Universidad de Buenos Aires

Facultad de Ciencias Económicas

Escuela de Estudios de Posgrado

Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

La Estructura de Capital Optima en las Pymes Perspectiva del Mercado Local

Autor :
Marcelo Figola

Tutor :
Diego Galiana

Buenos Aires, Octubre de 2010

ÍNDICE GENERAL

Página

1. RESUMEN DEL TRABAJO 5

2. INTRODUCCION AL TEMA 9

3. DESARROLLO DEL TRABAJO 13

3.1 ENTORNO ECONÓMICO Y FINANCIERO DEL MERCADO LOCAL
3.1.1 Evolución, situación actual y desafíos de Pymes 14
3.1.2 3.1.2 Sistema Financiero. Mercado Financiero y de Capitales 26

3.2 DESARROLLO TEÓRICO
3.2.1 El enfoque de Modigliani y Miller. Mercado Eficiente. Efectos de Impuestos. 39
3.2.2 La teoría del equilibrio o trade off 41
3.2.3 La perspectiva de costos de Agencia 43
3.2.4 La teoría de la jerarquía de las fuentes de financiación 46

3.3 EVIDENCIA EMPÍRICA
3.3.1 Factores que determinan la estructura financiera 50
3.3.2 Relevamiento de las compañías locales – estructura financiera e inversión 62

4. CONCLUSIÓN 76

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 79

6. ANEXOS 83

7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO 93

8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.) 94

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro	Título – Fuente	Página
1	Calificación de la cartera de pedidos - Fundación Observatorio PyME	16
2	Utilización de la Capacidad Instalada -Fundación Observatorio PyME	17
3	Calificación del nivel de existencias -Fundación Observatorio PyME	17
4	Variación porcentual de las Importaciones – INDEC	23
5	Diferentes definiciones de la variable oportunidades de crecimiento	53
6	Determinantes más fiables según Frank y Goyal (2003)	61
7	Situación de las PyME frente al crédito bancario –F.PyME	71

ÍNDICE DE GRAFICOS

Gráfico	Titulo – Fuente	Página
1	Situación general de las PyME - Fundación Observatorio PyME	14
2	Variación de las exportaciones - Fundación Observatorio PYME	15
3	Utilización de la Capacidad Instalada en las PYME – F.O.PyME	16
4	Rotación de ventas en relación a los inventarios - F.O.PyME	18
5	Principales problemas del empresariado PyME- F.O.PyME	19
6	PyME industriales que identifican el incremento en costos- F.O.PyME	20
7	PyME industriales tuvieron caídas en las ventas - F.O.PyME	21
8	PyME industriales con fuerte presión competitiva - F.O.PyME	21
9	Composición de las importaciones de origen chino- F.O.PyME	23
10	Importaciones de productos textiles de origen chino- F.O.PyME	24
11	Endeudamiento financiero total sobre Facturación- F.O.PyME	27
12	Incidencia de la Deuda Financiera sobre Pasivos Totales- F.O.PyME	28
13	Tasa de Costo de Capital de acuerdo a Modigliani y Miller – Sogorb	40
14	Teoría del Equilibrio Estático o trade off – Sogorb (2002)	42
15	Estado del parque de maquinarias de las PYME - F.O.PyME	63
16	Rotación de cantidades vendidas en relación al activo total- F.O.PyME	64
17	Retorno sobre Patrimonio Neto (ROE) de las PYME - F.O.PyME	65
18	Proporción de PyME industriales inversoras - F.O.PyME	66
19	Proporción de PyME industriales inversoras - F.O.PyME	67
20	Fuente de financiamiento de las inversiones - F.O.PyME	68
21	Propósito de las inversiones de las PyME industriales - F.O.PyME	69
22	Motivos por no realizar inversiones de PYME - F.O.PyME	70
23	Motivo PyME no han solicitado crédito bancario-F.O.PyME	73
24	Programa de crédito a PyME del B.N.A. - F.O.PyME	74
25	Empresas con falta de financiamiento bancario - F.O.PyME	75

1. RESUMEN DEL TRABAJO

El trabajo se centra en la revisión de la estructura de capital de las Pymes del mercado local, con el objetivo de verificar los lineamientos de la teoría de jerarquía de las preferencias o pecking order sobre la estructura de financiamiento.

La teoría de jerarquía de preferencias explica la forma en el cual las empresas deciden el orden de selección de sus fuentes de financiación ante la existencia de nuevos proyectos de inversión con valor presente neto positivo. Así, se diferencia del equilibrio estático, el cual sostiene que las empresas determinan un nivel de endeudamiento o apalancamiento optimo u objetivo.

Como Myers (1991) establece, la teoría de jerarquía de preferencias considera que el nivel de endeudamiento reflejaría los requerimientos acumulados de recursos externos durante un extenso periodo de tiempo, y no el cumplimiento de un ratio optimo u objetivo.

El orden jerárquico en el cual las empresas o sus directores evalúan las fuentes de financiación para sus proyectos de inversión dependerá de los costos de información asimétrica asociados a la financiación externa, maximizando el valor cuando se sigue el orden de preferencia deseado. A partir de estos criterios de selección, el orden de preferencias es el siguiente:

- Primero se eligen las fuentes internas, generadas por los resultados de la compañía
- Luego se opta por las fuentes externas provenientes de la emisión de deuda
- Finalmente, la ampliación del capital a través del mercado de capitales (emisión de nuevas acciones)

Los trabajos de Ang (1991), Holmes y Kent (1991), Frank y Goyal (2003), Sogorb (2002) y Aybar et al (2000), refieren a la existencia de factores específicos de las pymes, que muestran evidencia de la capacidad explicativa de la teoría, pero modificando el orden de las jerarquías en las fuente de fondos. En particular, como señala Aybar et al (2004), los investigadores han señalado que las pymes se caracterizan por enfrentar serios problemas de información asimétrica, los cuales se profundizan en economías con mercados no desarrollados.

De acuerdo a estos autores, en las pymes o en los casos de mercados no eficientes y que se caracterizan por una baja participación en la financiación del mercado de capitales, el orden de jerarquías de preferencias se vería alterado, dado que los costos de información varían respecto a los casos de actuación en mercados de capitales eficientes. El orden de preferencia sería el siguiente:

- Primero las fuentes internas
- Luego los aportes de los propios propietarios
- Por último la emisión de deuda, y en particular de corto plazo

En relación a la evidencia empírica, los factores que determinan la estructura financiera de las empresas han estado condicionados por los marcos teóricos, las deducciones que de los mismos han realizado los investigadores, las posibilidades de contrastar empíricamente las hipótesis asociadas, así como las diferentes interpretaciones realizadas de los resultados obtenidos. Siendo los principales factores determinantes de la estructura financiera que se desprenden de los marcos teóricos y la evidencia empírica los siguientes: 1/ Rentabilidad, 2/ Activos Fijos o Intensidad de Capital (Colateralidad), 3/ Oportunidades de crecimiento, 4/ Fiscalidad, 5/ Tamaño empresarial, 6/ Volatilidad del negocio, 7/ Gastos en publicidad, 8/ Probabilidad de bancarrota y, 9/ Singularidad de los productos.

El relevamiento del mercado local ha exteriorizado como principal fuente de financiamiento de las inversiones de las PyME industriales a los recursos propios de la firma, esencialmente a partir de la reinversión de utilidades. En el periodo 2009 el 64% de las inversiones llevadas a cabo por las empresas del segmento fueron autofinanciadas.

El incremento continuo en los costos de producción de los últimos años resultó en la gradual disminución de las utilidades de las empresas llevando a restringirse la principal fuente de financiamiento de las inversiones de las PyME manufactureras. A partir de allí, la financiación externa a la firma ha cobrado cada vez mayor importancia.

Sin embargo, las PyME industriales en Argentina afrontan dificultades en la obtención de financiamiento externo. El mercado de crédito en Argentina es reducido y se encuentra principalmente orientado al consumo. Por otro lado, las empresas de mayor presencia absorben gran parte del crédito disponible para inversión productiva lo cual se observa también en el interior del segmento de las PyME industriales.

Entre las PyME industriales la proporción de inversiones financiada a través de préstamos bancarios fue ganando participación relativa en los últimos años. Sin embargo, tras alcanzar el 25% en 2008 volvió a caer al 21% en 2009.
En cuanto al porcentaje de inversiones cubierto con el financiamiento de clientes y proveedores directos de las firmas fue del 9% en 2009. Siendo aun menor la participación relativa del financiamiento de inversiones vía programas públicos: sólo el 3% durante 2009.

Aunque la dimensión del mercado de crédito a nivel macroeconómico es reducida, las PyME industriales muestran un importante grado de "autoexclusión" del crédito bancario. Incluso contando con posibilidades de endeudamiento financiero a partir de los indicadores de su firma, la proporción de industriales PyME que directamente no ha solicitado crédito es alta, aunque en los últimos años se ha observado cierto acercamiento gradual al sector bancario.

En relación a la inversión, cerca de la mitad de las firmas llevó a cabo inversiones durante 2009, y en líneas generales las expectativas para 2010 en este sentido son algo más optimistas que aquellas de 2008 para 2009.
La propensión a invertir guarda una relación positiva estructural con el tamaño de la firma. La proporción de empresas inversoras ha sido históricamente mayor entre las medianas industrias que entre las pequeñas. Estas últimas enfrentan mayores dificultades tanto para financiar sus inversiones con recursos propios como para acceder a crédito externo a la firma.

