado por la Cámara de Comercio de Bucaramanga para suministrar información comercial, jurídica, económica y financiera de las empresas que pertenecen a la región y se encuentran constituidas de manera legal. <http://www.compitem360.com/Nuestra-Camara.aspx>

¹⁸⁵ KINNEAR, Thomas C. y TAYLOR, James R. Investigación de Mercados: Un enfoque aplicado. 5 ed. Santafé de Bogotá D.C.: McGraw-Hill Interamericana, 2007. 900 p.

las preguntas. Estos autores afirman que un instrumento de recolección de datos se divide en 5 secciones:

1. Datos de identificación, es la sección donde se indagan los datos de la empresa a la que se está entrevistando.
2. Solicitud de cooperación, la cual identifica al encuestador para permitirle conseguir la encuesta. En este caso particular, esta solicitud es la carta de la Universidad Industrial de Santander dando a conocer los nombres de las encuestadoras y la intención de la encuesta. Por ser este documento algo extenso, fue adjunto en una página aparte de la encuesta.
3. Instrucciones, en este caso no se dieron instrucciones muy específicas o detalladas, ya que es una encuesta sencilla. En cada numeral se agregaba la instrucción correspondiente.
4. Información solicitada.
5. Datos de clasificación. Es en esta parte donde se investigan las características de los encuestados (nombre, cargo, profesión, etc.).

Para el diseño del cuestionario, que pertenece a la sección número cuatro, acerca de la información solicitada¹⁸⁶, fueron tomados como base los 7 pasos:

1. Consideraciones preliminares: Este paso fue enfocado en el análisis de los objetivos y necesidades determinadas previamente para la investigación. El objetivo general de la misma, está compuesto por cinco objetivos específicos, de los cuales uno de ellos se encuentra directamente ligado al instrumento y a los pasos subsecuentes, pues enuncia: “Contrastar el estado de las PyMEs en el 2012 y las teorías sobre la estructura de financiamiento”, dejando en claro la variable de medición principal de este instrumento, el endeudamiento.
2. Decisiones sobre el contenido de las preguntas: Este tema fue definido según las variables aproximadas a la variable principal, se indagaron las posibles

¹⁸⁶ Ídem

relaciones con otras variables a través de la teoría e investigaciones existentes.

3. Decisiones sobre el formato de respuesta: Para este tema fue necesario evaluar el tipo de respuesta esperada y el manejo que se le iba a dar a esta información, pues al parametrizar se facilita la tabulación y obtención de conclusiones. Sin embargo, en algunas ocasiones la parametrización no era posible, ya que es importante saber detalladamente lo que piensa cada empresa respecto a ciertos temas.
4. Decisiones sobre la redacción de las preguntas: En el aspecto de redacción fue necesario ser totalmente imparciales a la hora de hacer la pregunta, enfocándola a la información solicitada, de manera que el encuestado le dé el mismo enfoque a su respuesta. Además, en este tipo de encuestas financieras, la información es muy concreta, razón por la que es más sencilla la redacción de las preguntas y la obtención de respuestas específicas y concluyentes.
5. Decisiones sobre la secuencia de las preguntas. La secuencia se determinó en un orden lógico de ocurrencia. Luego de preguntar por el encuestado y la empresa, las preguntas acerca de la información principal siguen una secuencia de hechos, se indagan los hechos anteriores de la empresa relacionados con la deuda, basado en estos hechos la encuesta toma ciertas direcciones, las cuales pueden especificar dichos hechos, sus causas, criterios, razones, porcentajes, tasas, plazos, composición, etc. o en ausencia de ellos, explicar esta ausencia. Posterior a esto, la encuesta focaliza el tema de las utilidades y tasas esperadas tanto por los socios, como por los proveedores.
6. Decisiones sobre las características físicas. En este caso particular, las características físicas no fueron un aspecto trascendental, pues el formato de encuesta fue un formato tradicional, en tinta blanco y negro por motivos de costo, con el logo y título de la Universidad Industrial de Santander.
7. Preprueba, revisión y elaboración del borrador final. Esta es la validación del instrumento, la cual se explica más adelante en la validación.

VARIABLES DEL INSTRUMENTO

Este instrumento de recolección de datos se desarrolla para evaluar las siguientes variables, las cuales se presentan en el mismo orden del instrumento y se agrupan por objetivo: *

- Variable 3: Nivel y tipo de educación de los empresarios.
- Conocer la forma en que los empresarios PyME adquieren deuda.
- Variable 4: Predisposición a adquirir deuda
 - Variable 5: Criterio para determinar el monto de deuda
 - Variable 6: Razones para adquirir o no deuda
 - Variable 8: Fuentes de financiación
 - Variable 2: Años de funcionamiento de la empresa
 - Variable 1: Tamaño de la empresa
- Índices de endeudamiento:
- Variable 7: Porcentaje de endeudamiento
 - Variable 10: Porcentaje de endeudamiento con proveedores
 - Variable 9: Costo de deuda financiera
- Determinar el costo de capital (WACC)
- Variable 7: Porcentaje de endeudamiento
 - Variable 11: Costo de financiación con los socios
 - Variable 9: Costo de deuda financiera
 - Variable 10: Porcentaje de endeudamiento con proveedores
 - Variable 12: Costo deuda con proveedor

* Las variables se encuentran distribuidas en el mismo orden en que se listan en el instrumento de recolección de datos.

- Conocer si los empresarios PyME conocen el valor de su empresa y si estarían dispuestos a cambiar su estructura de financiación.

PARÁMETROS DEL INSTRUMENTO

Este instrumento de recolección de datos evalúa algunas variables a través de parámetros:

- Variable 3, Parámetros: primaria, secundaria, carrera técnica o tecnológica, título universitario y título de posgrado.
- Variable 4, Parámetros: sí y no.
- Variable 5, Parámetros: experiencia, recomendaciones, monto exacto establecido para suplir la necesidad, teorías financieras, modelo de otra empresa, oportunidad por beneficios en las condiciones del préstamo y otro.
- Variable 6, Parámetros: lanzamiento de un nuevo producto, compra de maquinaria, investigación y desarrollo, ampliación de la locación, plan de incremento de producción y otro.
- Variable 8, Parámetros: entidades financieras, leasing, reinversión de utilidades, adquisición de créditos provenientes de ventas de bienes, proveedores, mercado extra-bancario (particulares), factoring y otro.
- Variable 1, Parámetros: pequeña y mediana.
- Variable 9, Parámetros: 6 meses, 6 a 12 meses, 12 a 24 meses, 24 a 36 meses, 36 a 48 meses, 48 a 60 meses y más de 60 meses.
- Variable 12, Parámetros: de contado, a crédito y combinado.

VALIDACIÓN DEL INSTRUMENTO

Este estudio se realiza de manera simultánea con los sectores de alimentos y metalmecánicos, siguiendo una misma metodología y usando el mismo

instrumento de recolección de la información. Por lo que se toma como población a las 134 PyMEs industriales de los tres sectores, tomando una muestra del 10% para entrevistar y validar el instrumento a través de una prueba piloto.

Como resultado de esta prueba, se obtuvieron varias inconsistencias al momento de recibir las respuestas por parte de los encuestados a causa de falta de claridad al preguntar, uso de términos financieros similares que generan confusión y parámetros sobrantes o irrelevantes. Por esta razón se realizaron las siguientes modificaciones en el instrumento de recolección de información. Estos cambios se reflejan en el Anexo B, el cual está encabezado por el instrumento final, corregido y aplicado a las empresas. También en este anexo se encuentra el instrumento inicial utilizado para la validación a través de la prueba piloto, en el que se encontraron las inconsistencias.

Tabla A1 Modificaciones validación del instrumento

Enunciado anterior	Modificación del enunciado	Razón del cambio
Sector al que pertenece	-	Se elimina. El objetivo del estudio limita el sector a PyMEs de confecciones.
Régimen tributario	-	Todas las empresas pertenecen al régimen común.
¿Conoce usted el valor de la empresa?	(No le estamos pidiendo el valor contable, simplemente que nos mencione si lo conoce)	La idea no es generar desconfianza por parte de la gente al responder la encuesta. En la prueba piloto muchas veces preferían reservarse esta información creyendo que se hacía necesario el valor contable.
¿En qué criterio(s) se basa para determinar el monto de la(s) deuda(s) de la empresa?	(Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio)	Se adicionó esta parte al enunciado debido a que los encuestados escogían únicamente una respuesta, siendo que existe la opción de seleccionar múltiples opciones.
¿Qué razón(es) lo hace desistir de adquirir una deuda?		
Actualmente, ¿Qué porcentaje de los activos de operación están siendo financiados con deuda?	Actualmente, ¿Qué porcentaje de los activos están siendo financiados con deuda? (Excluyendo proveedores)	Para evitar confusiones, el término “activos de operación” tuvo que ser modificado por “activos” para mayor facilidad de entendimiento por parte del encuestado. Se adicionó la exclusión de proveedores, debido a que muchas empresas no los incluían como fuente de financiación y respondían de forma negativa a pesar de sus actuales compromisos

		con estos.
Sobre el total de los activos, indique el porcentaje de deuda, la tasa y tipo de interés aplicado, para cada uno de los siguientes periodos.	(Tenga en cuenta que la suma debe ser igual a la respuesta de la pregunta 11)	Se adiciona esta parte al enunciado para dar claridad acerca de que en este ítem el porcentaje de deuda sobre los activos totales, al igual que en la pregunta 11, excluye a los proveedores, por lo que la suma de cada porcentaje debe dar la misma respuesta.
Las opciones de políticas de cobro dadas: crédito, contado o combinación.	Las opciones de políticas de cobro dadas: crédito o contado.	El parámetro “combinación” sobra, pues el encuestado puede marcar las dos opciones, crédito y contado.
¿Estaría dispuesto a modificar la cantidad de deuda que adquiere, si una combinación óptima de deuda y capital le permite maximizar el valor de su empresa?	¿Estaría dispuesto a modificar la cantidad de deuda que adquiere, si una combinación de deuda y capital sugerida le permite maximizar el valor de su empresa?	Asegurar que una combinación óptima de deuda y capital existe o será calculada es un riesgo muy alto, pues existen variables de difícil medición que afectan este estudio, sin embargo, es posible llegar a una aproximación de estos cálculos y así sugerir una combinación.

APLICACIÓN DEL INSTRUMENTO

El desarrollo de las encuestas fue una etapa bastante compleja debido a que el momento de inicio del proceso fue a finales del año 2013, cuando las empresas se encuentran produciendo grandes cantidades para las ventas del mes de diciembre y están cerrando su año financiero, por lo que el tiempo para atender este tipo de estudios es muy escaso. El periodo de encuestas comprendió los meses entre noviembre de 2013 y marzo de 2014.

A pesar de las dificultades, de las 40 empresas que se encontraban registradas en la base de datos de Compite 360 en convenio con la UIS, la población se redujo a 32 de ellas, debido a que 1 de ellas no pertenecía al sector de confecciones hacía varios años, 2 estaban repetidas, otras 2 eran comercializadoras y no tenían participación en temas financieros, 1 se trasladó a Bogotá, 1 estaba en proceso de liquidación y otra no se encontró (luego de recurrir a diferentes medios de búsqueda, entre ellos ir a la dirección proporcionada por la base de datos y por la línea de servicio de la policía). Del total de la población, 2 empresas no quisieron colaborar, pues consideran que su información financiera es completamente

confidencial (Babys Dress Ltda, C.I. Kiddo's S.A.) y una de ellas (Rojas Jaimes Daniel) respondió lo que consideró pertinente.

El periodo de encuestas también se extendía por la dificultad para explicar que la información que estaban proporcionando, a pesar de ser financiera, no tiene ningún riesgo de confidencialidad, ya que los términos utilizados son porcentuales, lo que no implica la revelación de cifras o cantidades de alta privacidad, y el desarrollo financiero de cada empresa es un tema particular.

ANEXO B

INSTRUMENTO PARA LA RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIMARIA

UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER

El siguiente instrumento ha sido diseñado para evaluar la estructura financiera de su empresa, con el objeto de desarrollar un trabajo de grado en modalidad de investigación que servirá como base para un diagnóstico del sector.

Para poder responder este formulario se hace necesario que el encuestado sea la persona encargada de tomar las decisiones financieras de la empresa.

INFORMACIÓN GENERAL

1. Nombre de la empresa: _____
2. Tamaño según número de trabajadores (Pequeña: 11 a 50; Mediana: 51 a 200)
 Pequeña Mediana
3. Años de funcionamiento de la empresa: _____

INFORMACIÓN DEL ENTREVISTADO

4. Nombre: _____
5. Cargo: _____
6. Nivel educativo
 Primaria Título universitario
 Secundaria Título de posgrado
 Carrera técnica o tecnológica

6.1. Si alcanzó un nivel educativo superior a secundaria indique qué título:

INFORMACIÓN FINANCIERA

7. ¿Conoce usted el valor de la empresa? (No le estamos pidiendo el valor contable, simplemente que nos mencione si lo conoce)

Sí
¿Cómo lo calcula?

No
¿Por qué?

8. ¿En algún momento, la empresa ha recurrido al endeudamiento como forma de financiación?

Sí

No

Si su respuesta es "No" explique por qué y dirijase a la pregunta 14

9. ¿En qué criterio(s) se basa para determinar el monto de la(s) deuda(s) de la empresa? (Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio).

Experiencia

Teorías Financieras

Recomendaciones

Modelo de otra empresa

Monto exacto establecido para suplir la necesidad

Oportunidad por beneficios en las condiciones del préstamo

Otro, ¿Cuál? _____

10. ¿Qué razones lo llevan a adquirir deuda? (Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio).

Lanzamiento de un nuevo producto

Ampliación de la locación

Compra de maquinaria

Plan de incremento de producción

—

Investigación y desarrollo

Otro, ¿Cuál? _____

11. Actualmente, ¿qué porcentaje de los activos están siendo financiados con deuda? (Excluyendo proveedores): _____

12. Actualmente, ¿qué fuente(s) utiliza para la financiación de su(s) deuda(s)? (Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio).

Entidades financieras

Proveedores

Leasing

Mercado extra-bancario
(Particulares)

Re-inversión de utilidades

Factoring

Adquisición de créditos provenientes de ventas de bienes

Otro, ¿Cuál? _____

13. Sobre los activos totales, indique el porcentaje de deuda, la tasa y tipo de interés asociado, para cada uno de los siguientes periodos (Tenga en cuenta que la suma debe ser igual a la respuesta de la pregunta 11):

Periodo	% (Deuda / Activos Totales)	Tasa de interés	Tipo de tasa
6 Meses	_____	_____	_____
6 a 12 Meses	_____	_____	_____
12 a 24 Meses	_____	_____	_____
24 a 36 Meses	_____	_____	_____
36 a 48 Meses	_____	_____	_____
48 a 60 Meses	_____	_____	_____
Más de 60 Meses	_____	_____	_____

14. Sobre el total de activos, ¿cuál es el porcentaje de deuda con sus proveedores?: _____

15. ¿Qué razón(es) lo hace desistir de adquirir una deuda? (Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio).

Malas experiencias

Inseguridad o temor

Prefiere financiarse a través de los socios

La empresa siempre ha trabajado de esta manera

Otro, ¿Cuál? _____

16. ¿Qué porcentaje de la utilidad neta es repartida a los socios habitualmente?

17. ¿Cuál fue el porcentaje real entregado a los socios sobre su inversión el periodo pasado?

18. ¿Qué rentabilidad efectiva anual esperan los socios que retorne su inversión?

19. Indique la(s) políticas de cobro (cartera) manejadas por su(s) proveedor(es) y el(los) descuento(s) si aplica(n) para cada caso. (Marque con una X las opciones que se ajustan a su criterio).

Política		% de descuento y plazo
De contado	<input type="checkbox"/>	_____
A crédito	<input type="checkbox"/>	_____

20. ¿Estaría dispuesto a modificar la cantidad de deuda que adquiere, si una combinación de deuda y capital sugerida le permite maximizar el valor de su empresa?

Sí

No

¿Por qué?

INSTRUMENTO PARA LA RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIMARIA (PRUEBA PILOTO)

UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER

El siguiente instrumento ha sido diseñado para evaluar la estructura financiera de su empresa, con el objeto de desarrollar un trabajo de grado en modalidad de investigación que servirá como base para un diagnóstico del sector.