Finalmente, observamos que el relevamiento de las investigaciones evidencia una significativa relación negativa de los fondos generados internamente con el grado de apalancamiento de las compañías, de acuerdo a lo planteado por la teoría de la jerarquía de preferencias. Así también, se observa una relación significativa positiva entre las oportunidades de crecimiento de las empresas, y el tamaño con el nivel de endeudamiento.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

El trabajo tiene por objetivo realizar una investigación que describa y explique los determinantes de la estructura financiera de las empresas PyME a partir de los fundamentos que aporta la teoría de jerarquía de preferencias.

La mayor parte de la literatura empírica sobre estructura de capital se ha centrado en empresas grandes con fácil acceso a los mercados de capitales (Donalson, 1961; Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984; Ross, 1977; Jensen, 1986; Rajan y Zingales, 1995; Fama y French; 2002)

En nuestro caso, el estudio se ha centrado en la estructura de capital de las empresas en mercados emergentes, como es el caso de las PYME del mercado local. La investigación se encuentra dentro de los nuevos campos de investigación vinculados a la investigación de la estructura financiera de las empresas que no cotizan en los mercados de capitales (Jordan, 1998; Michaelas, 1999; Romano, 2000; Sogorb, 2000; Aybar, 2002 y 2004), así como investigaciones realizadas en economías en desarrollo o que se caracterizan por tener mercados financieros de menor desarrollo (Booth, 2001; Demirguc-Kunt et al, 1994 y 1999)

Los mercados de países emergentes se caracterizan porque en ellos no se presentan los supuestos implícitos de los mercados eficientes, en particular, los referidos a la existencia de simetría de información, inexistencia de costos de transacción y mercados organizados de capitales con fuerte participación en el mercado total.

Las imperfecciones en el funcionamiento de los mercados financieros son una característica presente en la mayoría de las economías de los países en desarrollo. Así lo revela la reducida oferta de productos financieros existentes, el menor grado de bancarización del sistema financiero, las diferencias a diversos sectores de actividad y los altos costos de servicios. Estudios realizados señalan además que el problema está especialmente agravado en el caso de las pequeñas y medianas empresas. En ellas se constatan restricciones de cantidad y precios para el acceso al crédito (Listerri, 2002).

Los argumentos derivados de la economía de información han aportado un marco teórico que permite analizar el funcionamiento de los mercados financieros y las políticas de las empresas desde otra perspectiva. La constatación de la existencia de asimetrías de información entre los agentes participantes en los mercados y al interior de las firmas permite enfocar los problemas desde una perspectiva diferente. Problemas o riesgo de selección adversa y de riesgo moral debidos a la existencia de asimetría de información, han cuestionado la visión clásica de la economía sobre la estructura de capital (Modigliani y Miller, 1958). Los desarrollos de Donaldson (1961) retomados por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), en lo que se conoce como la teoría de la jerarquía de preferencias, han contribuido significativamente al entendimiento de la estructura de capital y el comportamiento de las firmas. A partir de las hipótesis de la teoría de jerarquía de preferencias, los investigadores han podido trabajar en la

búsqueda de evidencia empírica para el conjunto de empresas que no participan en los mercados de capitales.

A partir del marco descrito, la investigación es importante por los siguientes aspectos:

1) Escasez de trabajos empíricos en países emergentes, en los cuales el funcionamiento de los mercados financieros difiere de los desarrollados, 2) información relevante para empresarios, 3) información relevante para definir políticas que promuevan la inversión y la generación de empleo, 4) necesidad de información y análisis para enfocar los problemas de definición de políticas públicas.

El objetivo del trabajo de acuerdo con todo lo señalado anteriormente puede resumirse en los siguientes:

- Obtener evidencia empírica de los determinantes de la estructura de capital en el marco de las empresas PYME en el marco local.
- Contrastar la capacidad explicativa de la teoría de la jerarquía de preferencias.

En relación a la investigación y evidencia empírica de las PyME del mercado local, cabe mencionar el desarrollo efectuado por la Fundación Observatorio PYME desde su constitución.

La Fundación Observatorio PyME es una entidad sin fines de lucro, fundada por la Università di Bologna, la Organización Techint y la Unión Industrial Argentina, que continúa la labor iniciada por el Ing. Roberto Rocca (1922-2003), en el Observatorio PyME.

La misión es promover la valorización cultural del rol de las pequeñas y medianas empresas en la sociedad, la investigación microeconómica aplicada y las políticas públicas de apoyo al desarrollo productivo.
Su objetivo es convertirse en el principal proveedor de información sobre PyME al sector público y privado.

Define su objetivo general como la producción de información actualizada sobre pequeñas y medianas empresas y elaboración de propuestas para la toma de decisiones de políticas públicas y la acción privada.

En cuanto a los objetivos específicos, se encuentran detallados a continuación,

- Realización de encuestas, estadísticas, informes, estudios y análisis de políticas públicas dirigidas a la promoción de las PyME.
- Extensión a nivel regional y al conjunto del sector productivo argentino de la experiencia del Observatorio PyMI fundado en 1996.
- Promoción del desarrollo productivo de las diferentes regiones argentinas, a través de los Pactos Territoriales entre universidades locales, líderes empresarios y municipios.

- Promoción de la investigación aplicada en el campo de la economía industrial y de la geografía económica.
- Transferencia de las experiencias y metodología de trabajo a otros países latinoamericanos.
- Colaboración con otras entidades públicas, privadas, nacionales o extranjeras destinadas al estudio y promoción de las PyME.

Desde sus orígenes hasta hoy la tarea desarrollada por el Observatorio, ha sido trabajar de un modo sistemático y continuo sobre las características estructurales y la evolución de las pequeñas y medianas empresas, produciendo información relevante en la toma de decisiones del sector público y privado.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma: Sección 1 Introducción, Sección 2 se describe el entorno económico y financiero del mercado local. Sección 3 se desarrollan los principales lineamientos de las teorías. Sección 4 se describe el análisis de los factores que determinan la estructura financiera, relevando los aspectos de las compañías locales. Sección 5 Conclusiones, y luego Referencias y Anexos.

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1 ENTORNO ECONÓMICO Y FINANCIERO DEL MERCADO LOCAL

3.1.1 Evolución, situación actual y desafíos de Pymes

En 2009 el nivel de actividad de las PyME industriales se contrajo por segundo año consecutivo. Las cantidades vendidas cayeron el 10,6% en términos interanuales y el nivel de empleados se redujo en un 7,6%. Después de la fase expansiva del período 2003-2007, a principios de 2008 la actividad económica general del segmento comenzó a desacelerarse, y en 2009 la tendencia fue negativa, tanto por efecto del impacto de la crisis económica internacional como por factores internos.
Durante 2009 sólo el 35% de las PyME industriales atravesó una fase de crecimiento, proporción considerablemente menor a aquella de 2008 (65%). Por primera vez en los últimos seis años fue mayor el porcentaje de empresas que experimentaron un estancamiento o achicamiento del nivel de actividad -48% y 16% respectivamente- que aquellas en fase de crecimiento (Gráfico 1). El porcentaje de empresas que sufrieron una caída en su actividad (16%) estuvo casi diez puntos por encima del de 2008 (7%), y fue todavía mayor al promedio del trienio 2005-2007, período en el que se mantuvo en torno al 4%.

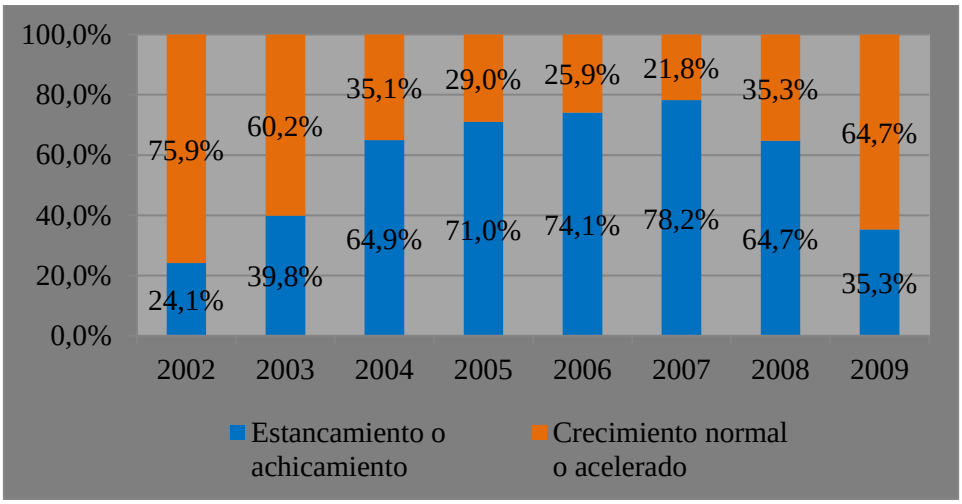


Gráfico 1 - Situación general de las PyME industriales (2002 – 2009)

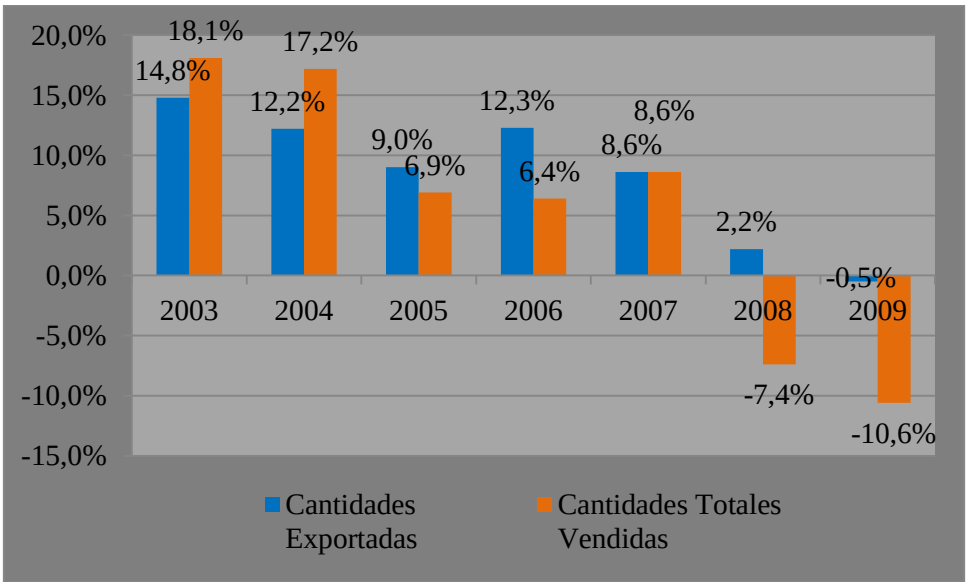
Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2001 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Al interior del segmento de PyME industriales se advierten diferencias sectoriales en cuanto al desempeño general. La proporción de firmas que experimentaron un achicamiento en la actividad fue considerablemente alta en los sectores “Madera, corcho y paja” (35%) y “Metales comunes y productos de metal” (23%). En sentido contrario, en los sectores de “Papel, edición e impresión” y de elaboración de “Alimentos y bebidas” un importante porcentaje relativo de empresas crecieron en el último año: 46% y 44% respectivamente.
La mayor difusión de la percepción de achicamiento se vio reflejada en una disminución interanual del 10,6% en las cantidades vendidas por el segmento de PyME industriales

en 2009. La tendencia negativa se había iniciado un año antes y la caída acumulada del volumen de ventas en el bienio 2008/2009 fue del 17,2%.
Tras la fase expansiva del período 2003-2007, cuando la producción y las cantidades vendidas se incrementaban año a año con el objetivo de satisfacer la creciente demanda, a partir de 2008 se revierte la tendencia continuándose la caída en el nivel de ventas durante 2009.

Tras la devaluación del peso en 2002 las PyME industriales se vieron favorecidas para competir vía precios en otros mercados mejorando su desempeño exportador. Entre 2003 y 2007, a medida que las cantidades totales vendidas por las PyME industriales se incrementaban año a año, el volumen de exportaciones mostraba un comportamiento similar e incluso superior. Con la desaceleración de la actividad económica durante 2008, el total de las cantidades vendidas por las PyME de la industria manufacturera se contrajo en un 7,4% en términos interanuales, mientras que las ventas al exterior continuaron creciendo, aunque a una tasa considerablemente menor a la del promedio de la fase expansiva, lo cual permitió morigerar la caída general del nivel de actividad del segmento.
En 2009 las ventas totales de las empresas disminuyeron por segundo año consecutivo y, por primera vez en los últimos siete años, las cantidades exportadas no aumentaron sino que se mantuvieron relativamente estables respecto al año anterior.

Gráfico 2 - Variación de las exportaciones y de las cantidades vendidas por las PyME industriales (2003 – 2009)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2003 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

A pesar de que en 2009 el nivel de actividad general de las PyME industriales fue menor que en 2008, en los últimos meses del año se evidenciaron señales de recuperación de la actividad. Como muestra el Cuadro 1, el nivel de demanda percibido por las PyME industriales comenzó a debilitarse a partir del segundo trimestre de 2008, pero en la segunda mitad de 2009 ya empezaba a normalizarse.

Si bien aún lejos de los valores de principios de 2008, se observa una mejora en el nivel de actividad. La proporción de empresarios que calificaron como "débil" la cartera de pedidos de su firma llegó al máximo del 67% en el primer trimestre del año pero fue descendiendo en los meses siguientes hasta el 55% en el tercer trimestre. Por su parte, fue incrementándose el porcentaje de industriales PyME que dijeron percibir un nivel de demanda "normal" de los productos de su empresa.

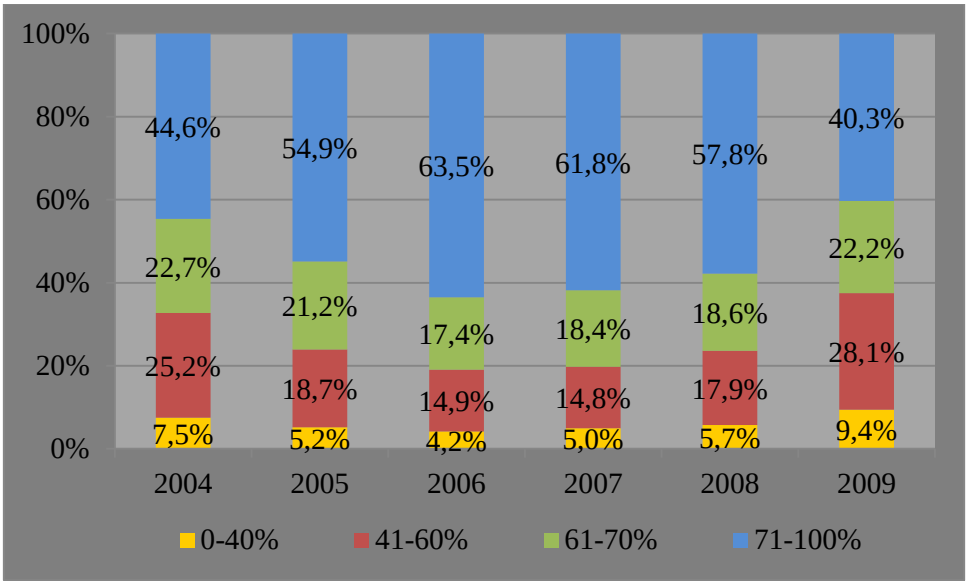
Cuadro 1 - Calificación de la cartera de pedidos de la empresa durante el trimestre (% de empresas)

Calificación	2008			2009		
	I	II	III	I	II	III
Elevada	12,7%	3,2%	4,5%	1,4%	2,0%	4,2%
Normal	61,0%	48,2%	30,1%	31,7%	31,6%	40,3%
Débil	26,2%	48,6%	65,4%	67,0%	66,4%	55,5%

Fuente: Encuesta Coyuntural a PyME industriales, 2008 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Durante 2009 la merma general en el nivel de actividad resultó en un uso menos intensivo de la capacidad de planta por parte de las empresas del segmento. El porcentaje de PYME industriales que utilizó más del 70% de la capacidad instalada de planta cayó casi veinte puntos en relación a 2008, descendiendo al 40%. En el otro extremo, el 37% de las empresas no alcanzó a utilizar el 60% de la planta cuando un año atrás dicho porcentaje fue del 24% y en 2006 había llegado a descender al 19%.

Gráfico 3 - Utilización de la Capacidad Instalada en las PyME industriales (2004 – 2009)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2004 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Entre las PyME industriales la caída en la demanda afectó en mayor medida a las empresas pequeñas que dejaron ociosa una parte aún más importante de su capacidad instalada. El 41% de las pequeñas industrias – definidas como aquellas que emplean entre 10 y 50 ocupados – no utilizó más del 60% de la maquinaria y equipos de producción durante 2009, mientras que entre las empresas medianas – aquellas que emplean entre 51 y 200 ocupados – la proporción fue bastante menor (24%), ya que la mitad de estas empresas lograron mantener en funcionamiento por lo menos el 70% del parque de maquinaria.

Cuadro 2 - Utilización de la Capacidad Instalada en las PyME industriales, según tamaño (2009)

	Pequeñas	Medianas	Promedio PYME Industrial
0-40%	10,3%	6,5%	9,4%
41-60%	30,9%	17,9%	28,1%
61-70%	21,9%	23,9%	22,2%
71-100%	36,9%	51,7%	40,3%

Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Desde la oferta, datos cualitativos muestran señales de repunte en la actividad a partir de los últimos meses de 2009. Al tiempo que los industriales PyME comenzaron a observar una leve reactivación en el nivel de demanda de sus productos (ver Cuadro 1), se vieron posibilitados de colocar una mayor cantidad de bienes en el mercado, y para la segunda mitad de 2009 el nivel de existencias de estas empresas empezó a reducirse.
Durante el tercer trimestre de 2009 el porcentaje de empresarios que calificó como "adecuado" el nivel de existencias de productos terminados de su firma alcanzó el 77% (Cuadro 3), casi diez puntos más que el promedio registrado durante todo el año anterior. Como contrapartida, se produjo una caída en la proporción de industriales PyME que consideró "excesivo" el nivel de *stock*: 14% en el tercer trimestre.