Para poder responder este formulario se hace necesario que el encuestado sea la persona encargada de tomar las decisiones financieras de la empresa.

INFORMACIÓN GENERAL

1. Nombre de la empresa: _____
2. Sector al que pertenece: _____
3. Tamaño según número de trabajadores (Pequeña: 11 a 50; Mediana: 51 a 200)
 Pequeña Mediana
4. Años de funcionamiento de la empresa: _____
5. Régimen tributario
 Común Simplificado

INFORMACIÓN DEL ENTREVISTADO

6. Nombre: _____
7. Cargo: _____
8. Nivel educativo
 Primaria Título universitario
 Secundaria Título de posgrado
 Carrera técnica o tecnológica

8.1. Si alcanzó un nivel educativo superior a secundaria indique qué título: _____

INFORMACIÓN FINANCIERA

9. ¿Conoce usted el valor de la empresa?

Sí

¿Cómo lo calcula?

No

¿Por qué?

10. ¿En algún momento, la empresa ha recurrido al endeudamiento como forma de financiación?

Sí

No

Si su respuesta es "No" explique por qué y diríjase a la pregunta 17

11. ¿En qué criterio(s) se basa para determinar el monto de la(s) deuda(s) de la empresa?

Experiencia

Teorías Financieras

Recomendaciones

Modelo de otra empresa

Monto exacto establecido para suplir la necesidad

Oportunidad por beneficios en las condiciones del préstamo

Otro, ¿Cuál? _____

12. ¿Qué razones lo llevan a adquirir deuda?

Lanzamiento de un nuevo producto

Ampliación de la locación

Compra de maquinaria

Plan de incremento de producción

—

- Investigación y desarrollo
- Otro, ¿Cuál? _____

13. Actualmente, ¿qué porcentaje de los activos de operación están siendo financiados con deuda?: _____

14. Actualmente, ¿qué fuente(s) utiliza para la financiación de su(s) deuda(s)?

- Entidades financieras
- Proveedores
- Leasing
- Mercado extra-bancario (Particulares)
- Re-inversión de utilidades
- Factoring
- Adquisición de créditos provenientes de ventas de bienes
- Otro, ¿Cuál? _____

15. Sobre el total de los activos, indique el porcentaje de deuda, la tasa y tipo de interés aplicado, para cada uno de los siguientes periodos:

Periodo	% (D/AT)	Tasa de interés	Tipo
6 Meses	_____	_____	_____
6 a 12 Meses	_____	_____	_____
12 a 24 Meses	_____	_____	_____
24 a 36 Meses	_____	_____	_____
36 a 48 Meses	_____	_____	_____
48 a 60 Meses	_____	_____	_____
Más de 60 Meses	_____	_____	_____

16. Sobre el total de activos, ¿cuál es el porcentaje de deuda con sus proveedores?: _____

17. ¿Qué razón(es) lo harían desistir de adquirir una deuda?

- Malas experiencias
- Inseguridad o temor

Prefiere financiarse a través de los socios a La empresa siempre ha trabajado de esta manera
 Otro, ¿Cuál? _____

18. ¿Qué porcentaje de la utilidad neta es repartida a los socios habitualmente?

19. ¿Qué rentabilidad efectiva anual esperan los socios que retorne su inversión?

20. ¿Cuál fue el porcentaje real entregado a los socios sobre su inversión el periodo pasado?

21. Indique la(s) políticas de cobro (cartera) manejadas por su(s) proveedor(es) y el(los) descuento(s) si aplica(n) para cada caso:

Política		% de descuento y plazo
De contado	<input type="checkbox"/>	_____
A crédito	<input type="checkbox"/>	_____
Combinación	<input type="checkbox"/>	_____

22. ¿Estaría dispuesto a modificar la cantidad de deuda que adquiere, si una combinación óptima de deuda y capital le permite maximizar el valor de su empresa?

Sí No

¿Por qué?

ANEXO C

RESULTADOS RELACIONES DE DEPENDENCIA PROCEDIMIENTO JI CUADRADO STATGRAPHICS

TAMAÑO

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Edad.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,888	1	0,0893

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Conocimiento valor de la Empresa.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Ha recurrido a endeudamiento.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,930	1	0,3348

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Análisis solo cuando la tabla tenga al menos dos filas y dos columnas.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,804	1	0,0284

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, está relacionado con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,513	1	0,2187

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,046	1	0,3065

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,131	1	0,7177

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,882	1	0,3476

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,019	1	0,8913

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,157	11	0,3520

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,882	1	0,3476

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un

caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	1	0,0146

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,930	1	0,3348

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,135	1	0,1440

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	1,513	1	0,2187
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,275	10	0,7917

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda con proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,065	1	0,7982

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,556	1	0,2123

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,131	1	0,7177

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se

puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,301	7	0,3982

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Utilidad neta habitual repartida.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,212	8	0,7347

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,900	3	0,5933

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,623	1	0,4300

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Tamaño para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

EDAD

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Conocimiento valor de la Empresa.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Ha recurrido a endeudamiento.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	16,078	16	0,4475

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,000	16	0,5987

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	16,875	16	0,3937
--------------	--------	----	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,444	16	0,5656

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	17,619	16	0,3467

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	15,833	16	0,4647

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	17,333	16	0,3644

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	16,875	16	0,3937

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se

puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	17,619	16	0,3467

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	180,000	176	0,4024

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	16,875	16	0,3937

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	16	0,8926

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,157	16	0,7331

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,444	16	0,5656

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	16	0,8926

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,889	16	0,9179

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	16	0,8926

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	159,167	160	0,5038

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda con proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,444	16	0,5656

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	15,833	16	0,4647

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,000	16	0,7440

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,750	16	0,6173

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para deter

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	117,694	105	0,1870

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Utilidad neta habitual repartida.

Mirar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	137,750	128	0,2623

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	49,231	48	0,4237

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	16	0,2202

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Edad para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

HA RECURRIDO AL ENDEUDAMIENTO

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,053	1	0,3049

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	0,263	1	0,6080
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,117	1	0,7324

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,451	1	0,5018

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,055	1	0,8139

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,702	1	0,4022

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,351	1	0,5536

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,263	1	0,6080

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,456	1	0,1171

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	11	0,8757

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,211	1	0,0402

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,055	1	0,8139

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a

endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,117	1	0,7324

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,055	1	0,8139

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,456	1	0,1171

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,117	1	0,7324

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,055	1	0,8139

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	9,474	10	0,4878
--------------	-------	----	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda con proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,117	1	0,7324

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,579	1	0,2089

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,955	1	0,1621

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,351	1	0,5536

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,263	1	0,6080

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de H_a recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	19,000	8	0,0149

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, está relacionado con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	3	0,1133

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Ha recurrido a

endeudamiento para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

% DEUDA

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,967	11	0,9327

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,000	11	0,2933

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para

un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	15,833	11	0,1474

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	11,667	11	0,3892

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,857	11	0,3028

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	11	0,0453

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, está relacionado con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	13,056	11	0,2897
--------------	--------	----	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	16,444	11	0,1254

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,188	11	0,3497

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	11	0,0453

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, está relacionado con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	16,875	11	0,1116

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	11	0,5783

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,850	11	0,4559

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para

un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,444	11	0,2094

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	11	0,0453

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,873	11	0,4540

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,444	11	0,2094

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	11	0,5783

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir financiarse con socios

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,792	11	0,1922

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	126,250	110	0,1377

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % Deuda con proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,037	11	0,7961

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	17,070	11	0,1058

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,000	11	0,3636

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,188	11	0,3497

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	69,271	77	0,7227

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Utilidad neta habitual repartida.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	83,389	88	0,6192

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	24,444	33	0,8592

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,850	11	0,4559

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

% DEUDA CON PROVEEDORES

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,889	10	0,5427

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,333	10	0,2056

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,625	10	0,3875

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,593	10	0,2474

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,254	10	0,2098

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	10	0,8182

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	10,972	10	0,3597
--------------	--------	----	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	11,111	10	0,3489

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	15,833	10	0,1045

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,683	10	0,4688

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,708	10	0,2404

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,474	10	0,4878

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,118	10	0,1677

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,889	10	0,5427

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	20,000	10	0,0293

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza

del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,698	10	0,6583

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,593	10	0,2474

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	10	0,8182

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,593	10	0,2474

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,972	10	0,3597

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,773	10	0,1836

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	15,833	10	0,1045
--------------	--------	----	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,778	10	0,4602

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,708	10	0,2404

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	80,574	70	0,1819

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Utilidad neta habitual repartida.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	71,514	72	0,4940

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	31,624	30	0,3852

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	14,118	10	0,1677

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % Deuda con proveedores para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

UTILIDAD NETA HABITUAL REPARTIDA

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,674	7	0,4636

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,967	7	0,4324

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,641	7	0,2099

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	11,037	7	0,1370

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	8,329	7	0,3044
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,173	7	0,9915

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,782	7	0,5655

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,818	7	0,6822

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,983	7	0,0725

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,818	7	0,6822

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,794	7	0,6851

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,173	7	0,9915

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,674	7	0,4636

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,484	7	0,9283

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	19,000	7	0,0082

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,818	7	0,6822

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,818	7	0,6822

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,382	7	0,3001

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,958	7	0,7846

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	1,599	7	0,9787
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,092	7	0,2461

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,272	7	0,5083

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,672	7	0,8167

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	9,641	7	0,2099

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	31,125	49	0,9782

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en % real entregado.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	45,125	21	0,0017

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, está relacionado con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,674	7	0,4636

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Utilidad neta habitual repartida para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

% REAL ENTREGADO

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,212	8	0,7347

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,978	8	0,2030

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,969	8	0,4365

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,074	8	0,9297

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,248	8	0,7308

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,287	8	0,9709

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,009	8	0,6462

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,107	8	0,6352

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,958	8	0,8609

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,958	8	0,8609

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,201	8	0,4141

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,978	8	0,2030

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,972	8	0,3446

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,212	8	0,7347

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,613	8	0,5789

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,287	8	0,9709

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,405	8	0,2378

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,613	8	0,5789

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,972	8	0,3446

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	13,691	8	0,0902

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,744	8	0,3643

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,107	8	0,6352

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	11,981	8	0,1521

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	6,967	8	0,5402

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	15,042	24	0,9195

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Rentabilidad anual esperada.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,972	8	0,3446

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de % real entregado para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

RENTABILIDAD ESPERADA

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,531	3	0,0568

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,744	3	0,6273

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,692	3	0,4415

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	12,593	3	0,0056

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, está relacionado con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,464	3	0,9267

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,567	3	0,9040

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,624	3	0,6540

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad

anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,675	3	0,6425

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,897	3	0,1167

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,464	3	0,9267

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,897	3	0,1167

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,567	3	0,9040

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,303	3	0,5120

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	1,197	3	0,7538
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	3	0,1133

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	3,639	3	0,3032

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,185	3	0,1587

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	5,965	3	0,1133

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,336	3	0,5056

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	7,607	3	0,0549

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna

son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,614	3	0,8932

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,675	3	0,6425

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,410	3	0,7031

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,498	3	0,6827

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Rentabilidad

anual esperada para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Disposición a modificar EF.

DISPOSICIÓN A MODIFICAR ESTRUCTURA FINANCIERA

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,930	1	0,3348

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Experiencia.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un

nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Monto exacto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,804	1	0,0284

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, está relacionado con su valor en Criterio Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Teorías Financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,513	1	0,2187

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Criterio Oportunidad beneficios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Lanzamiento producto.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,065	1	0,7982

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Compra de maquinaria.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	10,588	1	0,0011

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, está relacionado con su valor en Razón Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,882	1	0,3476

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Razón Ampliación locación.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	8,235	1	0,0041

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, está relacionado con su valor en Razón Incremento producción.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	4,804	1	0,0284

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, está relacionado con su valor en Fuente Entidades financieras.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Leasing.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,930	1	0,3348

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se

puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Reinversión de utilidades.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Venta de bienes.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a

modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Otros.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,513	1	0,2187

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Proveedores.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,392	1	0,5312

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Mercado extrabancario.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,186	1	0,6665

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Fuente Factoring.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	2,135	1	0,1440

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Malas experiencias.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,046	1	0,3065

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Financiarse con socios.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	1,556	1	0,2123

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Otro.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
---------------	--------------------	-----------	----------------

Chi-Cuadrada	1,176	1	0,2781
--------------	-------	---	--------

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir Inseguridad o Temor.

Pruebas de Independencia

<i>Prueba</i>	<i>Estadístico</i>	<i>Gl</i>	<i>Valor-P</i>
Chi-Cuadrada	0,882	1	0,3476

Advertencia: algunas celdas contienen menos de 5 casos.

El StatAdvisor

Esta tabla muestra los resultados de la prueba de hipótesis ejecutada para determinar si se rechaza, o no, la idea de que las clasificaciones de fila y columna son independientes. Puesto que el valor-P es mayor o igual que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis de que filas y columnas son independientes con un nivel de confianza del 95,0%. Por lo tanto, el valor observado de Disposición a modificar EF para un caso en particular, pudiera no tener relación con su valor en Desistir ha trabajado así.

ANEXO D

INDICADORES FINANCIEROS

Nombre de la empresa	%Activos financiados	%Dprove/A	DEUDA TOTAL	PATRIMONIO	DEUDA A CORTO PLAZO	DEUDA A LARGO PLAZO
AMAYA BAUTISTA DARIO	10	20	30	70	20	10
PRODITEXCO S.A.	50	40	90	10	70	20
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO	0	41,12	41,12	58,88	41,12	0
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA	0	25	25	75	25	0
C.I. MIS BORDADOS LTDA.	15	5	20	80	10	10
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE	13,097	8,61	21,707	78,293	9,577	12,13
C.I. NILZA LIMITADA	20	5	25	75	5	20
SUSY FASHION'S SAS	20	10	30	70	30	0
HAGA S. EN C.	20	18	38	62	18	20
CREACIONES HENAR LTDA.	60	30	90	10	30	60
MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA	30	20	50	50	20	30
SANDOVAL MARTINEZ RAUL	40	30	70	30	30	40
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL	5	1	6	94	2	4
FRANCO MARTINEZ MARIA INES	40	30	70	30	70	0
INFANTILES FLIPPER S.A.	75	5	80	20	5	75
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA	0	40	40	60	40	0
ESCOBAR RODULFO	10	15	25	75	25	0
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA	15	5	20	80	20	0
ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE	20	10	30	70	30	0
CASTRO DELGADO OMAIRA	16	10	26	74	26	0

EMPRESA	APALANCAMIENTO EXTERNO	APALANCAMIENTO INTERNO	CONCENTRACIÓN DEL PASIVO A CORTO PLAZO	ENDEUDAMIENTO CON EL SECTOR FINANCIERO	CONCENTRACIÓN ENDEUDAMIENTO FINANCIERO
AMAYA BAUTISTA DARIO	0,43	2,33	66,67%	10,00%	33,33%
PRODITEXCO S.A.	9,00	0,11	77,78%	50,00%	55,56%
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO	0,70	1,43	100,00%	0,00%	0,00%
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA	0,33	3,00	100,00%	0,00%	0,00%
C.I. MIS BORDADOS LTDA.	0,25	4,00	50,00%	15,00%	75,00%
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE	0,28	3,61	44,12%	13,10%	60,34%
C.I. NILZA LIMITADA	0,33	3,00	20,00%	20,00%	80,00%
SUSY FASHION'S SAS	0,43	2,33	100,00%	20,00%	66,67%
HAGA S. EN C.	0,61	1,63	47,37%	20,00%	52,63%
CREACIONES HENAR LTDA.	9,00	0,11	33,33%	60,00%	66,67%
MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA	1,00	1,00	40,00%	30,00%	60,00%
SANDOVAL MARTINEZ RAUL	2,33	0,43	42,86%	40,00%	57,14%
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL E.U.	0,06	15,67	33,33%	5,00%	83,33%
FRANCO MARTINEZ MARIA INES	2,33	0,43	100,00%	40,00%	57,14%
INFANTILES FLIPPER S.A.	4,00	0,25	6,25%	75,00%	93,75%
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA	0,67	1,50	100,00%	0,00%	0,00%
ESCOBAR RODULFO	0,33	3,00	100,00%	10,00%	40,00%
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA	0,25	4,00	100,00%	15,00%	75,00%
ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE	0,43	2,33	100,00%	20,00%	66,67%
CASTRO DELGADO OMAIRA	0,35	2,85	100,00%	16,00%	61,54%
MÁXIMO	9,00	15,67	100,00%	75,00%	93,75%
MÍNIMO	0,06	0,11	6,25%	0,00%	0,00%

MODA		0,43	2,33	100%	20%	0%
PROMEDIO		1,66	2,65	68,09%	22,95%	54,24%
CONCENTRACIÓN DEUDA CON PROVEEDORES	RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO	RAZÓN DE AUTONOMÍA	Endeudamiento a largo plazo			
66,67%	30,00%	0,70	33,33%			
44,44%	90,00%	0,10	22,22%			
100,00%	41,12%	0,59	0,00%			
100,00%	25,00%	0,75	0,00%			
25,00%	20,00%	0,80	50,00%			
39,66%	21,71%	0,78	55,88%			
20,00%	25,00%	0,75	80,00%			
33,33%	30,00%	0,70	0,00%			
47,37%	38,00%	0,62	52,63%			
33,33%	90,00%	0,10	66,67%			
40,00%	50,00%	0,50	60,00%			
42,86%	70,00%	0,30	57,14%			
16,67%	6,00%	0,94	66,67%			
42,86%	70,00%	0,30	0,00%			
6,25%	80,00%	0,20	93,75%			
100,00%	40,00%	0,60	0,00%			
60,00%	25,00%	0,75	0,00%			
25,00%	20,00%	0,80	0,00%			
33,33%	30,00%	0,70	0,00%			
38,46%	26,00%	0,74	0,00%			

ANEXO E

CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL

	BANCOS	% INTERES EA	%Dprove/A	COSTO PROVEEDORES	PATRIMONIO	ROI	COSTO PATRIMONIO
AMAYA BAUTISTA DARIO	0,83429916	23,11318129	20	4,62263626	70	6	4,2
PRODITEXCO S.A.	9,13594569	4,15838559	40	1,66335424	10	10	1
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO	0	18,5163352	41,12	7,61391703	58,88	10	5,888
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA	0	23,11318129	25	5,77829532	75	NA	0
C.I. MIS BORDADOS LTDA.	0,96385606	53,8522273	5	2,69261137	80	12	9,6
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE	1,32512101	39,79600372	8,61	3,42643592	78,293	15	11,74395
C.I. NILZA LIMITADA	2,144	14,86905173	5	0,74345259	75	12	9
SUSY FASHION'S SAS	1,66859832	77,61175972	10	7,76117597	70	6	4,2
HAGA S. EN C.	1,97382	33,27106202	18	5,98879116	62	10	6,2
CREACIONES HENAR LTDA.	7,64967681	282,2947605	30	84,6884281	10	10	1

MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA	3,8248384	18,80685925	20	3,76137185	50	8	4
SANDOVAL MARTINEZ RAUL	0,2948	39,8297517	30	11,9489255	30	9	2,7
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL E.U.	0,2814	18,5163352	1	0,18516335	94	10	9,4
FRANCO MARTINEZ MARIA INES	12,8274388	153,2452658	30	45,9735798	30	20	6
INFANTILES FLIPPER S.A.	8,06902231	24,03718285	5	1,20185914	20	15	3
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA	0	56,36256352	40	22,5450254	60	100	60
ESCOBAR RODULFO	0,067	53,8522273	15	8,0778341	75	NA	0
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA	1,9124192	24,03718285	5	1,20185914	80	20	16
ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE	1,49617433	14,86905173	10	1,48690517	70	10	7
CASTRO DELGADO OMAIRA	1,33487866	25,42119995	10	2,54211999	74	15	11,1

ANEXO F

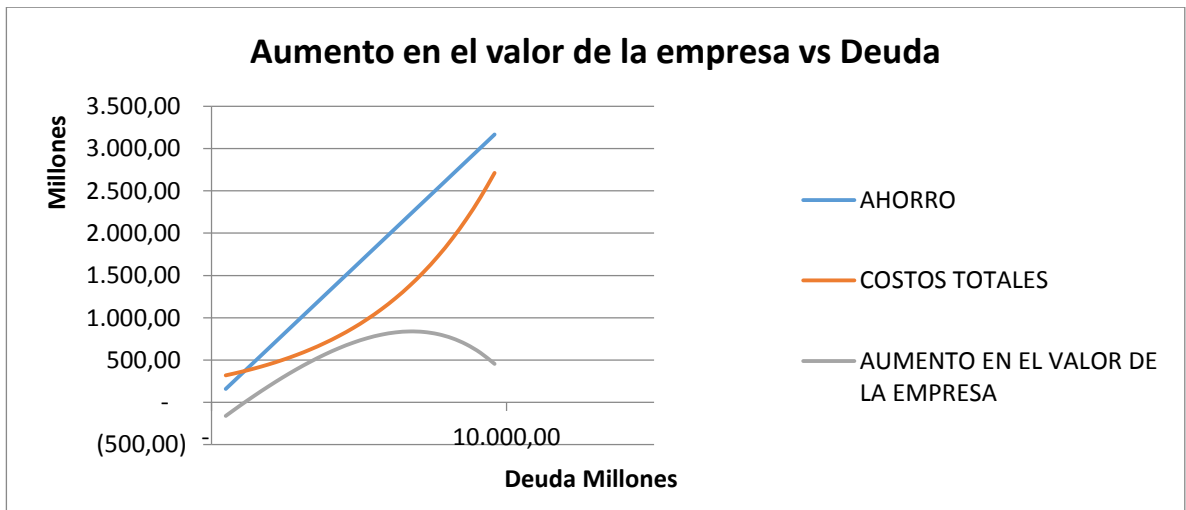
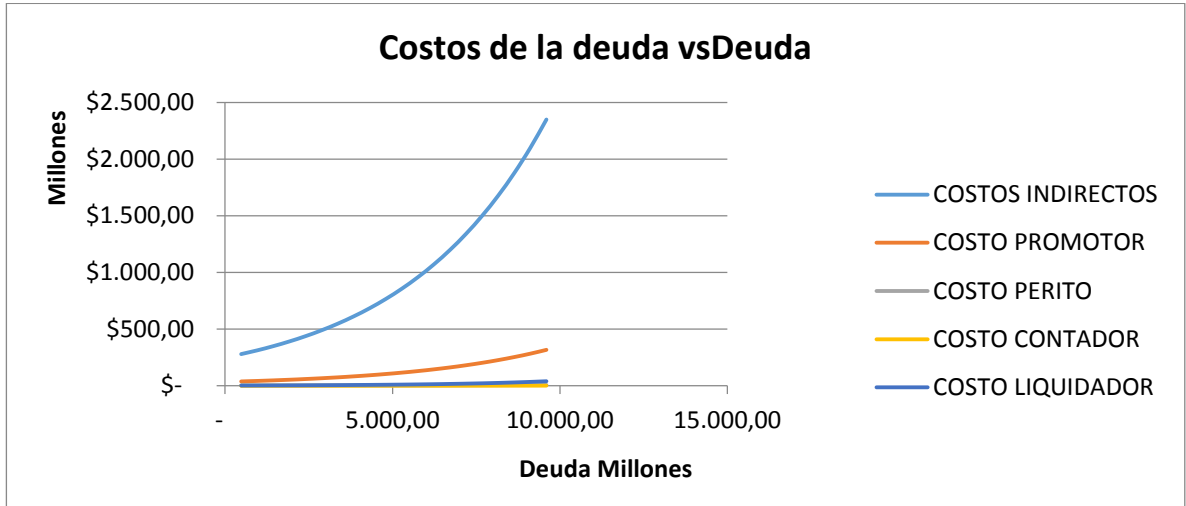
GRÁFICAS COSTO DE LA DEUDA VS. DEUDA Y AUMENTO EN EL VALOR DE LA EMPRESA

A continuación se plantean las gráficas de aumento en el valor de la empresa y costos por quiebra financiera para cada una de las empresas de la muestra del sector estudiado.

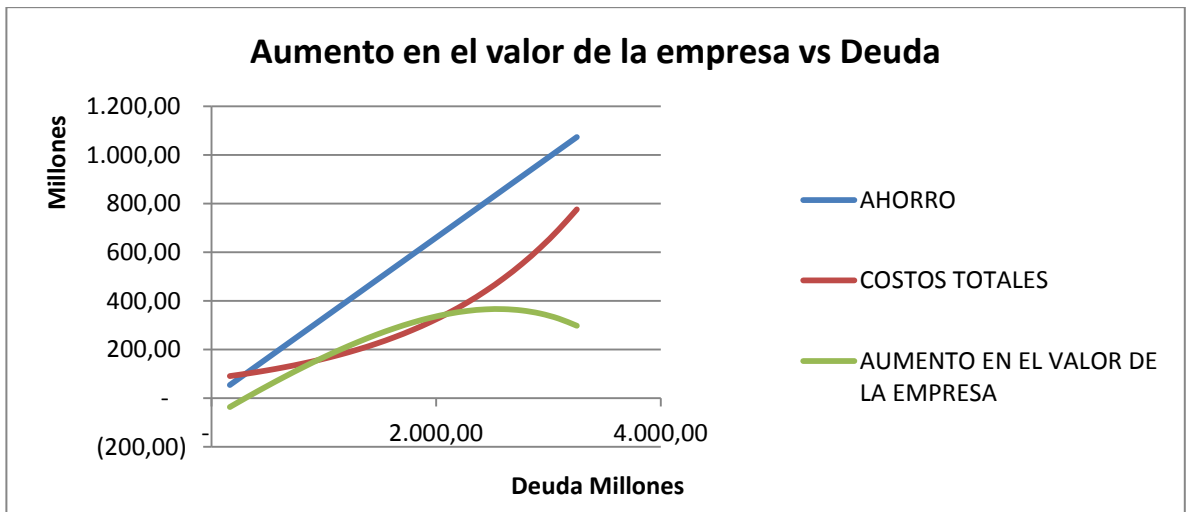
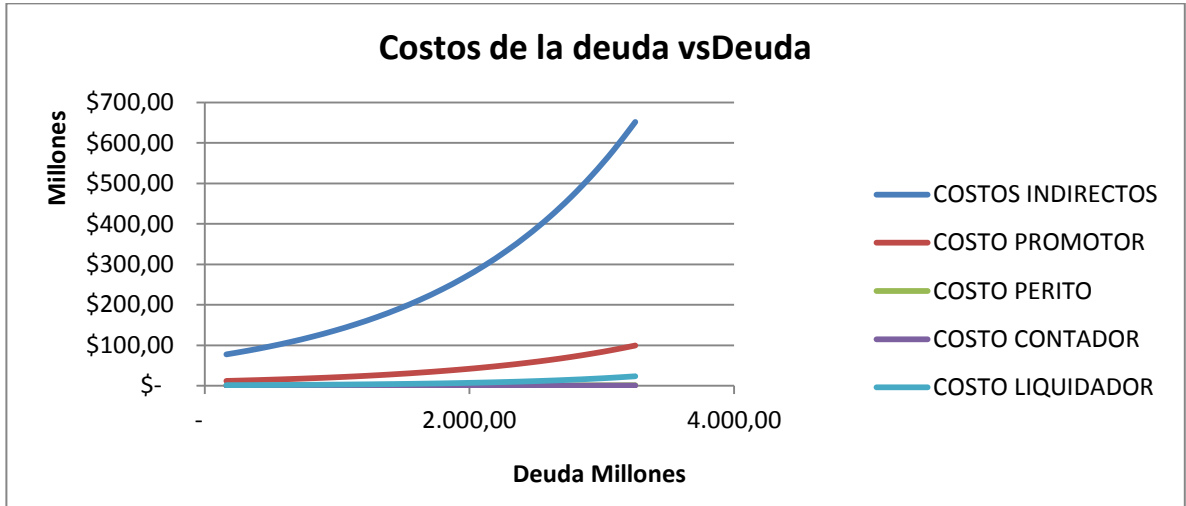
Las gráficas donde se plantean los costos de la deuda versus deuda muestran cada función asociada a los costos de quiebra planteados en capítulo 4 (costos indirectos, costos del promotor, costos del perito, costos del contador y costos del liquidador), los cuales varían en forma ascendente a medida que el nivel de endeudamiento incrementa.

En la gráfica que presenta el aumento en el valor de la empresa, se plantea la función lineal de ahorro y los costos totales, los cuales al sumarse algebraicamente da como resultado la función aumento en el valor de la empresa, la cual inicialmente es creciente hasta llegar al punto de inflexión en el cual la empresa empieza a perder valor por la tenencia de deuda. Este punto de inflexión es el punto de deuda sugerido con el fin de aprovechar los efectos positivos de la deuda.

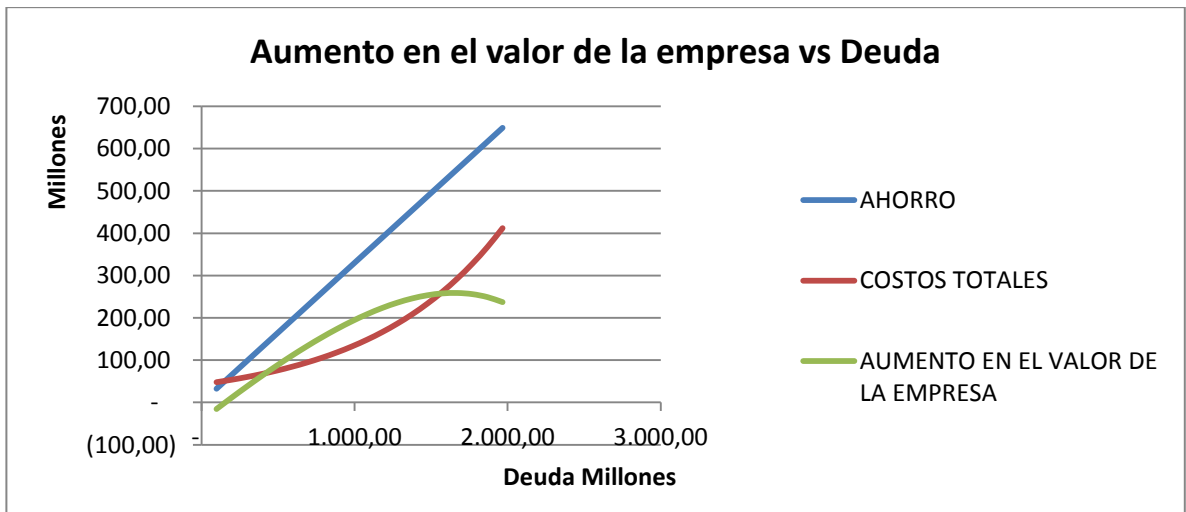
AMAYA BAUTISTA DARIO



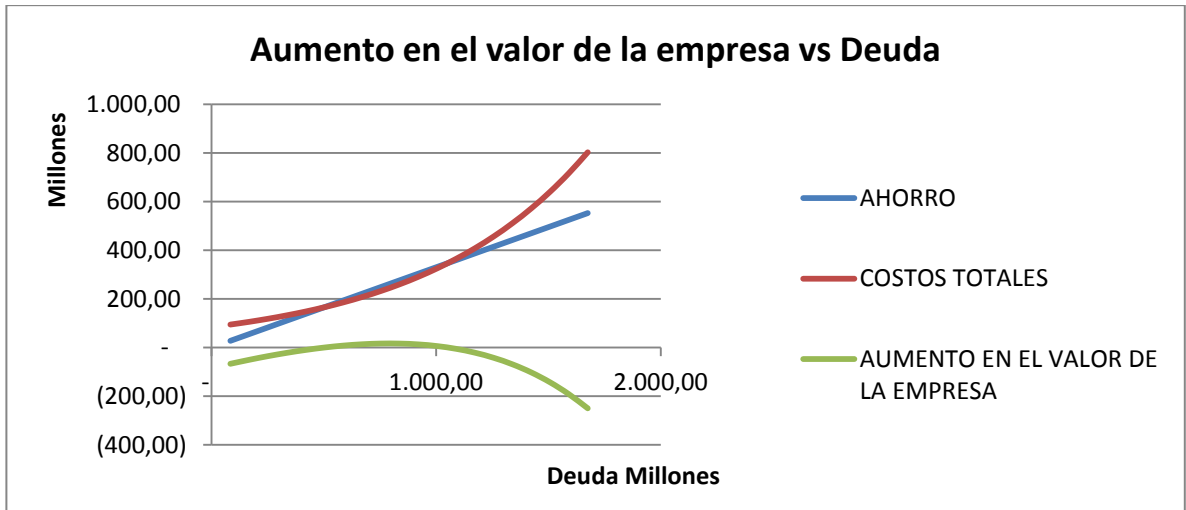
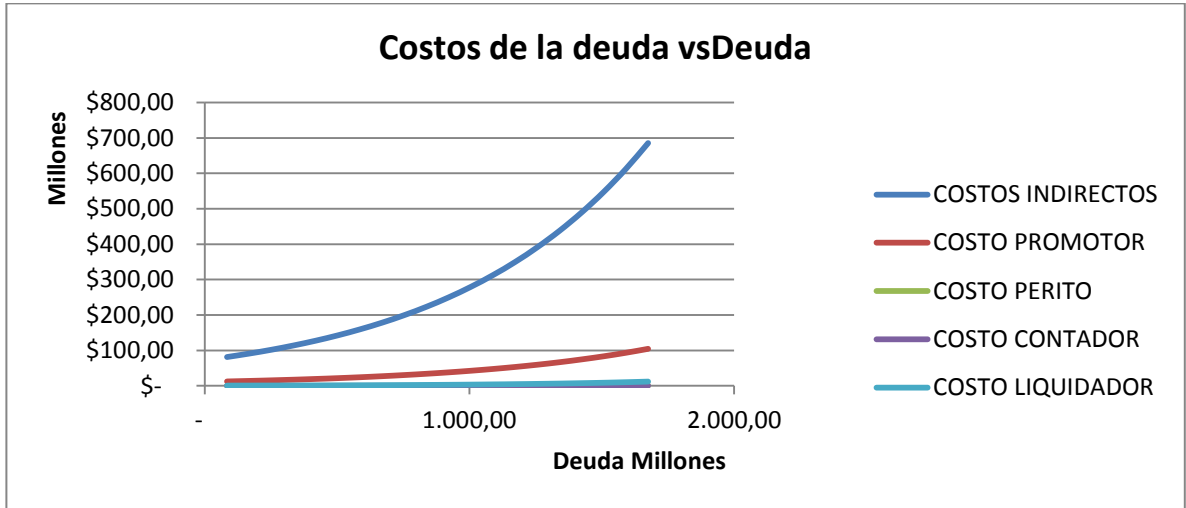
PRODITEXCO S.A.