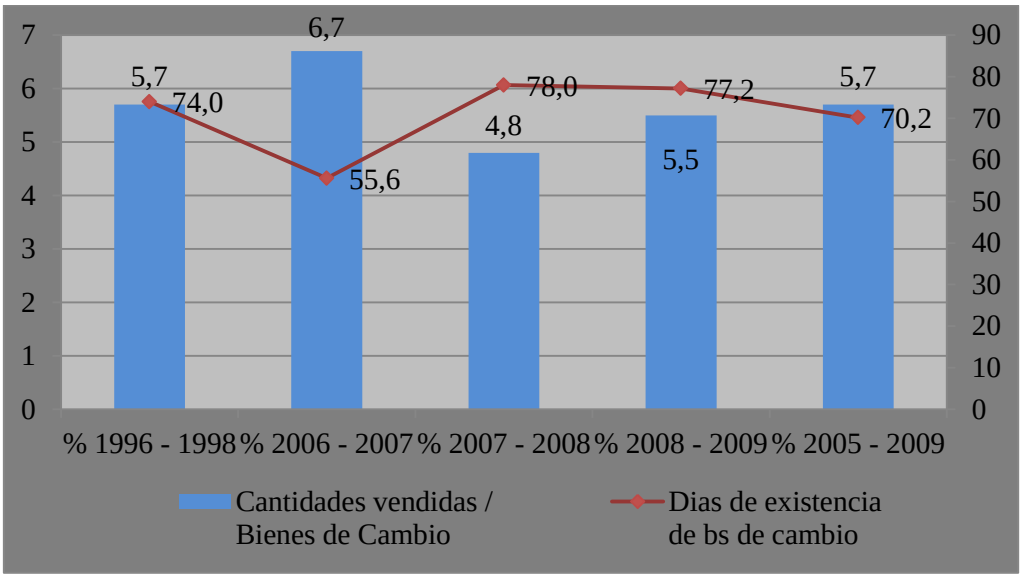
Cuadro 3 - Calificación del nivel de existencias (*stocks*) de la empresa durante el trimestre (% de empresas)

	I-2008	II-2008	III-2008	I-2009	II-2009	III-2009
Excesivo	8,50%	18,90%	22,70%	20,10%	23,00%	13,60%
Insuficiente	17,40%	12,10%	9,80%	13,70%	9,30%	8,90%
Adecuado	74,10%	69,00%	67,50%	66,20%	67,70%	77,50%

Fuente: Encuesta Coyuntural a PyME industriales, 2008 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

A pesar de que el nivel de actividad de las PyME industriales fue menor en 2009 en relación a 2008, la rotación de ventas en relación a los inventarios – medida como el cociente entre las cantidades vendidas y los bienes de cambio – fue de 4,8 en 2007 – 2008, y ascendió a 5,5 en 2008 – 2009. Esto puede evidenciar indicios de reactivación a partir de la segunda mitad de 2009.

Gráfico 4 - Rotación de ventas en relación a los inventarios y días de existencia promedio de las PyME industriales (1996-1998 / 2006-2009)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 1996 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

En línea con lo ocurrido con las cantidades vendidas, durante 2009 el nivel de ocupados de las PyME industriales se redujo por segundo año consecutivo. La cantidad de trabajadores de las empresas del segmento disminuyó el 7,6% con respecto a 2008 y el 12,7% en relación a 2007, año en el que se registró el máximo nivel de ocupación de la última década. De esta manera, al tiempo que caía la producción, las PyME fueron modificando su estructura interna con un ajuste en el nivel de ocupación.

Principales problemas de las PyME industriales

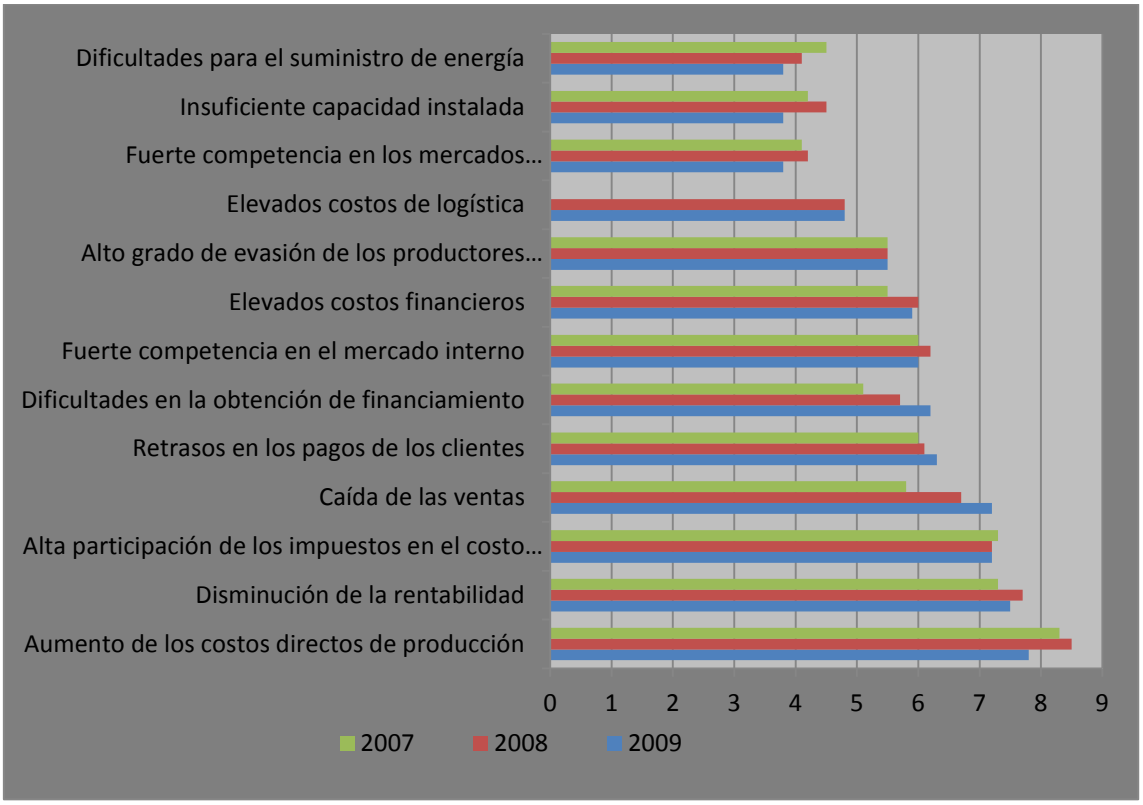
El Gráfico 5 muestra la calificación promedio - en una escala del 1 al 10 de acuerdo al grado de relevancia - de los diferentes problemas que enfrentaron las PyME industriales en los últimos tres años.

Durante 2009 el aumento en los costos de producción y, en estrecha relación, la disminución en los márgenes de rentabilidad constituyeron las principales preocupaciones de los empresarios. Lo mismo ocurre con la presión impositiva (tercer problema en orden), ya que la alta participación de los impuestos en el costo final del producto también está relacionada con la disminución en la rentabilidad.

Por otra parte, se observa que la inquietud del empresariado con respecto a la caída de las ventas se ha ido acentuando año a año desde 2007, y en 2009 ocupó el cuarto lugar en orden de importancia. Esto se explica fundamentalmente por la caída en el nivel de actividad industrial que derivó en una disminución de las cantidades vendidas por las

empresas del segmento. Lo mismo ocurre con los retrasos en los pagos de los clientes que se ubicó entre los cinco problemas de mayor relevancia del último año.
Por otro lado, las dificultades en la obtención de financiamiento y los elevados costos financieros se han acentuado levemente en los últimos años pero están más relacionadas con limitaciones estructurales que enfrentan las PyME en materia de acceso a crédito externo a la firma.
Finalmente, en los últimos años los problemas para competir en el mercado interno han tenido cierta relevancia para el promedio de las PyME industriales, sin embargo, para las distintas ramas de actividad de la industria manufacturera el grado de presión competitiva por la importación de bienes es variable.

Gráfico 5 - Principales problemas del empresariado PyME.
Calificación promedio según grado de relevancia (2007 – 2009).

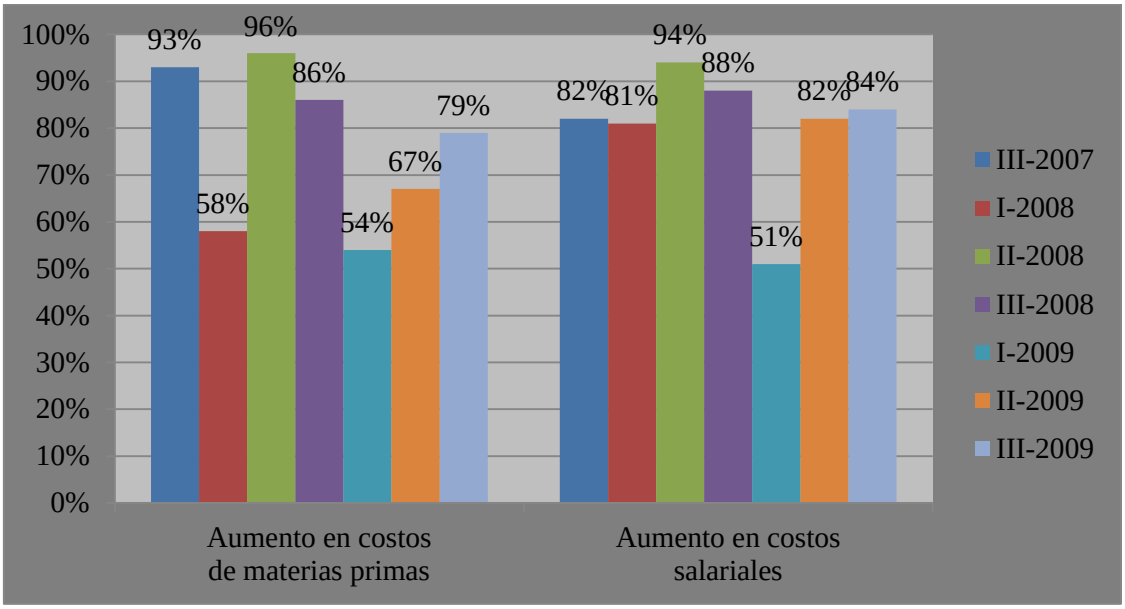


Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2007 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Si bien, como muestra el Gráfico 5, la preocupación del empresariado en cuanto a los aumentos en los costos de producción fue levemente menor en 2009 que en 2008, todavía representó el principal problema para el segmento de PyME industriales en el último año, afectando de manera uniforme a la totalidad de los sectores de actividad.
Asimismo, a lo largo de 2009 ha ido aumentando la proporción de empresarios preocupados por los incrementos de costos. En los primeros meses del año sólo la mitad de los industriales PyME manifestó haber tenido problemas por subas en los costos de materias primas para la producción y/o salariales (Gráfico 6). A partir del segundo