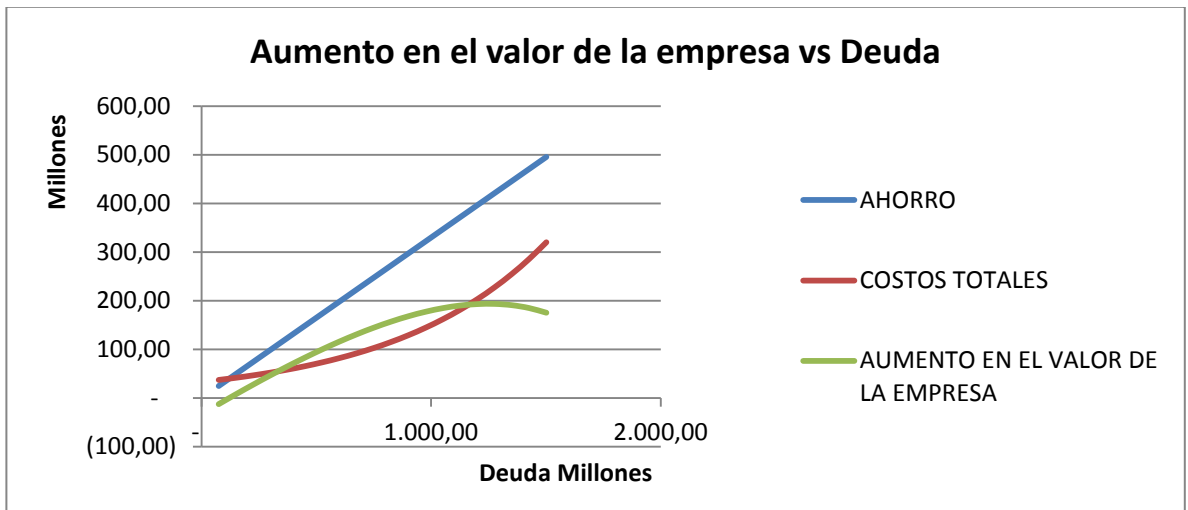
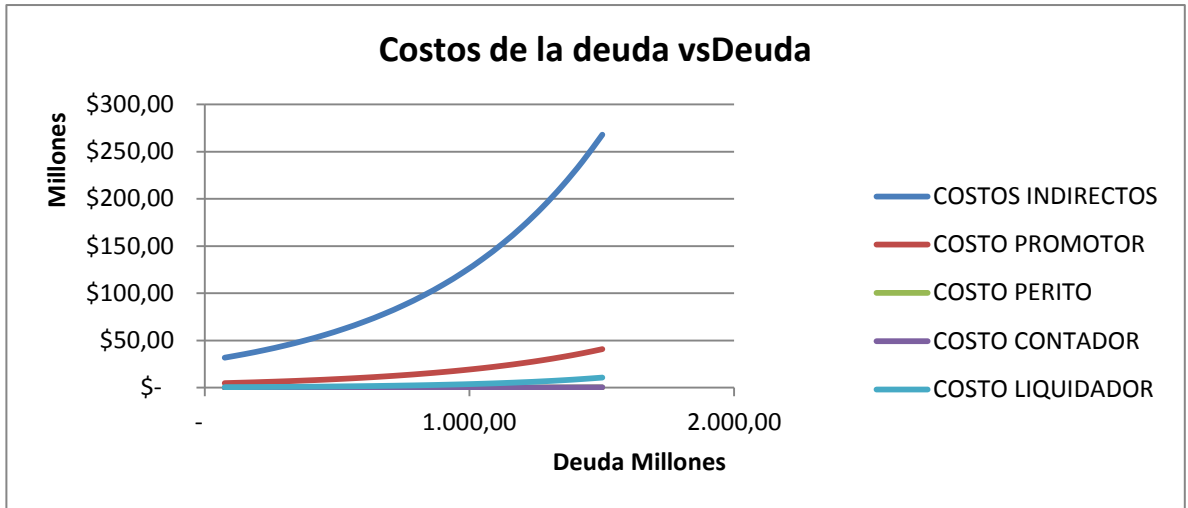
CREACIONES MELISSITA Y PICASSITO



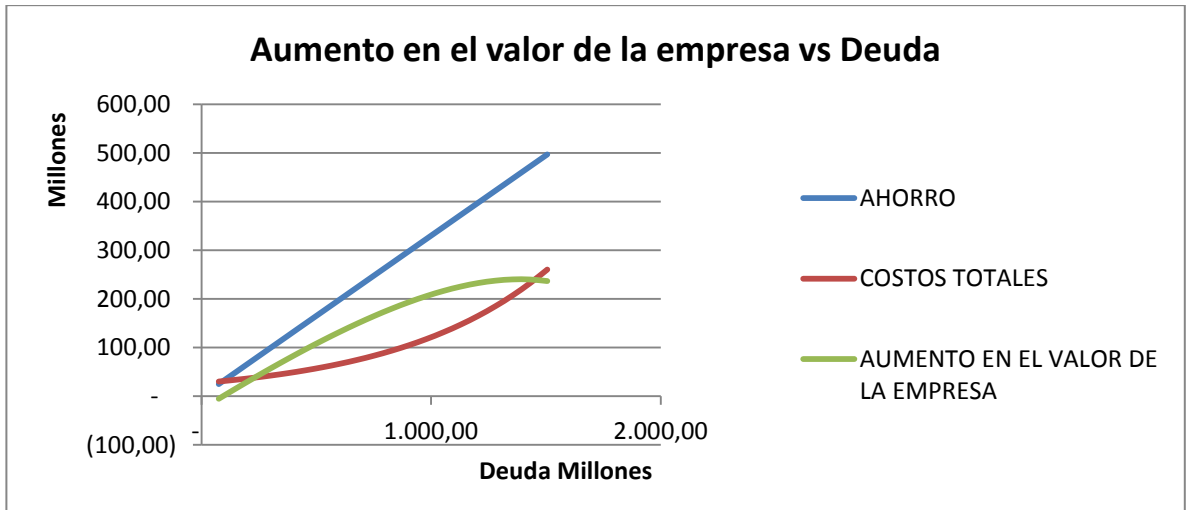
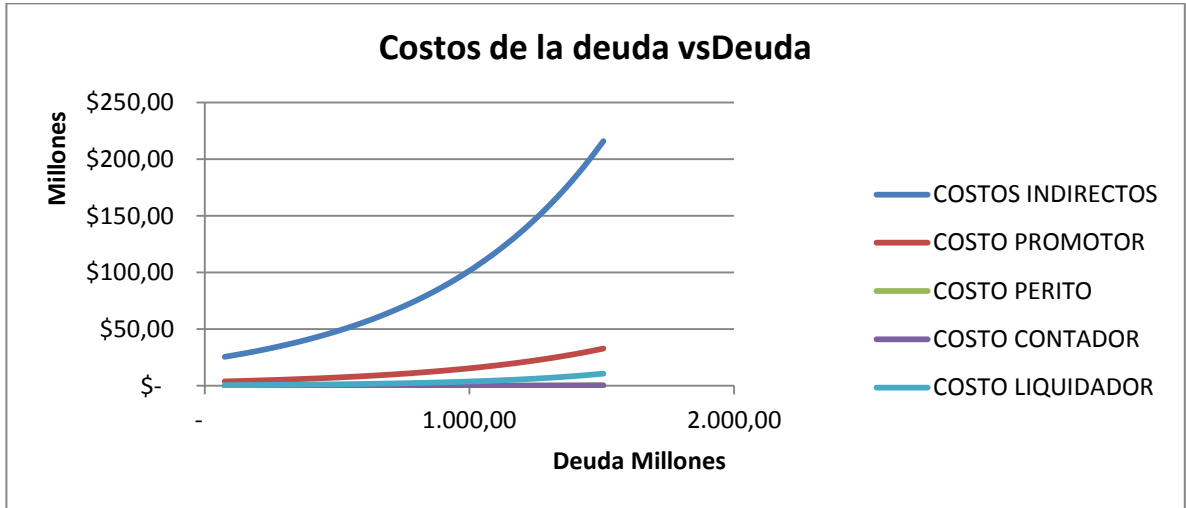
CONFECCIONES EL NOGAL LTDA



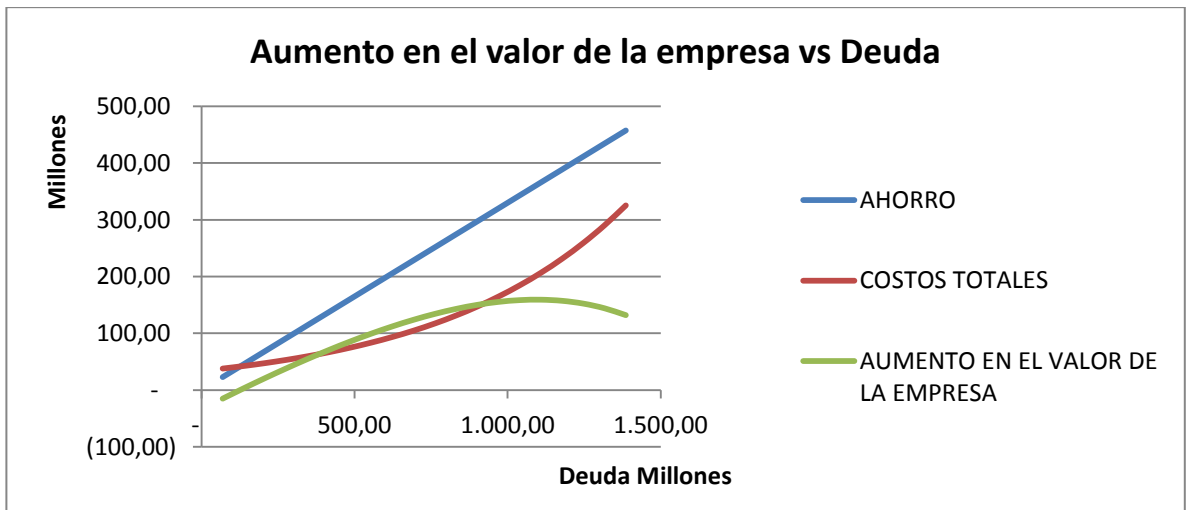
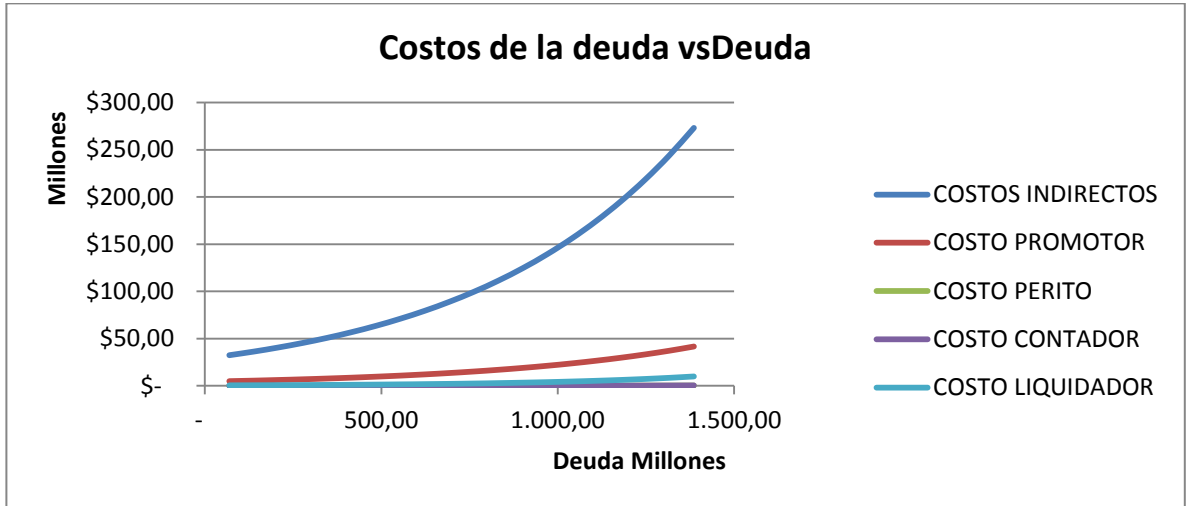
C.I. MIS BORDADOS LTDA.



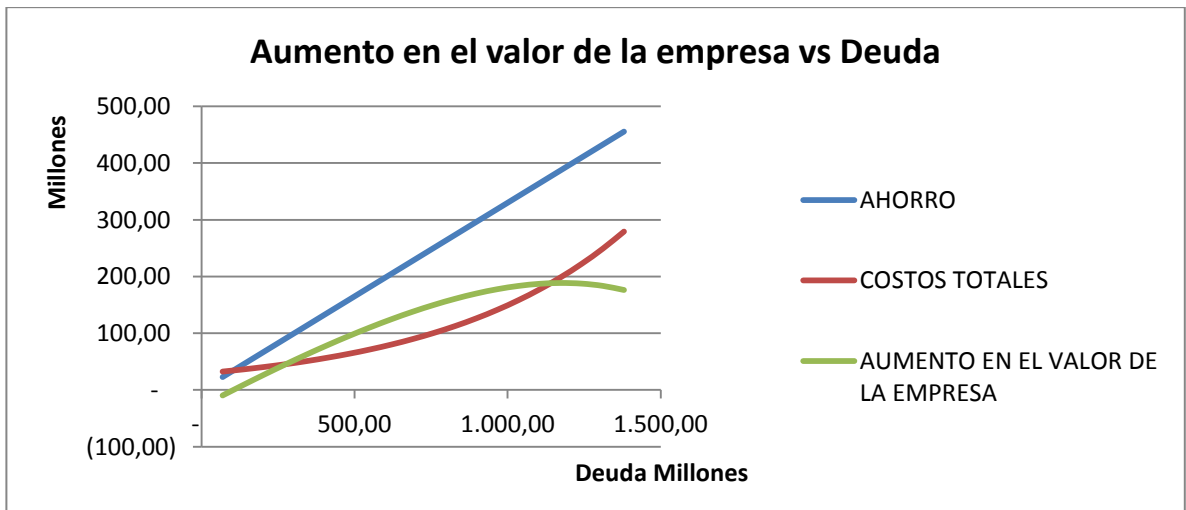
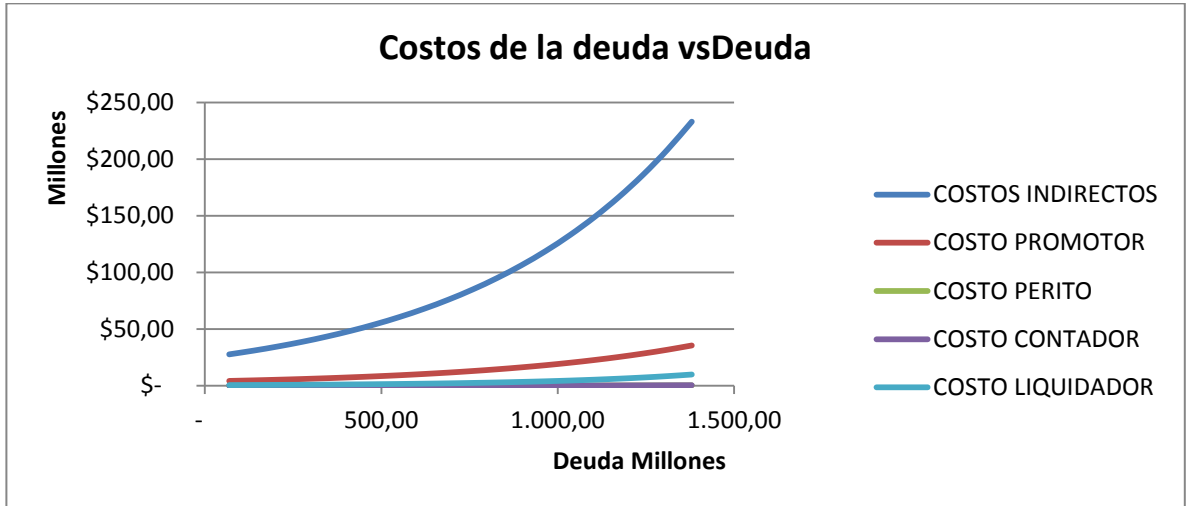
CARVAJAL SERRANO LUIS ENRIQUE



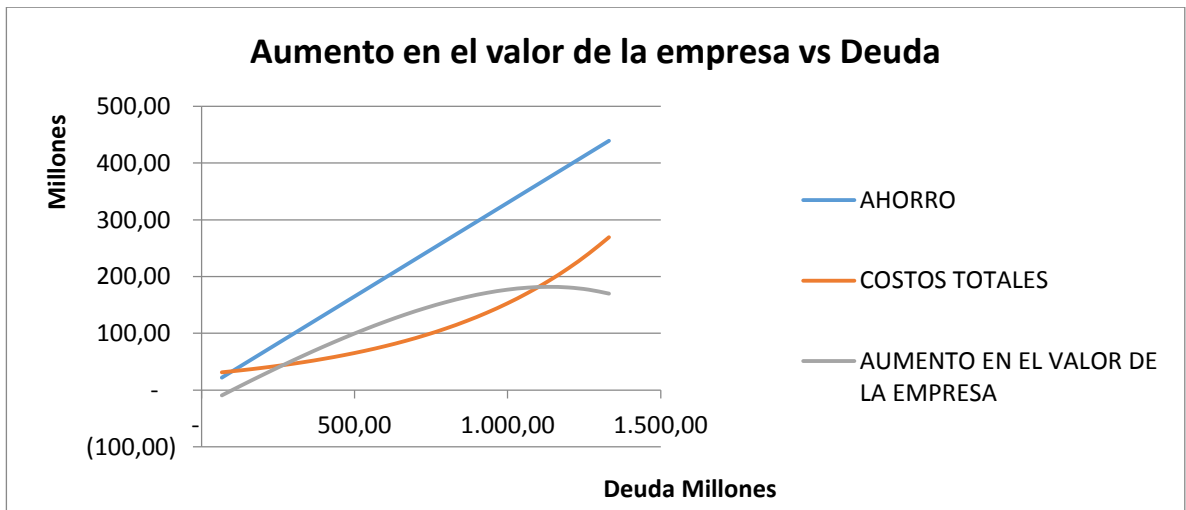
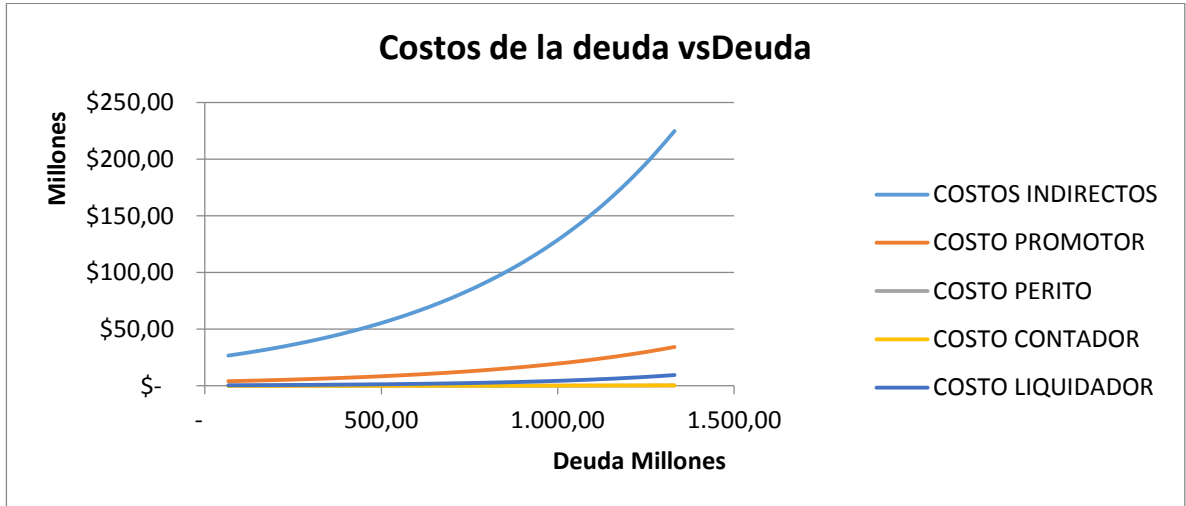
C.I. NILZA LIMITADA



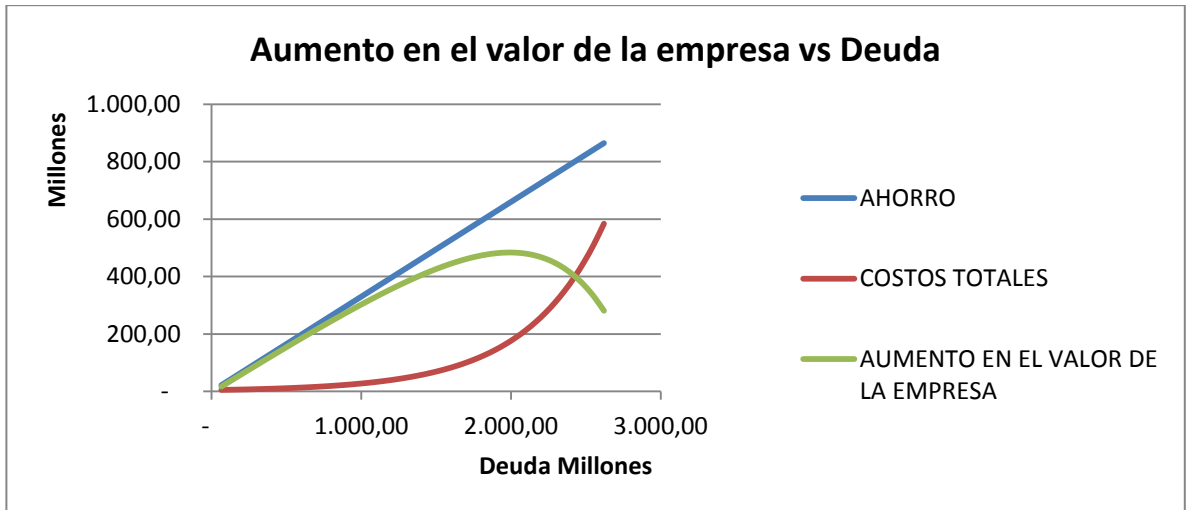
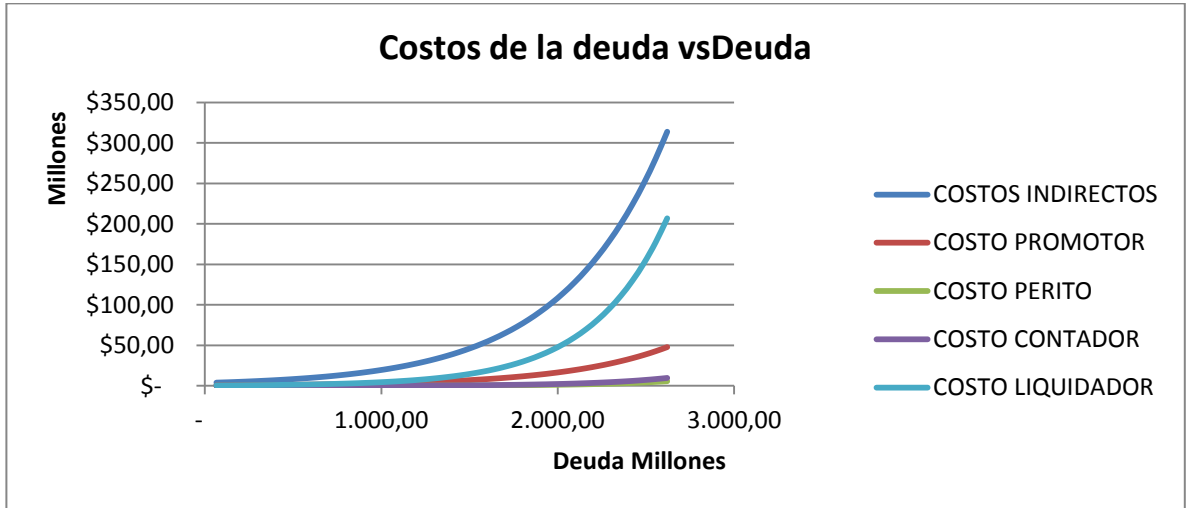
SUSY FASHION'S SAS



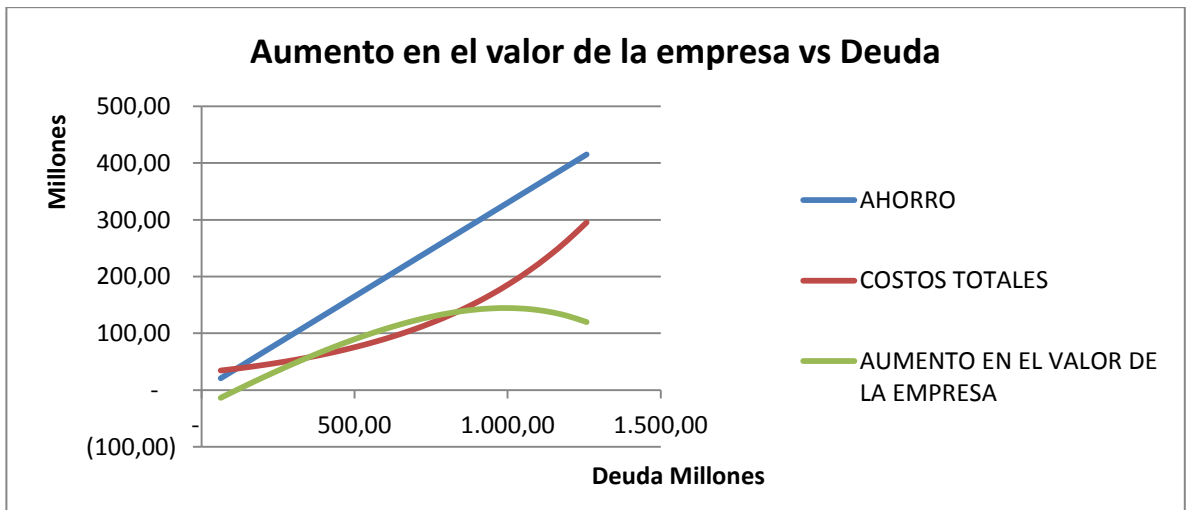
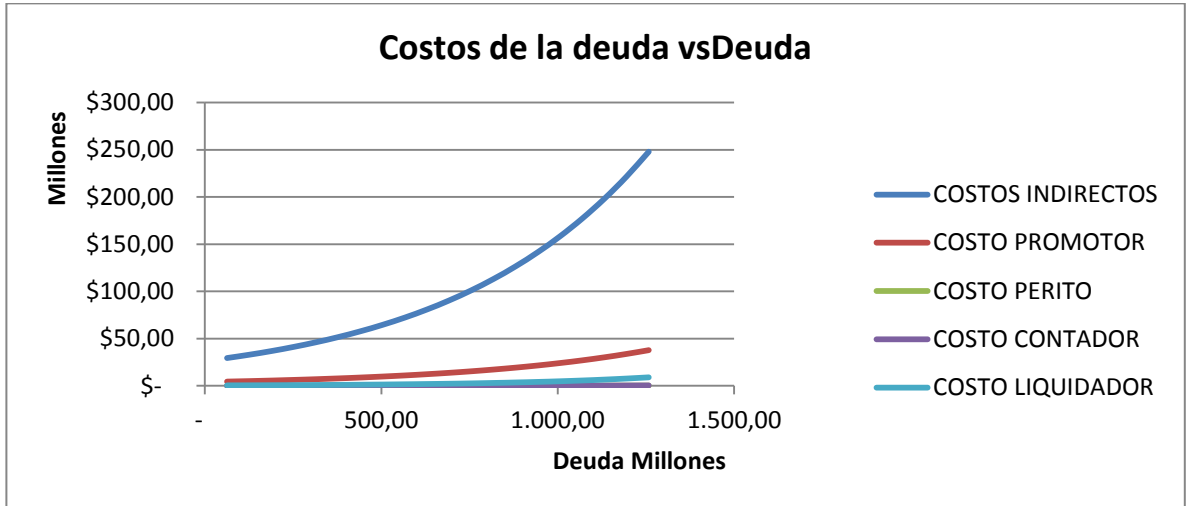
HAGA S. EN C.