trimestre fue difundiéndose más la preocupación del empresariado en este sentido, llegando en el tercer trimestre a afectar al 79% y 84% de las PyME industriales respectivamente, cifras más cercanas a las observadas durante 2008.

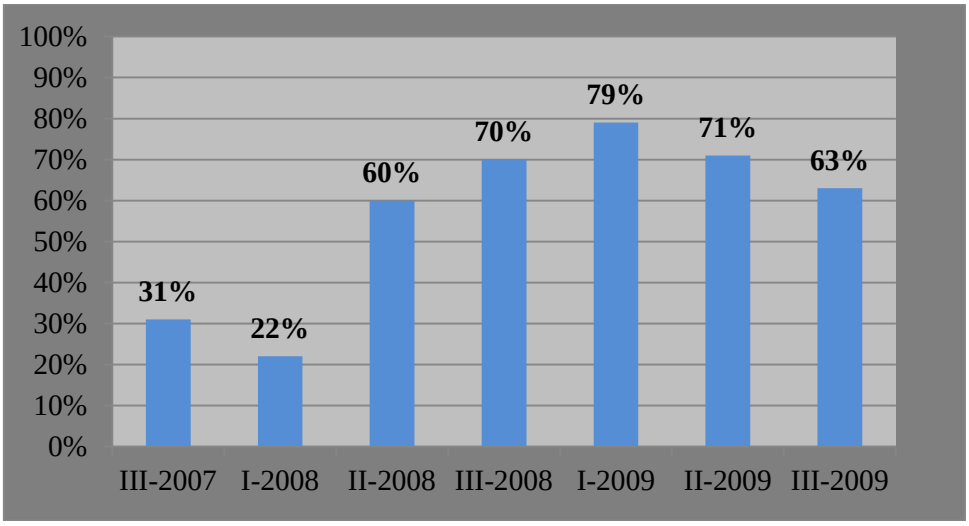
Gráfico 6 - Proporción de PyME industriales que identifican el incremento en los costos de materias primas y salariales en el trimestre como un problema.
(III-2007 / III-2009)



Fuente: Encuesta Coyuntural a PyME industriales, 2008 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Como contraparte, a medida que transcurría el año 2009 y al tiempo que se acentuaba la preocupación de los industriales PyME en relación a los aumentos en los costos directos de producción, fue atenuándose la preocupación respecto a la caída en la facturación. A partir de mediados de 2008, cuando comenzaba a caer la actividad, la proporción de empresarios con problemas por caída en las ventas aumentó hasta llegar al 79% en el primer trimestre de 2009. En los meses siguientes este número comenzó a disminuir, lo que deja entrever que hacia fin de año la incidencia del problema fue cayendo levemente.

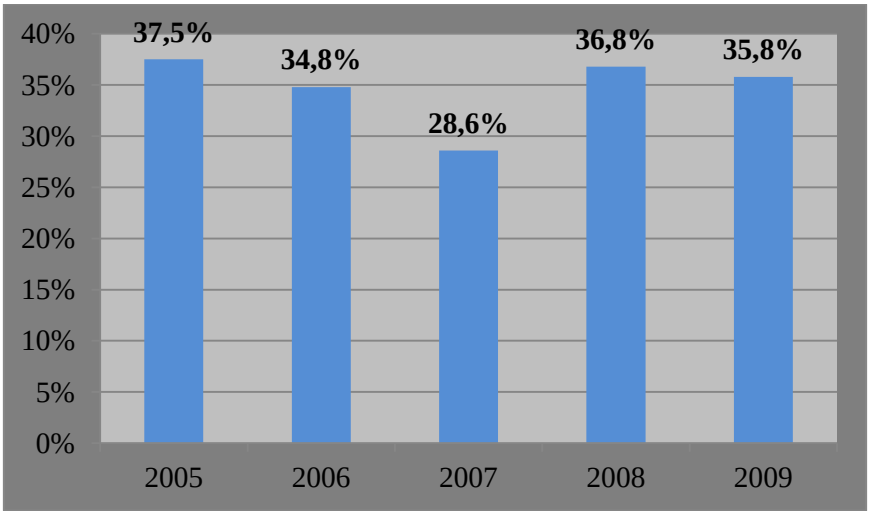
Gráfico 7 - Proporción de PyME industriales que tuvieron problemas por caídas en las ventas. (III-2007 / III-2009)



Fuente: Encuesta Coyuntural a PyME industriales, 2008 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Otro de los problemas que aquejaron a las PyME industriales durante 2009 fue la fuerte competencia en el mercado interno (ver Gráfico 5).
En el último año la proporción de empresarios que manifestaron percibir una importante presión competitiva en el mercado local por el ingreso de bienes importados fue del 36%, prácticamente igual a 2008. En 2007 este porcentaje había descendido al 29% debido a la creciente demanda interna del momento en un contexto de expansión económica. A partir de mediados de 2008 la actividad comenzó a desacelerarse y, al caer el nivel de demanda, la llegada al mercado de productos de origen extranjero implicó mayor presión competitiva para las empresas industriales.

Gráfico 8 - Proporción de PyME industriales con fuerte presión competitiva en el mercado con bienes importados (2005 - 2009)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2005 - 2009. Fundación Observatorio PyME.

Se observan importantes diferencias entre las distintas ramas de actividad de la industria manufacturera sobre la presión competitiva por la importación de bienes. Ciertos sectores cuentan con dificultades para competir con productos originarios de países que producen con menores costos o a gran escala. Aquellos sectores en los que la percepción de la competencia es mayor son "Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado", "Aparatos eléctricos, electrónicos e instrumentos de precisión" y "Automotores y autopartes". En el primer caso, el 59% de las PyME percibe una fuerte presión competitiva por el ingreso de bienes importados – principalmente de China y Brasil –, y el 40% efectivamente manifestó haber perdido participación en el mercado interno durante 2009 por esta razón.
Dentro de la industria electrónica la competencia con bienes de origen extranjero también es ardua. El 57% de las PyME del sector ve severamente amenazadas sus ventas al mercado interno por las importaciones, provenientes principalmente de China. Esta situación trajo aparejado que el 38% de las empresas hayan perdido participación en el mercado local durante 2009.
En tercer lugar, en el sector "Automotores y autopartes" cerca de la mitad de las empresas enfrentan una fuerte presión competitiva de productos importados, fundamentalmente de origen chino. Así, una de cada tres PyME del sector tuvo que resignar participación en el mercado interno.

En el otro extremo, otros sectores de la industria manufacturera son menos vulnerables ante la entrada de bienes extranjeros por contar con un mayor y más importante nivel de desarrollo o por presentar ventajas naturales tales como la disponibilidad de materias primas para la producción directamente en el mercado interno. Tal es el caso de "Alimentos y bebidas" y "Madera, corcho y paja", con una baja proporción de firmas que perciben una fuerte presión competitiva de bienes importados (15% y 11% respectivamente), y una fracción aún menor que manifestó haber perdido participación relativa en el mercado local durante 2009: 6% y 5%.
La importación de bienes de China y Brasil fue el principal origen de la presión competitiva que enfrentaron las PyME industriales en los últimos años. El 48% de las empresas que vieron amenazadas sus ventas al mercado interno en 2009 lo atribuyó al ingreso de productos de origen chino, mientras que para el 30% la principal amenaza provino de Brasil (Gráfico 10).
Entre 2008 y 2009 la importancia relativa de estos dos países como principales competidores de las PYME industriales no cambió significativamente. Sin embargo, de la comparación con 2006 surge que China ha ganado terreno en el mercado argentino en relación a Brasil (para ampliar ver Cuadro 1).

Presión competitiva por importación de productos chinos.
El importante crecimiento reciente de la economía china así como sus bajos costos de producción impulsaron de manera considerable sus exportaciones al tiempo que fue incrementándose la importación de productos chinos por parte de Argentina especialmente en el rubro "Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado".
Entre 2005 y 2008 el valor total de las importaciones chinas creció anualmente a una tasa promedio del 50%, resultando en un incremento acumulado del 399% durante todo el período. En el mismo lapso de tiempo las importaciones de bienes del Brasil también

mostraron un marcado crecimiento pero a una tasa considerablemente menor: 134% en esos cinco años.