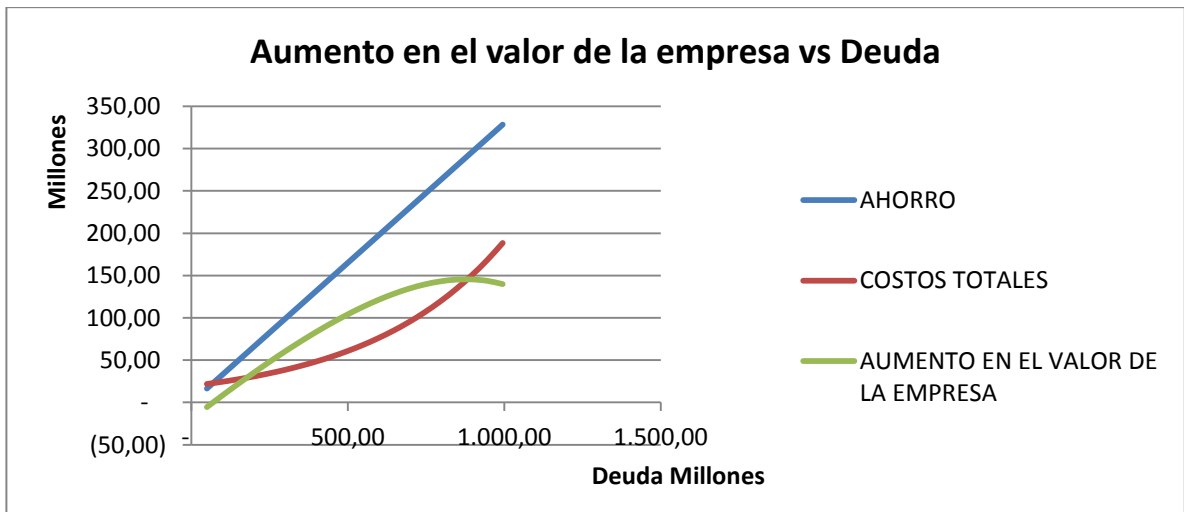
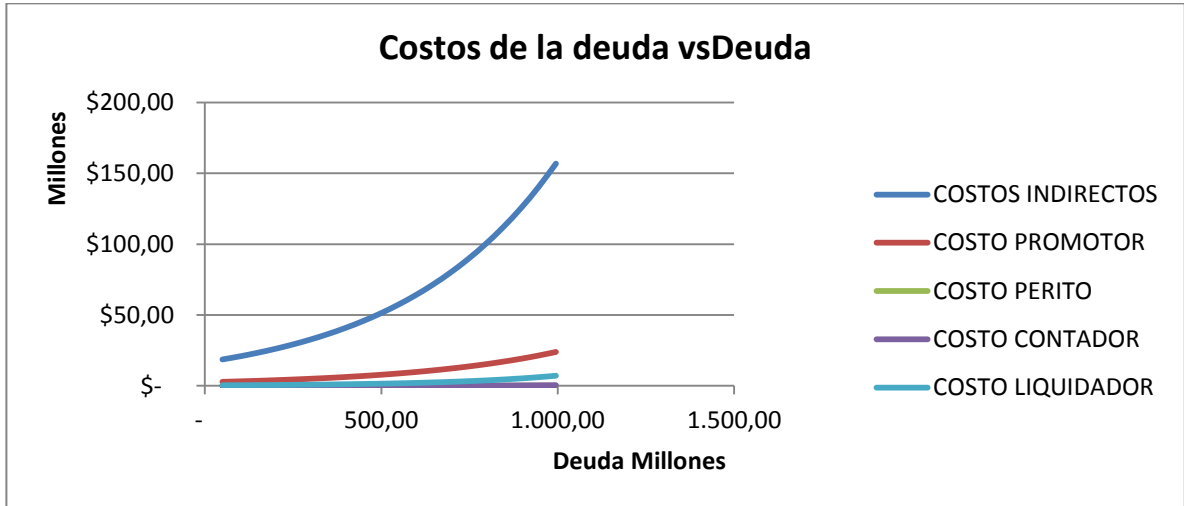
CREACIONES HENAR LTDA.



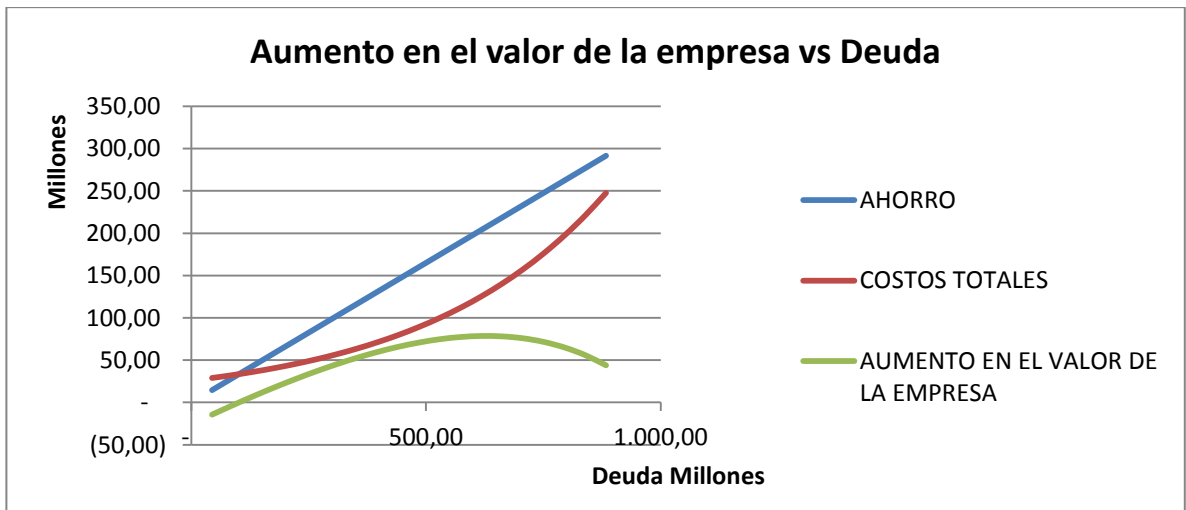
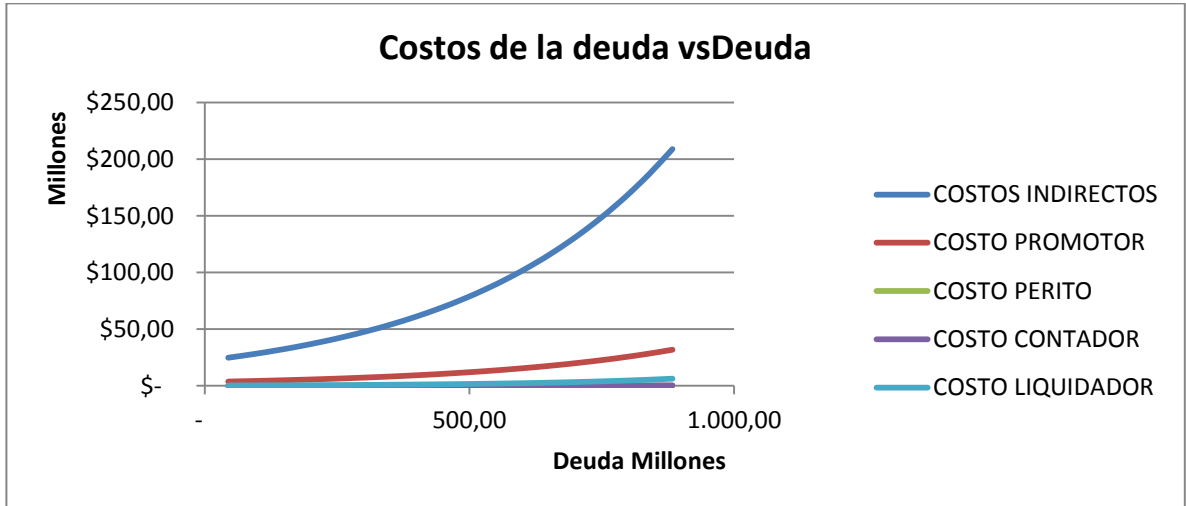
MIGUEL MEJIA Y COMPANIA LIMITADA



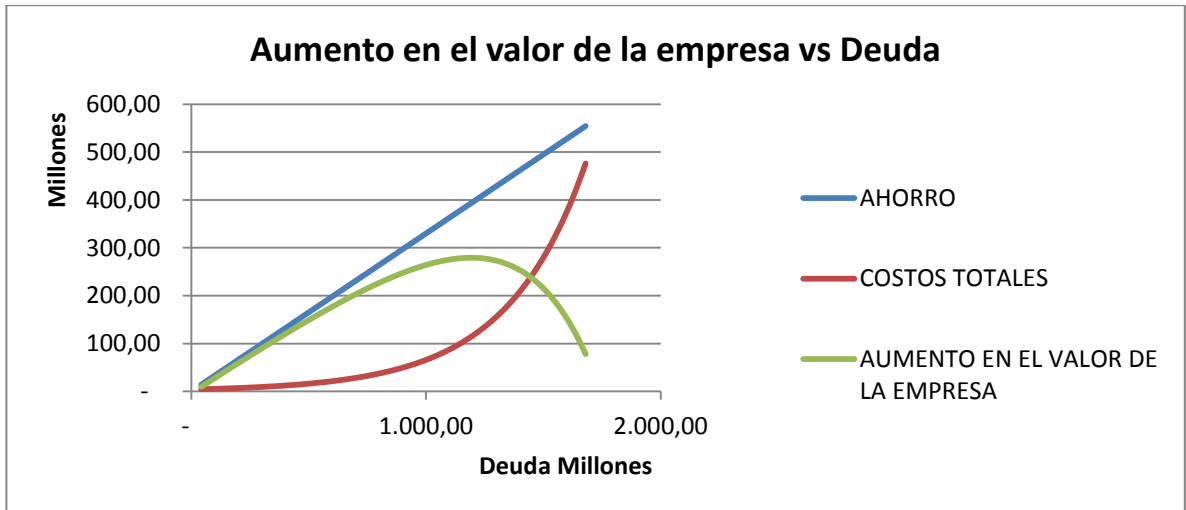
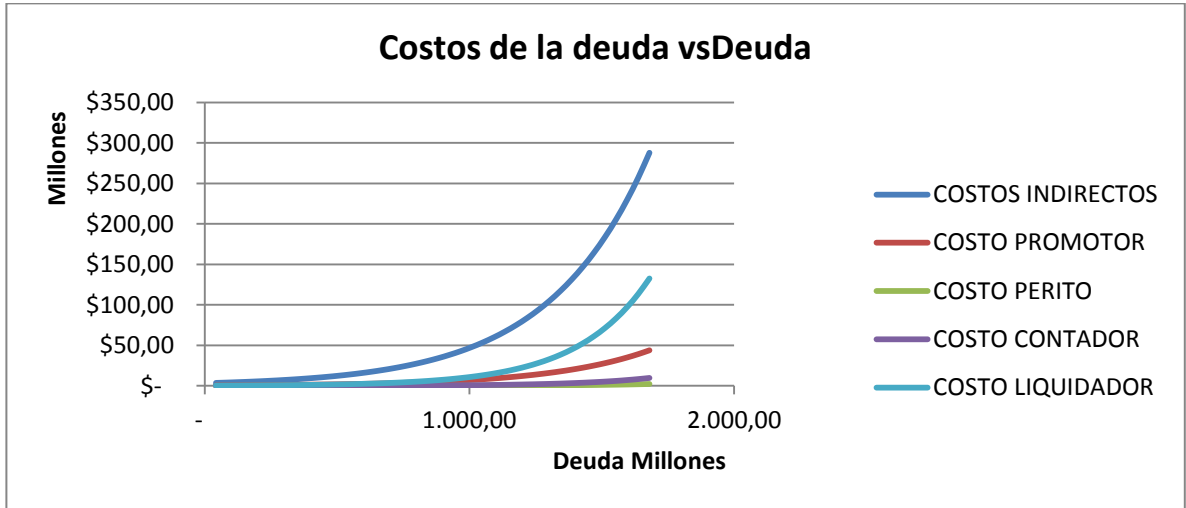
SANDOVAL MARTINEZ RAUL



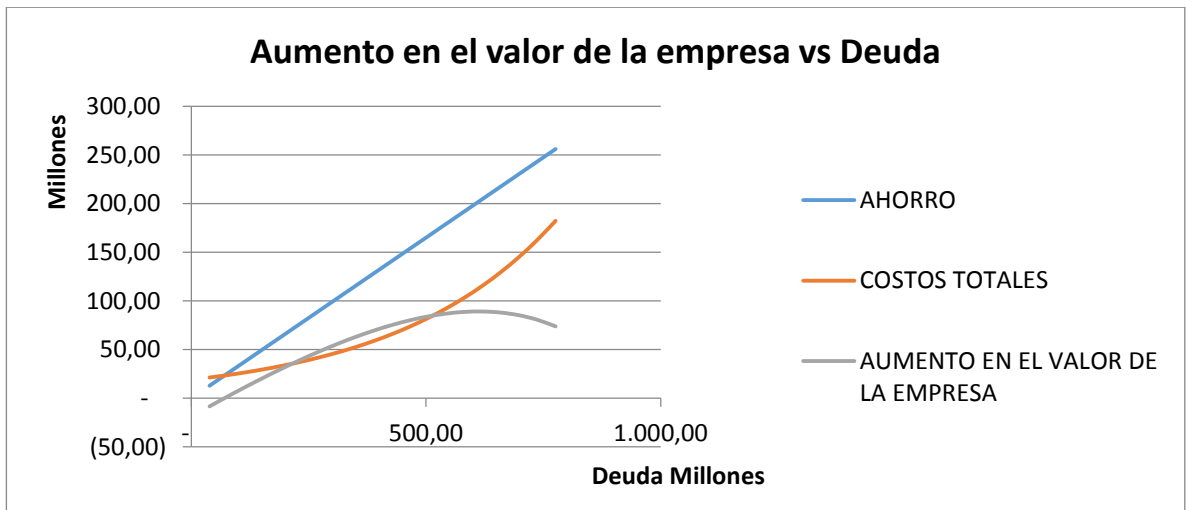
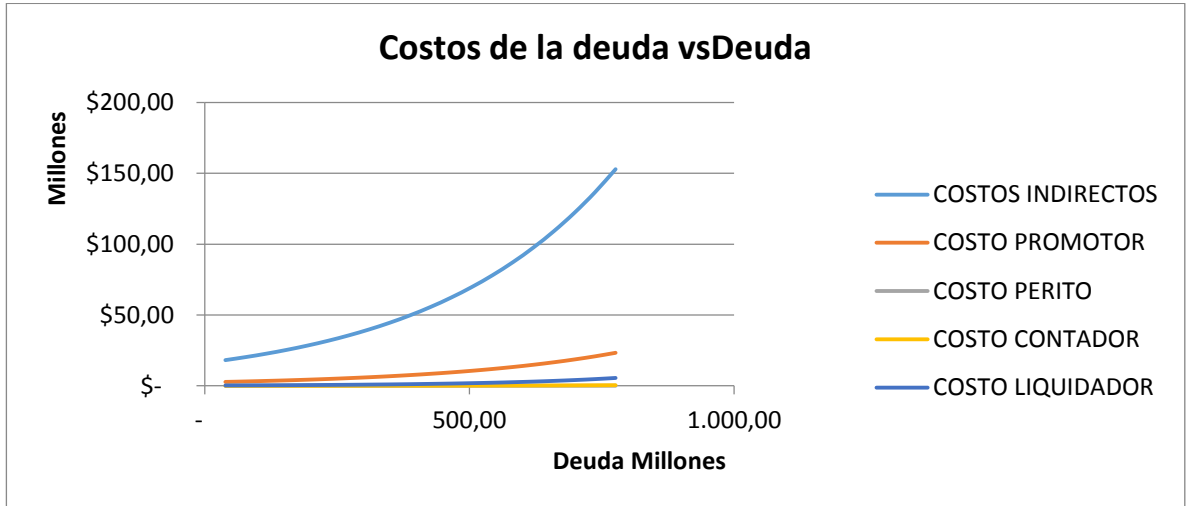
C.I. J & C EMPRESA UNIPERSONAL



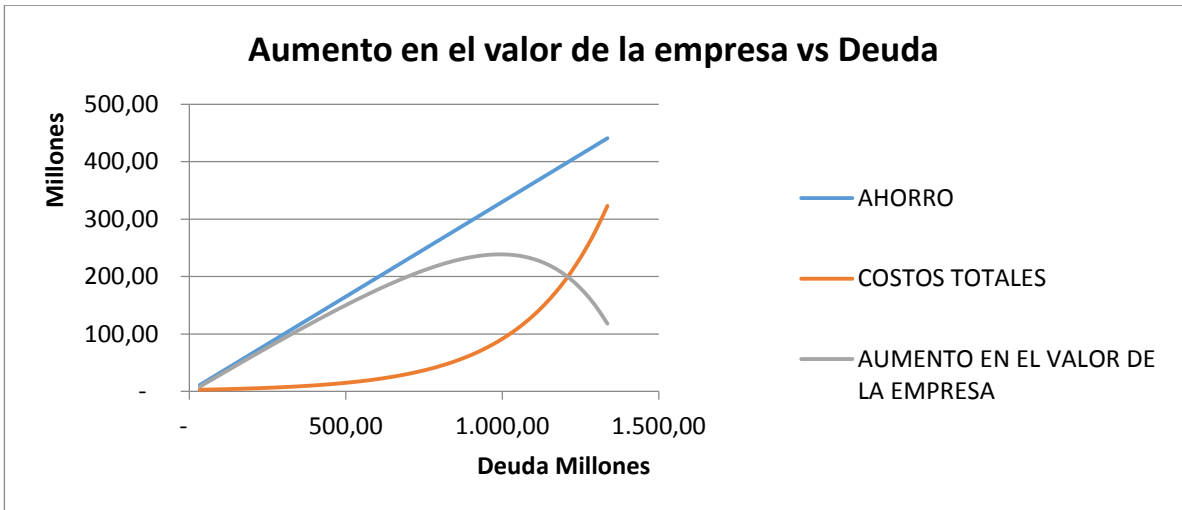
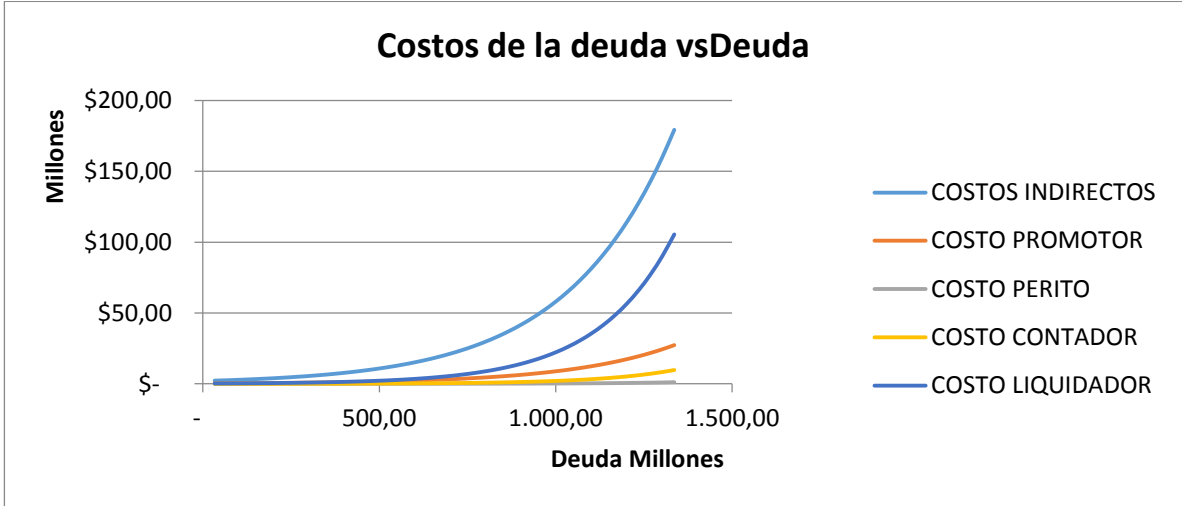
FRANCO MARTINEZ MARIA INES



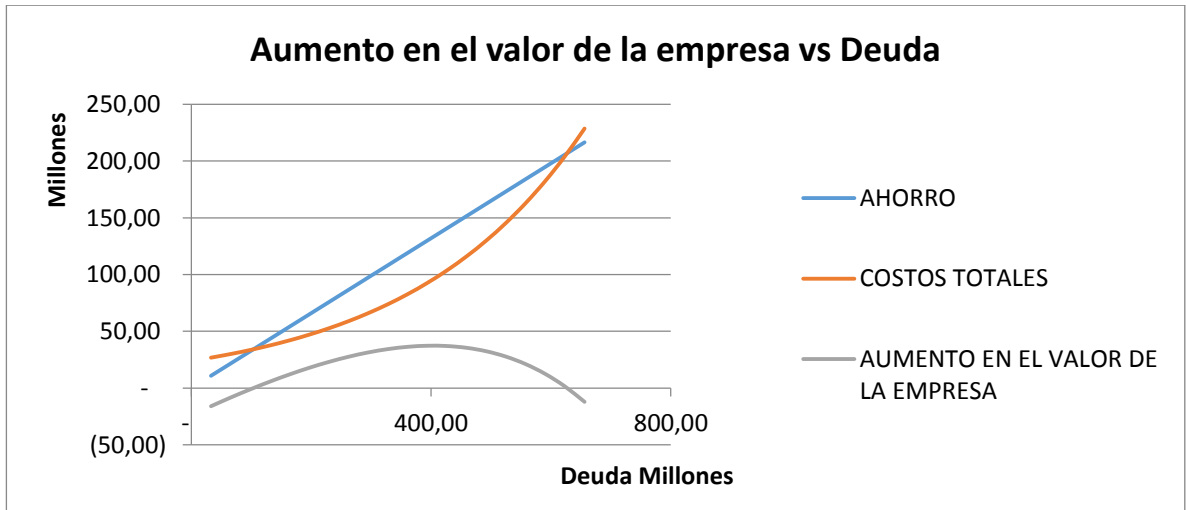
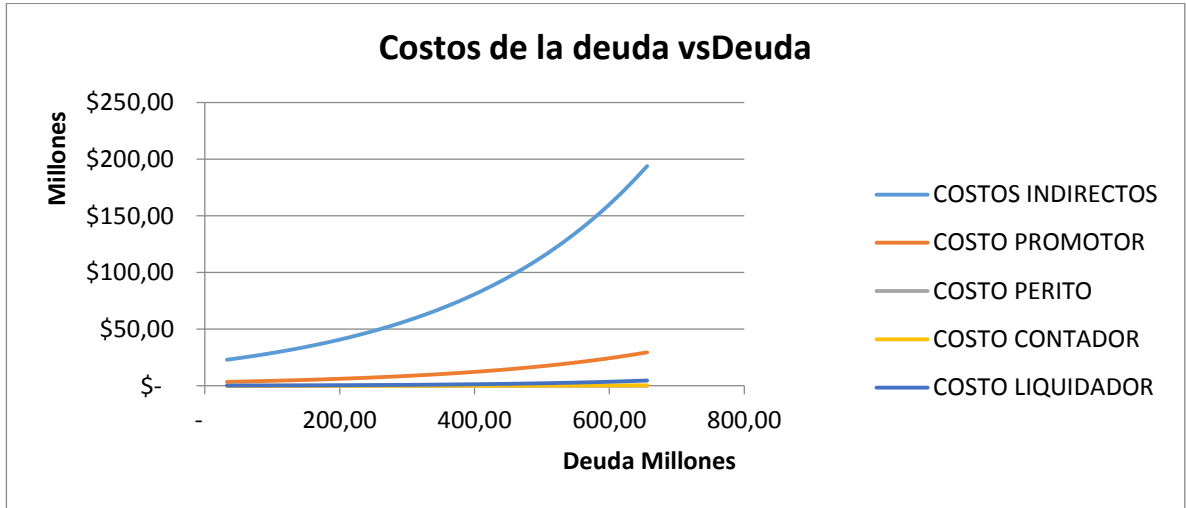
INFANTILES FLIPPER S.A.



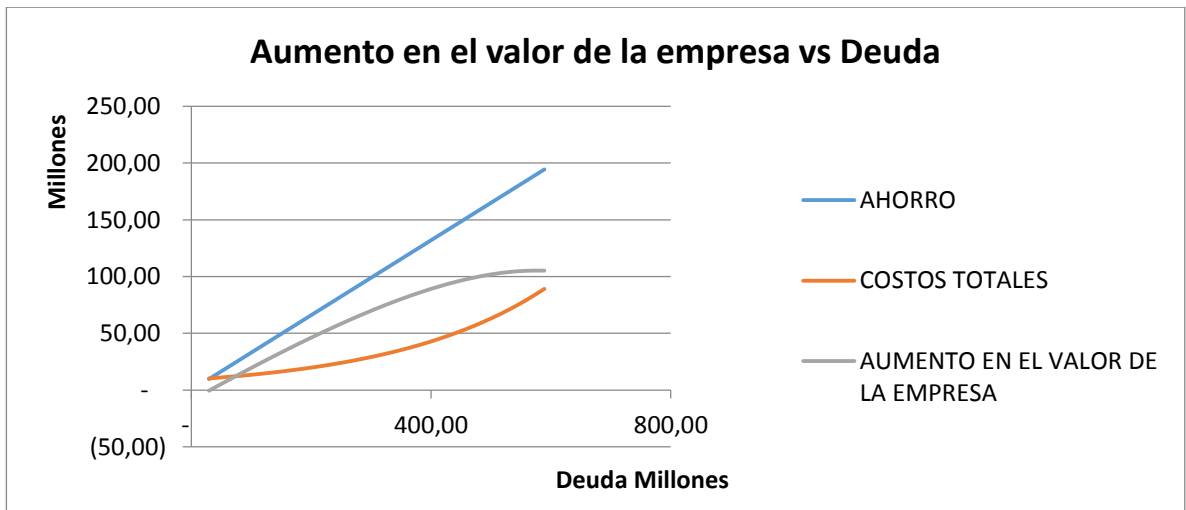
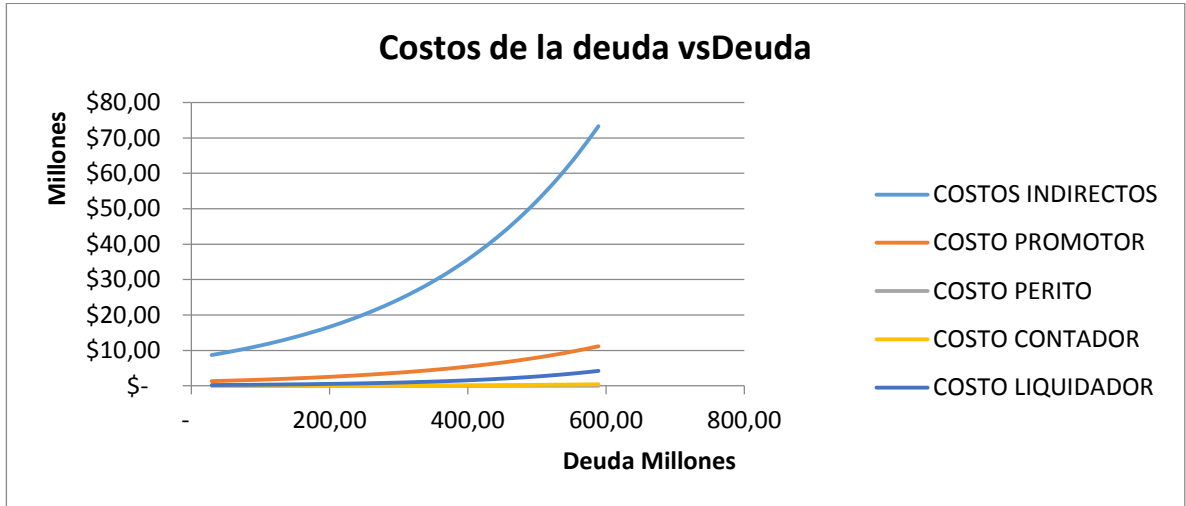
VERGEL SUAREZ LUZ STELLA



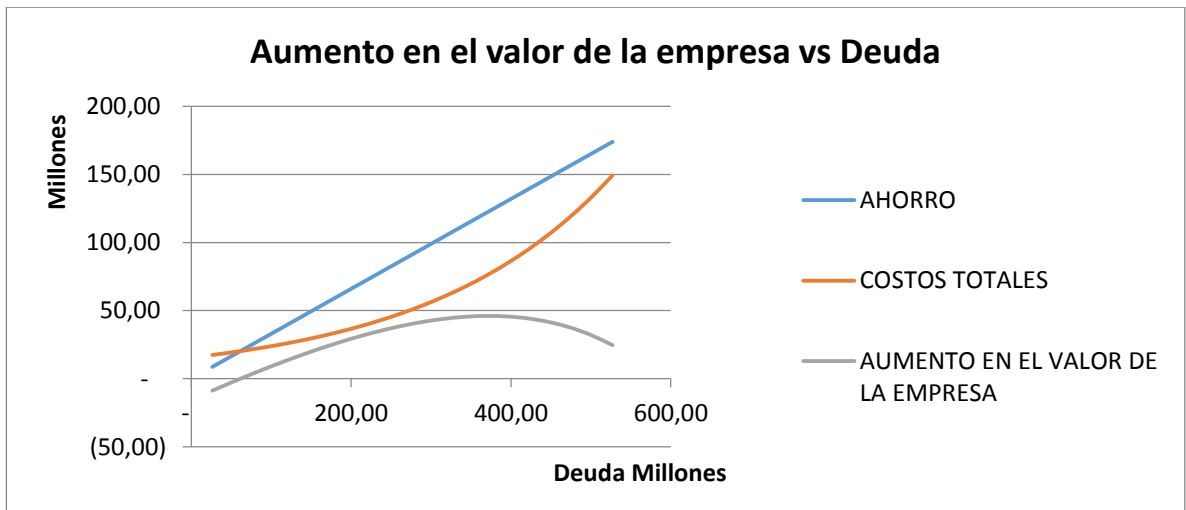
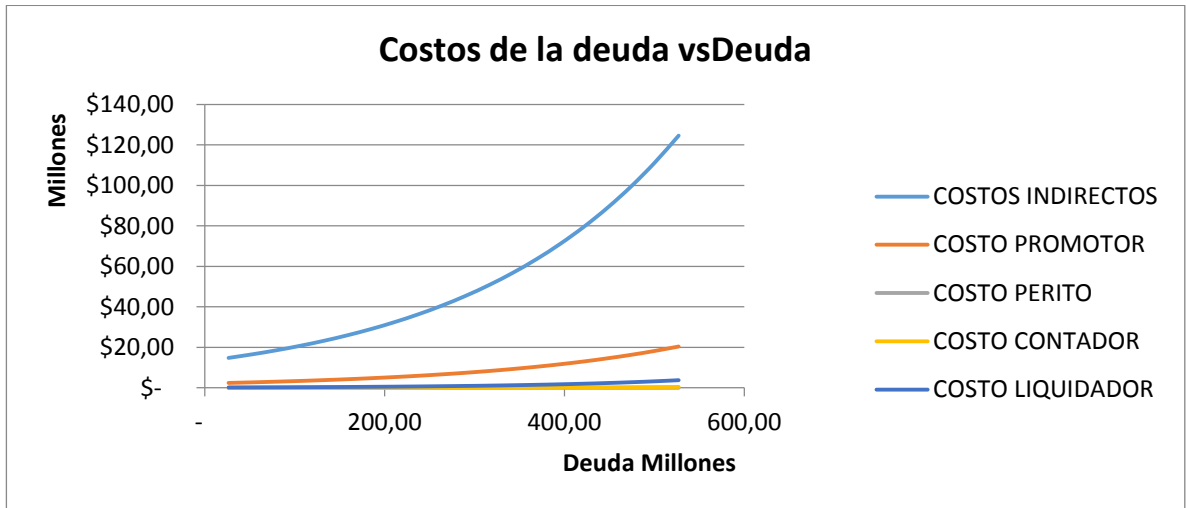
ESCOBAR RODULFO



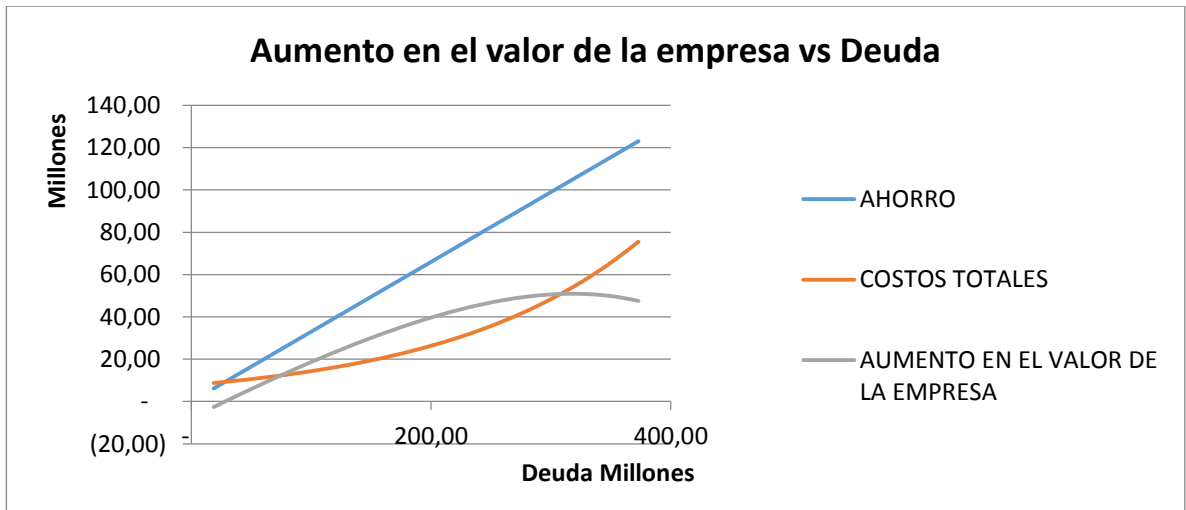
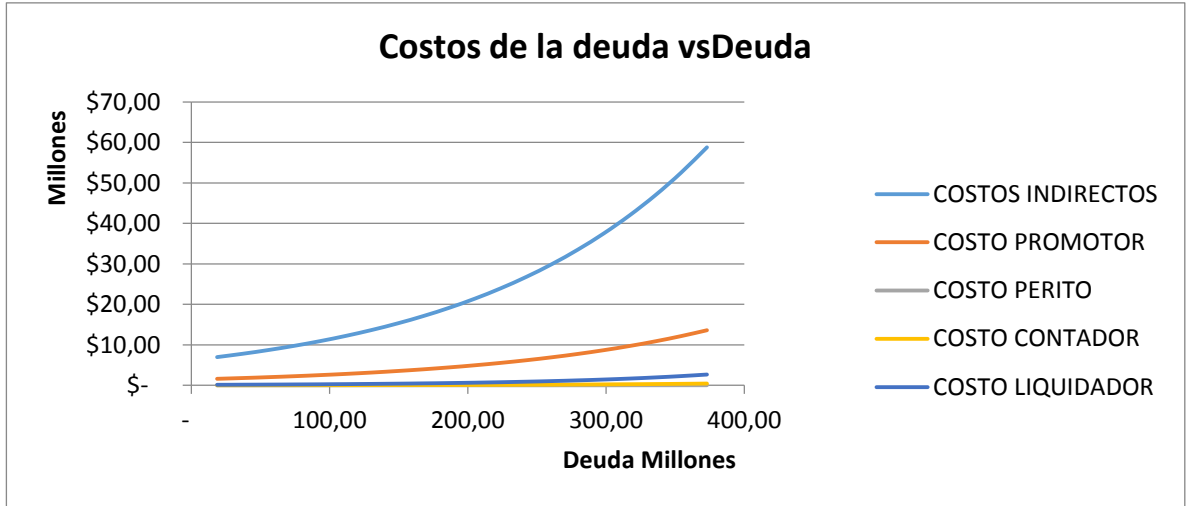
CONFECCIONES MARACUARIO LTDA