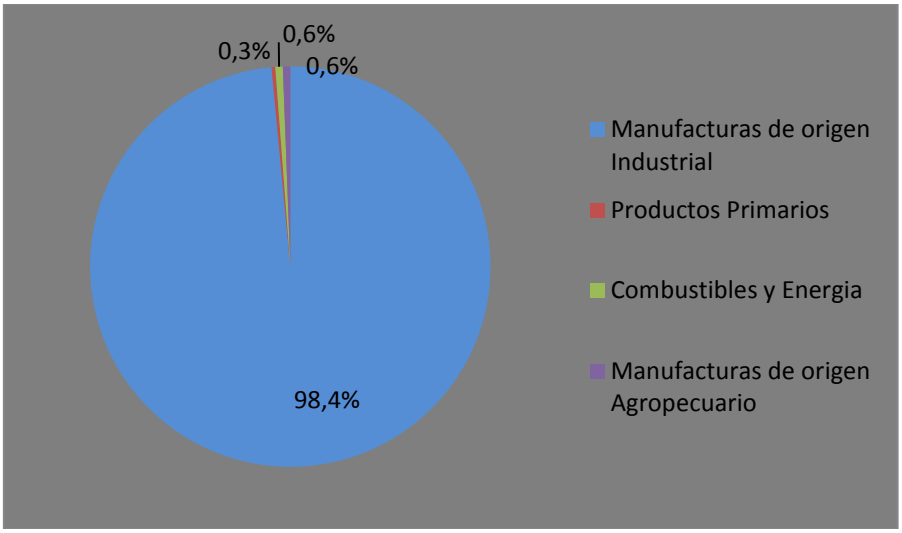
Cuadro 4 -Variación porcentual de las Importaciones totales de Argentina (2004 - 2008)

De China	399,5%
De Brasil	133,7%
Total	**155,8%**

Fuente Sector Externo: INDEC

Prácticamente la totalidad (98%) de los bienes importados de China en la última década correspondieron a Manufacturas de Origen Industrial (MOI), principalmente maquinarias, aparatos y material eléctrico (Gráfico 9).

Gráfico 9 – Composición de las importaciones argentinas de origen chino.
(2001 – 2009)

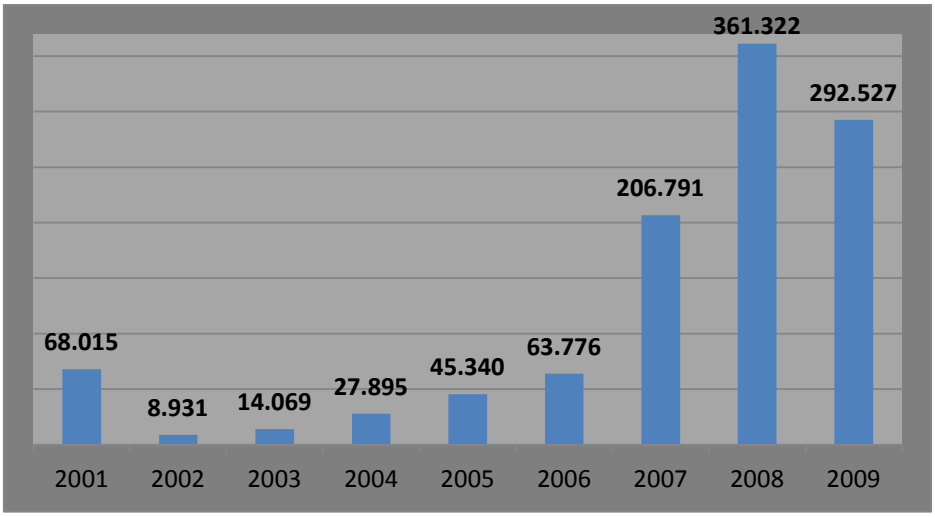


Fuente: Fundación Proteger en base a Nosis.

Sin embargo, al interior del segmento de PyME industriales, los empresarios pertenecientes al sector de elaboración de productos "Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado" son los que históricamente han manifestado mayor preocupación respecto de la presión competitiva por el ingreso de bienes importados, en particular de China, en comparación al resto de las ramas de actividad.
Si bien la proporción del total de MOI provenientes de China conformada por productos textiles y confecciones no es demasiado alta (4,4% entre 2001 y 2009), para 2008 la compra de este tipo de productos a China representó el 25% del total de las importaciones de textiles del país.
Asimismo, cabe destacar que el valor en dólares de las importaciones textiles de origen chino verificó un incremento medio anual del 93% entre 2003 y 2008, ascendiendo a

USD 361.322 mil. Durante 2009 el monto bajó a USD 292.527 mil, pero todavía fue 41% superior al de 2007.

Gráfico 10 – Importaciones argentinas de productos textiles de origen chino
(en miles de dólares)



Fuente: Fundación Proteger en base a Nosis.

Por otra parte, para el 9% de los empresarios la principal presión competitiva proviene de otros países de Asia, el 6% tiene dificultades para competir con bienes de países latinoamericanos distintos de Brasil, y para el 5% la principal amenaza surge de la importación de productos de la Unión Europea.

Expectativas para 2010

En líneas generales, las expectativas de los industriales PyME para 2010 son más optimistas que un año atrás, lo cual, sumado a las señales de reactivación que se evidencian en la última parte de 2009, indicaría una mejora del nivel de actividad en el corto plazo.

El Índice de Confianza Empresaria PyME (ICEPyME)1, que mide el humor del empresariado PyME industrial en una escala del 0 a 100, presentó durante 2009 una tendencia positiva, después de haber caído a lo largo de 2008 y registrado su valor más bajo (27 puntos) en el mes de noviembre de ese año.

Para finales de 2009 el índice midió 40 puntos, ubicándose aún siete puntos por debajo del promedio de la serie.

Si bien el nivel de actividad general de las empresas fue menor en 2009 que en 2008, la percepción de los industriales PyME sobre la situación general de su firma, el sector de actividad al cual pertenecen y el país en general era más pesimista a finales de 2008 que en los meses siguientes.

La proporción de empresarios que espera incrementar sus ventas al mercado interno en 2010 respecto a 2009 ascendió al 36%. Un año antes, las expectativas de los industriales PyME en este sentido eran menos optimistas. El comienzo de la recuperación de la

demanda en los últimos meses de 2009 resultó en una mejora de las proyecciones de ventas por parte de los industriales PyME.
De hecho, el porcentaje que esperaba una caída en la facturación de su empresa para el próximo año pasó del 24% al 16% entre 2008 y 2009. De todas formas, la proporción todavía es alta en comparación al promedio del período 2004-2007 (4,5%).
Una parte importante del empresariado todavía es moderada al momento de proyectar la evolución de sus ventas: en 2009 el 47% de los encuestados pronosticó que su firma registrará el mismo monto de ventas en 2010 respecto al año anterior.
Por otro lado, al interior del segmento de PyME industriales las opiniones de los empresarios respecto a la evolución futura de las ventas difieren de acuerdo al sector de actividad al que pertenecen. En términos generales, muestra mayor optimismo en este sentido el empresariado de fabricación de "Automotores y autopartes" y elaboración de "Alimentos y bebidas".
A su vez, del análisis por región geográfica de localización2 surge que mientras que el 44% de los industriales PyME de Cuyo espera incrementar sus ventas en 2010, en el Noroeste Argentino (NOA) el porcentaje desciende al 22%.

Las expectativas en cuanto a la evolución futura de las exportaciones no cambiaron sustancialmente respecto a un año atrás. En 2009 el 46% de los empresarios exportadores expresó que para 2010 aumentarán las ventas en mercados internacionales, impulsadas por un repunte en la demanda global a partir del inicio de la salida de la crisis internacional. Sin embargo, aún el 43% dijo no esperar cambios y el 11% que caerán.
Es entre las PyME del sector "Sustancias y productos químicos", uno de los más dinámicos dentro de la industria manufacturera con un importante grado de internacionalización, donde se observa la mayor proporción de empresarios optimistas en cuanto a las exportaciones durante 2010 (52%).
Asimismo, desde el punto de vista de la localización geográfica, en línea con lo ocurrido para las expectativas de ventas al mercado interno, el 60% de los industriales PyME de la región de Cuyo esperan incrementar sus ventas en el exterior. En el extremo contrario, sólo el 21% de los empresarios de NOA es optimista en este sentido.

En 2009 el 13% de los industriales PyME planeaba reducir el plantel de personal de su empresa durante 2010. Esta proporción es menor en cinco puntos porcentuales a la del año anterior. Sin embargo, sigue siendo alta respecto al período 2004-2007, en el que no había superado el 7%.
De todas maneras, la gran mayoría de los empresarios (74%) manifestó que no despedirá ni tomará nuevos trabajadores, lo cual también se observa de manera más bien uniforme entre las distintas ramas de actividad de la industria manufacturera y las regiones donde se localizan geográficamente las empresas. Si bien en términos generales las expectativas de evolución de ventas son optimistas no parece esperarse que la ocupación aumente al mismo ritmo que la producción.