ROJAS SINISTERRA JOSE VICENTE



CASTRO DELGADO OMAIRA



ANEXO G

PRUEBAS ESTADÍSTICAS PARA LOS RESULTADOS DEL MODELO

ANOVA Simple - %Deuda por Tipo

Variable dependiente: %Deuda

Factor: Tipo

Número de observaciones: 40

Número de niveles: 2

El StatAdvisor

Este procedimiento ejecuta un análisis de varianza de un factor para %Deuda. Construye varias pruebas y gráficas para comparar los valores medios de %Deuda para los 2 diferentes niveles de Tipo. La prueba-F en la tabla ANOVA determinará si hay diferencias significativas entre las medias. Si las hay, las Pruebas de Rangos Múltiples le dirán cuáles medias son significativamente diferentes de otras. Si le preocupa la presencia de valores atípicos, puede elegir la Prueba de Kruskal-Wallis la cual compara las medianas en lugar de las medias. Las diferentes gráficas le ayudarán a juzgar la significancia práctica de los resultados, así como le permitirán buscar posibles violaciones de los supuestos subyacentes en el análisis de varianza.

Resumen Estadístico para %Deuda

<i>Tipo</i>	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
real	20	0,414	0,25044	60,4927%	0,06	0,9	0,84
sugerido	20	0,8895	0,276167	31,0474%	0,47	1,52	1,05
Total	40	0,65175	0,354523	54,3956%	0,06	1,52	1,46

<i>Tipo</i>	<i>Sesgo Estandarizado</i>	<i>Curtosis Estandarizada</i>
real	1,64414	-0,351359
sugerido	2,54082	1,38591
Total	1,44938	0,329774

El StatAdvisor

Esta tabla muestra diferentes estadísticos de %Deuda para cada uno de los 2 niveles de Tipo. La intención principal del análisis de varianza de un factor es la de comparar las medias de los diferentes niveles, enlistados aquí bajo la columna de Promedio. Selecciones Gráfico de Medias de la lista de Opciones Gráficas para mostrar gráficamente las medias.

ADVERTENCIA: El sesgo estandarizado y/o la curtosis estandarizada se encuentra fuera del rango de -2 a +2 para los 1 niveles de Tipo. Esto indica algo de no normalidad significativa en los datos, lo cual viola el supuesto de que los datos provienen de distribuciones normales. Tal vez quisiera transformar los datos, ó utilizar la prueba de Kruskal-Wallis para comparar las medianas en lugar de las medias.

Tabla ANOVA para %Deuda por Tipo

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	2,261	1	2,261	32,54	0,0000
Intra grupos	2,64077	38	0,0694941		
Total (Corr.)	4,90178	39			

El StatAdvisor

La tabla ANOVA descompone la varianza de %Deuda en dos componentes: un componente entre-grupos y un componente dentro-de-grupos. La razón-F, que en este caso es igual a 32,5352, es el cociente entre el estimado entre-grupos y el estimado dentro-de-grupos. Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre la media de %Deuda entre un nivel de Tipo y otro, con un nivel del 95,0% de confianza. Para determinar cuáles medias son significativamente diferentes de otras, seleccione

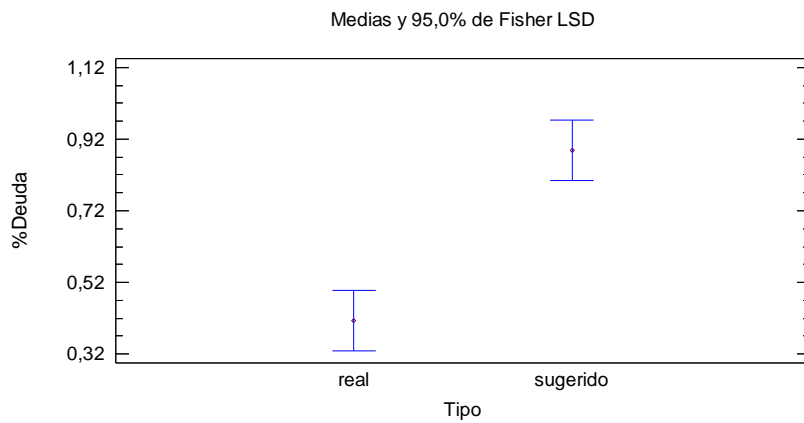
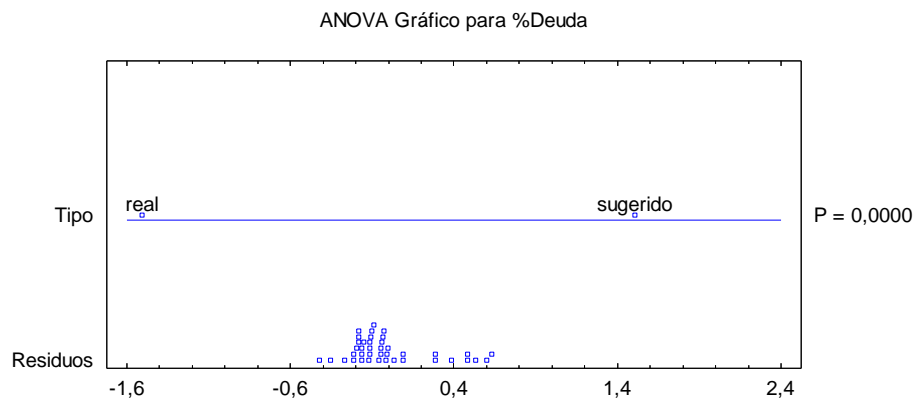
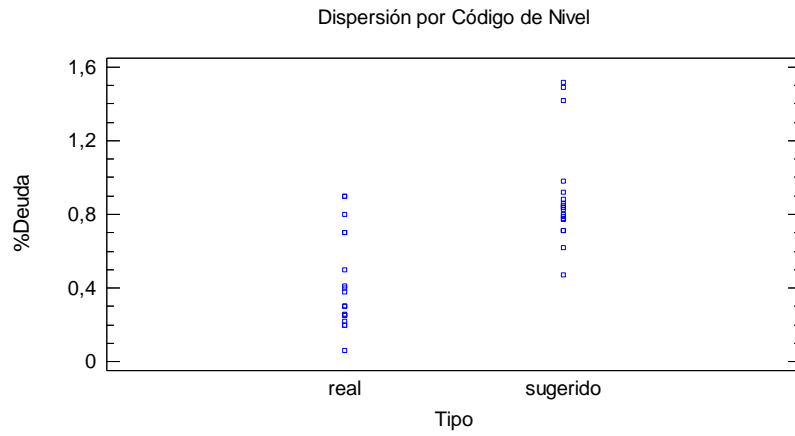
Pruebas de Múltiples Rangos, de la lista de Opciones Tabulares.

Tabla de Medias para %Deuda por Tipo con intervalos de confianza del 95,0%

			<i>Error Est.</i>		
<i>Tipo</i>	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>(s agrupada)</i>	<i>Límite Inferior</i>	<i>Límite Superior</i>
real	20	0,414	0,0589466	0,32962	0,49838
sugerido	20	0,8895	0,0589466	0,80512	0,97388
Total	40	0,65175			

El StatAdvisor

Esta tabla muestra la media de %Deuda para cada nivel de Tipo. También muestra el error estándar de cada media, el cual es una medida de la variabilidad de su muestreo. El error estándar es el resultado de dividir la desviación estándar mancomunada entre el número de observaciones en cada nivel. La tabla también muestra un intervalo alrededor de cada media. Los intervalos mostrados actualmente están basados en el procedimiento de la diferencia mínima significativa (LSD) de Fisher. Están contruidos de tal manera que, si dos medias son iguales, sus intervalos se traslaparán un 95,0% de las veces. Puede ver gráficamente los intervalos seleccionando Gráfico de Medias de la lista de Opciones Gráficas. En las Pruebas de Rangos Múltiples, estos intervalos se usan para determinar cuáles medias son significativamente diferentes de otras.



Resumen Estadístico

	<i>Real</i>	<i>Sugerido</i>
Recuento	20	20
Promedio	0,414	0,8895
Desviación Estándar	0,25044	0,276167
Coficiente de Variación	60,4927%	31,0474%
Mínimo	0,06	0,47
Máximo	0,9	1,52
Rango	0,84	1,05
Sesgo Estandarizado	1,64414	2,54082
Curtosis Estandarizada	-0,351359	1,38591

El StatAdvisor

Esta tabla contiene el resumen estadístico para las dos muestras de datos. Pueden utilizarse otras opciones tabulares, dentro de este análisis, para evaluar si las diferencias entre los estadísticos de las dos muestras son estadísticamente significativas. De particular interés son el sesgo estandarizado y la curtosis estandarizada que pueden usarse para comparar si las muestras provienen de distribuciones normales. Valores de estos estadísticos fuera del rango de -2 a +2 indican desviaciones significativas de la normalidad, lo que tendería a invalidar las pruebas que comparan las desviaciones estándar. En este caso, Sugerido tiene un valor de sesgo estandarizado fuera del rango normal. Ambas curtosis estandarizadas se encuentran dentro del rango esperado.

Comparación de Medias

Intervalos de confianza del 95,0% para la media de Real: 0,414 +/- 0,11721
[0,29679; 0,53121]

Intervalos de confianza del 95,0% para la media de Sugerido: 0,8895 +/- 0,12925
[0,76025; 1,01875]

Intervalos de confianza del 95,0% intervalo de confianza para la diferencia de medias

suponiendo varianzas iguales: -0,4755 +/- 0,16876 [-0,64426; -0,30674]

Prueba t para comparar medias

Hipótesis nula: $\text{media1} = \text{media2}$

Hipótesis Alt.: $\text{media1} \neq \text{media2}$

suponiendo varianzas iguales: $t = -5,70396$ valor-P = **0,00000145041**

Se rechaza la hipótesis nula para $\alpha = 0,05$.

El StatAdvisor

Esta opción ejecuta una prueba-t para comparar las medias de las dos muestras. También construye los intervalos, ó cotas, de confianza para cada media y para la diferencia entre las medias. De interés particular es el intervalo de confianza para la diferencia entre las medias, el cual se extiende desde -0,64426 hasta -0,30674. Puesto que el intervalo no contiene el valor 0, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias de las dos muestras, con un nivel de confianza del 95,0%.

También puede usarse una prueba-t para evaluar hipótesis específicas acerca de la diferencia entre las medias de las poblaciones de las cuales provienen las dos muestras. En este caso, la prueba se ha construido para determinar si la diferencia entre las dos medias es igual a 0,0 versus la hipótesis alterna de que la diferencia no es igual a 0,0. Puesto que el valor-P calculado es menor que 0,05, se puede rechazar la hipótesis nula en favor de la alterna.

NOTA: estos resultados asumen que las varianzas de las dos muestras son iguales. En este caso, esa suposición parece razonable, con base en los resultados de la prueba-F para comparar las desviaciones estándar. Pueden verse los resultados de esta prueba seleccionando Comparación de Desviaciones Estándar del menú de Opciones Tabulares.

Comparación de Desviaciones Estándar

	<i>Real</i>	<i>Sugerido</i>
Desviación	0,25044	0,276167

Estándar		
Varianza	0,06272	0,0762682
Gl	19	19

Razón de Varianzas= 0,822362

Intervalos de confianza del 95,0%

Desviación Estándar de Real: [0,190457; 0,365785]

Desviación Estándar de Sugerido: [0,210022; 0,403362]

Razones de Varianzas: [0,325501; 2,07766]

Prueba-F para comparar Desviaciones Estándar

Hipótesis Nula: $\sigma_1 = \sigma_2$

Hipótesis Alt.: $\sigma_1 \neq \sigma_2$

F = 0,822362 valor-P = 0,674232

No se rechaza la hipótesis nula para $\alpha = 0,05$.

El StatAdvisor

Esta opción ejecuta una prueba-F para comparar las varianzas de las dos muestras. También construye intervalos ó cotas de confianza para cada desviación estándar y para la razón de varianzas. De particular interés es el intervalo de confianza para la razón de varianzas, el cual se extiende desde 0,325501 hasta 2,07766. Puesto que el intervalo contiene el valor de 1, no hay diferencia estadísticamente significativa entre las desviaciones estándar de las dos muestras con un nivel de confianza del 95,0% .

También puede ejecutarse una prueba-F para evaluar una hipótesis específica acerca de las desviaciones estándar de las poblaciones de las cuales provienen las dos muestras. En este caso, la prueba se ha construido para determinar si el cociente de las desviaciones estándar es igual a 1,0 versus la hipótesis alternativa

de que el cociente no es igual a 1,0. Puesto que el valor-P calculado no es menor que 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula.

NOTA IMPORTANTE: las pruebas-F y los intervalos de confianza mostrados aquí dependen de que las muestras hayan provenido de distribuciones normales. Para probar esta suposición, seleccione Resumen Estadístico de la lista de Opciones Tabulares y verifique los valores de sesgo estandarizado y de curtosis estandarizada.

Comparación de Medianas

Mediana de muestra 1: 0,3

Mediana de muestra 2: 0,835

Prueba W de Mann-Whitney (Wilcoxon) para comparar medianas

Hipótesis Nula: mediana1 = mediana2

Hipótesis Alt.: mediana1 \neq mediana2

Rango Promedio de muestra 1: 12,675

Rango Promedio de muestra 2: 28,325

W = 156,5 valor-P = 0,0000241032

Se rechaza la hipótesis nula para alfa = 0,05.

El StatAdvisor

Esta opción ejecuta la prueba W de Mann-Whitney para comparar las medianas de dos muestras. Esta prueba se construye combinando las dos muestras, ordenando los datos de menor a mayor, y comparando los rankeos promedio de

las dos muestras en los datos combinados. Debido a que el valor-P es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medianas con un nivel de confianza del 95,0%.

Prueba de Kolmogorov-Smirnov

Estadístico DN estimado = 0,75

Estadístico K-S bilateral para muestras grandes = 2,37171

Valor P aproximado = 0,0000260146

El StatAdvisor

Esta opción ejecuta una prueba de Kolmogorov-Smirnov para comparar las distribuciones de las dos muestras. Esta prueba se realiza calculando la distancia máxima entre las distribuciones acumuladas de las dos muestras. En este caso, la distancia máxima es 0,75, que puede verse gráficamente seleccionando Gráfico de Cuantiles de la lista de Opciones Gráficas. De particular interés es el valor-P aproximado para la prueba. Debido a que el valor-P es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las dos distribuciones con un nivel de confianza del 95,0%.