Tal como se explicó anteriormente, la caída en los márgenes de rentabilidad constituyó uno de los principales problemas para las PyME industriales durante 2009 (ver Gráfico 5). Sin embargo, a finales de ese año las expectativas de los empresarios en relación al nivel de rentabilidad de su firma para 2010 fueron más bien optimistas.
Para noviembre de 2009 la tercera parte de los industriales PyME manifestó que en los siguientes doce meses incrementaría los márgenes de ganancia cuando un año atrás dicha proporción era menor al 10%. Al mismo tiempo, se observa una reducción de más

de treinta puntos en el porcentaje de empresarios con una visión pesimista sobre la evolución futura de su rentabilidad.
En suma, recuperar rentabilidad parece estar entre los objetivos a alcanzar por parte de las empresas del segmento de PyME industriales para 2010.

Los recursos propios, fundamentalmente compuestos por las ganancias de la empresa, constituyen la principal fuente de financiamiento de las inversiones de las PyME industriales. El optimismo sobre la ampliación de los márgenes de rentabilidad para 2010 resulta en un mayor incentivo a realizar inversiones. Sin embargo, las PyME industriales también buscarán recuperar una mayor utilización de la capacidad instalada de planta, ociosa desde finales de 2008.
De esta manera, si bien durante 2009 todavía uno de cada dos industriales PyME no esperaba modificar sus inversiones en el próximo año, la proporción que buscará incrementar el monto invertido ascendió al 34%. Sólo el 13% de los encuestados manifestó que reducirá sus inversiones en 2010, guarismo seis puntos porcentuales menor al de 2008, pero todavía por encima del promedio de 5% registrado en la fase expansiva de 2004-2007.

3.1.2 Sistema Financiero. Mercado Financiero y de Capitales

3.1.2.1 Sistema Financiero

El financiamiento para la actividad empresarial en la Argentina se encuentra en estado de desarrollo inicial en comparación con los países de la región, y por supuesto, respecto de países desarrollados.

Comparando el stock total de préstamos contra el Producto Bruto Interno (PBI) en Argentina la relación se ubica en torno al 12%, mientras que en promedio en América Latina ronda el 40%. La dimensión del limitado desarrollo local se advierte al compararnos con el 120% promedio de países desarrollados.

Esta realidad usualmente se aborda desde un frente, que consiste en reclamar que las entidades bancarias mejoren su oferta crediticia para el sector productivo en costos y plazos.

Pero también es cierto que muchas empresas no cuentan con información y conocimiento sobre las diversas alternativas de financiamiento a las que podrían acceder. Investigaciones sobre alternativas de financiamiento han identificado numerosas líneas y programas disponibles para financiar adquisición de bienes de capital, proyectos de inversión, inversiones productivas, etc.

El sistema productivo del país se ha caracterizado por un bajo nivel de acceso al financiamiento externo a las empresas (tanto del sistema bancario, como del mercado de capitales). La principal consecuencia de ello ha sido el establecimiento de un horizonte de planificación productiva de corto plazo y una extrema inestabilidad de ingresos durante la fase recesiva del ciclo económico, que impide la concreción de nuevos negocios. Sin un sistema financiero de tamaño adecuado, el sistema productivo sólo funciona mediante la existencia de rentabilidad extraordinaria.

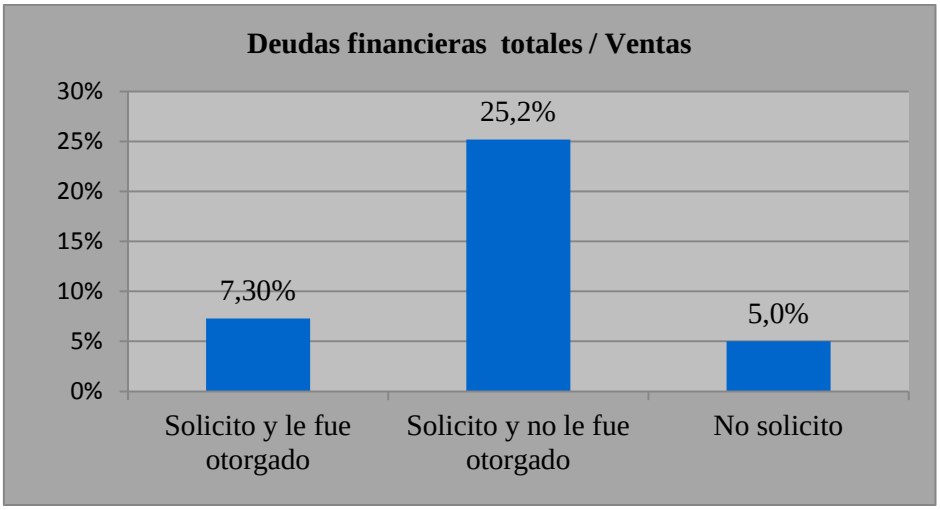
No obstante, el crecimiento de la participación del crédito bancario en el financiamiento de la inversión productiva de las PYME industriales pasó del 8% en 2005 al 25% en 2008.

A pesar del señalado incremento del financiamiento bancario de la inversión de las PYME, las empresas no gozaron de un mayor apalancamiento financiero para consolidar su ciclo de crecimiento. Al contrario, se observa una disminución de la deuda financiera como proporción de las ventas siendo en 2005 del 9.9% en comparación con 2008 del 8.7%. El margen de rentabilidad de las PYME sigue siendo el principal instrumento de financiamiento de los proyectos de inversión. En síntesis, hubo crecimiento pero no hubo profundización financiera.

El seguimiento histórico de los indicadores de acceso al financiamiento bancario por parte de las PYME industriales llevado adelante por el Observatorio PYME permite analizar algunas alternativas.
En los últimos cinco años sólo el 45% de las PYME industriales ha solicitado al menos un crédito distinto al descubierto en cuenta corriente, mientras que el restante 55% no lo ha hecho durante el mismo período. El 75% de las empresas solicitantes de crédito ha accedido al mismo con lo cual desde 2004 una de cada tres PYME industriales accedió a un crédito bancario.

Las empresas autoexcluidas del sistema bancario, aquellas que no han solicitado crédito bancario durante los últimos cinco años, citan tres razones principales: la incertidumbre macroeconómica (33%), el costo financiero elevado (33%) y la existencia de trámites de aprobación largos o complicados (15%).
Los datos del Observatorio PYME proporcionan que las PYME autoexcluidas no están más endeudadas que aquellas que sí concurrieron al banco. Todo lo contrario, tienen un nivel de deuda cinco veces inferior a aquellas PYME que fueron rechazadas por el sistema bancario.

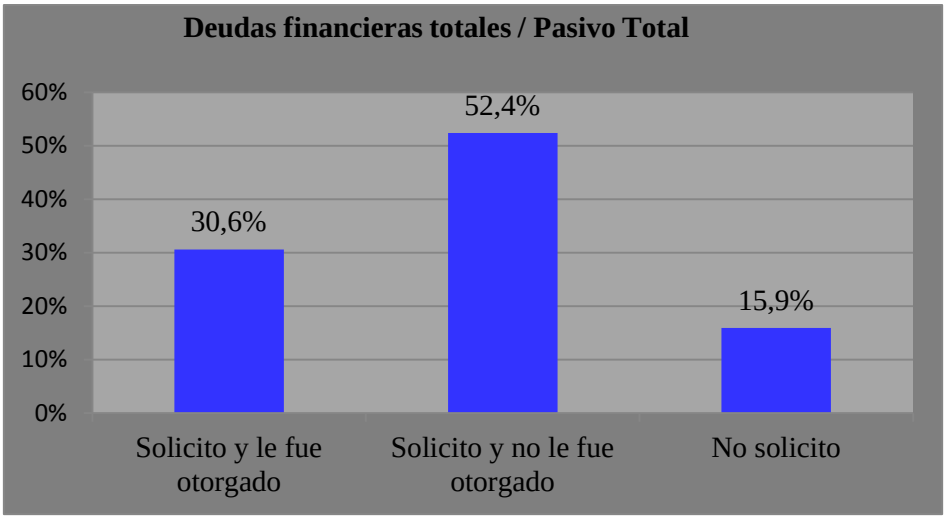
Grafico 11- Endeudamiento financiero total sobre Facturación según situación frente al crédito bancario



Fuente: Encuesta Estructural a PYME industriales, 2008. Fundación Observatorio PYME.

Puede observarse, en el siguiente grafico, que las Pyme autoexcluidas tienen un muy amplio margen de endeudamiento sin peligros de incurrir en ratios de deuda peligrosos para el prestamista. Estas empresas podrían todavía doblar su nivel de deuda financiera sin superar los ratios económico-financiero que los bancos aceptaron para aquellas empresas a las cuales les concedieron el crédito.

Grafico 12 - Incidencia de la Deuda Financiera sobre Pasivos Totales según situación frente al crédito bancario



Fuente: Encuesta Estructural a PYME industriales, 2008. Fundación Observatorio PYME.

La problemática respecto al acceso al crédito bancario por parte de las PyME industriales se explica en parte por la reducida dimensión del mercado de crédito a nivel macroeconómico.
De acuerdo a estimaciones de la Fundación Observatorio PyME en base a los datos de balance de las PyME industriales recabados por la Encuesta Estructural, el endeudamiento financiero total de las firmas asciende a un valor cercano a los 12 mil millones de pesos. En otros términos, la mitad del crédito bancario destinado a la industria manufacturera es absorbido por el segmento PyME.
De esta manera, se observa que las PyME industriales no ocupan un lugar rezagado en la distribución del monto total del crédito al sector privado. Para poder ampliar el nivel de acceso al crédito bancario de estas empresas resulta fundamental la expansión del volumen total de crédito al sector privado a nivel nacional.

3.1.2.2 Mercado de Capitales

Entidades que lo componen:

El mercado de Capitales es un espacio financiero que reúne a oferentes (Emisores) y demandantes (Inversionistas) de valores. Está conformado por la entidad reguladora (Comisión Nacional de Valores), los intermediarios (Bolsa de Comercio, Agentes de Bolsa) y otras entidades: Calificadoras de Riesgo, Caja de Valores, y SGR.

Bolsa de Comercio: es una asociación civil auto regulada, sin fines de lucro cuyos accionistas, son las Sociedades de Bolsa (Agentes) que realizan sus operaciones a través de las Bolsas.
La Bolsa proporciona la infraestructura para reunir la oferta y la demanda, y está legalmente autorizada para admitir, suspender y cancelar la cotización de títulos valores, de acuerdo con sus propios reglamentos, aprobados por la Comisión Nacional de Valores.

Agentes de Bolsa: Son Sociedades Anónimas, autorizadas por la C.N.V, y poseedores al menos de una acción de la Bolsa. Son los únicos autorizados a operar en el ámbito la Bolsa.

Comisión Nacional de Valores: es una institución autónoma e independiente. La misión de la CNV es regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos de la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, de Fondos Comunes de Inversión y de Fideicomisos Financieros y del Decreto de Calificadoras de Riesgo y sus reglamentos, en base a la divulgación de información oportuna, completa y veraz.
Siendo de su alcance, autorizar, suspender y cancelar la oferta pública de acciones. Autorizar la emisión de Títulos Privados, Fondos Comunes de Inversión, Fideicomisos Financieros, Obligaciones Negociables y autorizar el funcionamiento de los Mercados de Futuros y Opciones. Recibir e investigar las denuncias y reclamos presentados por cualquiera de los participantes del mercado de capitales. Requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización. Adoptar las medidas administrativas y disciplinarias.

Caja de Valores: es una Sociedad Anónima, la cual se hace cargo de: Custodiar los valores, realizar la liquidación de las operaciones realizadas con los valores depositados. Llevar el registro electrónico de las operaciones Administrar los valores (cobro de dividendos, cupones, amortizaciones e intereses), previa autorización del depositante.

Sociedad de Garantía Recíproca (SGR):
Son empresas, autorizadas a funcionar por la SEPYME, que proveen servicios financieros a las PYMES, mediante la emisión de avales. Están constituidas por: Socios partícipes: únicamente los titulares de las pymes, sean personas físicas o jurídicas y Socios protectores: todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo de las S.G.R. Las SGR, son, fundamentales, en la primera experiencia de las empresas en el mercado de capitales.

La SGR, dividirá el estudio de la empresa en dos líneas:
Financiera: se debe asegurar la capacidad de repago de la operación.
Patrimonial: Se deberán presentar contragarantías que respalden la operación, por ejemplo: hipotecas, prendas, warrants, documentación de comercio exterior (letras a cobrar, cartas de créditos), y existen otras posibilidades, no tan habituales, como ser, cesión de facturas a cobrar, cesión de "marca" y cesión de flujo de fondos. Una vez aceptada la operación por la SGR, se obtiene un aval de la misma, y la SGR, se constituye en un avalista de segunda instancia

Instrumentos

Cheques de Pago Diferido

El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras.

En sentido estricto, el cheque de pago diferido es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente, o autorización para girar en descubierto.

Los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación:

- En el sistema patrocinado, una empresa grande o pyme es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales.
- En el sistema avalado, las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). La SGR autorizada por la Bolsa puede cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes y garantizar el pago mediante un aval.

Obligaciones Negociables – Pymes

Las obligaciones negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que las emite y pueden ser colocadas entre el público inversor calificado mediante su cotización y negociación en la Bolsa.

Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir estos valores bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Pueden emitir ON Pymes aquellas sociedades que califiquen dentro de la disposición 147/2006 (Sepyme) o de la resolución general 506/2007 (CNV), y que a su vez cumplan con los requisitos del régimen ON Pyme de la BCBA.

El emisor se obliga a realizar los pagos de servicios de interés y de amortización de capital y a cumplir con todas las condiciones estipuladas en el prospecto de emisión del instrumento.

La emisión de ON Pyme para el financiamiento de pequeñas y medianas empresas cuenta con una serie de ventajas:

- la presentación de información contable básica, una vez autorizada la cotización,
- menor costo financiero total respecto de otras alternativas disponibles,
- acceso a una gran cartera de inversores,
- la disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles de la economía,
- un sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda,
- la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa,
- el acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al cotizar en Bolsa.

Fideicomisos Financieros

Se trata de una herramienta financiera mediante la cual las empresas, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil.

Es así como los bienes fideicomitidos quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes y la pyme y su balance quedan fuera del instrumento. De esta manera, aún teniendo dificultades, una empresa con buenos negocios proyectados puede ingresar al sistema.

El hecho de que los bienes fideicomitidos queden separados del riesgo comercial de la empresa, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos. La mejor calificación de riesgo y las mejores garantías implican un menor costo de financiamiento para la emisora. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual.

El fideicomiso financiero es una herramienta muy útil para disminuir el riesgo y, como consecuencia, obtener financiamiento a un costo menor al de fuentes de fondos tradicionales.

Bienes fideicomitidos

Los bienes fideicomitidos pueden ser cualquier derecho o cosa que pertenezca a la empresa, siempre que sea transferible. Por ejemplo:

- valores negociables
    - acciones
    - obligaciones negociables

    - cuota partes de fondos comunes de inversión;
- títulos cambiarios
    - pagarés
    - letras de cambio
    - cheques
    - facturas de crédito;
- créditos personales, contratos de leasing, derechos de cobro.

Partes que intervienen en un fideicomiso financiero

El fiduciante agrupa los créditos a transmitir en su condición de acreedor original de tales activos. Su interés en lanzarse a un proceso de titulización (o securitización) puede originarse en la imposibilidad de obtener créditos por las vías convencionales o por no poder acceder a la oferta pública a través de la emisión de títulos propios.

El fiduciario administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos y suministra a la BCBA información periódica relacionada con el fideicomiso para su difusión al público inversor.

Participación o deuda

El fideicomiso financiero permite que los derechos de los beneficiarios se encuentren representados por dos tipos de valores fiduciarios:

- Los certificados de participación; que son emitidos por el fiduciario, y
- Los títulos representativos de deuda, que pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

Liquidez

Es importante advertir que las condiciones de emisión de los fideicomisos financieros para pymes (tasas y plazos) los convierten en una alternativa de inversión muy atractiva para adquirir y mantener hasta su vencimiento, de manera que no puede asegurarse la existencia de un mercado secundario para estos instrumentos, ni su liquidez en un mercado secundario, si existiere.

Reglamentación

La reglamentación que rige a los fideicomisos financieros se encuentra en la Ley 24.441 y normas de la CNV.

Ventajas

El financiamiento a través de los fideicomisos financieros permite:

- transformar activos ilíquidos en activos financieros líquidos,
- que los bienes cedidos queden exentos de la acción de los acreedores,

- que la empresa y su balance sean independientes del instrumento.
- que la evaluación crediticia se realice sobre el negocio y no sobre la empresa,
- que en la medida que tengan buenos negocios proyectados, las empresas con dificultades financieras puedan acceder igualmente al financiamiento,
- distribuir los costos fijos cuando se trata de una emisión de un grupo de empresas

Acciones - Pymes

En la Bolsa, las pymes cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

De esta manera, pueden abrir su capital incorporando nuevos socios a través del aumento del capital social, con la emisión de nuevas acciones.

Mediante su cotización en la Bolsa, estas acciones se colocan entre el público inversor, convirtiéndose en un nuevos socios, a diferencia de las demás alternativas de financiamiento asumiendo el rol de acreedor de la sociedad. Es importante aclarar que las acciones pymes sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV (ver Resolución General 506/2007).

Las acciones lanzadas a la oferta pública son negociables en el mercado de capitales una vez realizada la colocación en el mercado primario. Luego, el precio de la acción estará determinado por la interacción de oferta y demanda entre los inversores en el mercado secundario, quienes podrán desprenderse de su participación cuando así lo deseen sin afectar el capital social de la empresa.

Pueden emitir acciones pymes aquellas pequeñas y medianas empresas que califiquen dentro de la disposición 147/2006 de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme) o de la resolución general 506/2007 de la Comisión Nacional de Valores (CNV), y que a su vez cumplan con los requisitos del régimen acciones pyme de la BCBA.

Ventajas

Además de las ventajas generales para toda sociedad que cotiza en Bolsa, la emisión de acciones Pyme como canal de financiamiento:

- es conveniente para aquellas empresas que no desean asumir deuda y prefieren incorporar socios,
- permite a la pyme encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores no podría y
- aporta una valoración objetiva de la empresa y facilita la resolución de situaciones familiares

Otras Alternativas de Financiamiento

Alternativas de Financiamiento provistas desde la Subsecretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme)

La Sepyme posee programas y acciones que operan sobre la facilitación del acceso al crédito y sobre el mejoramiento de las condiciones de financiación. A continuación se enumeran los programas vigentes focalizados en las pequeñas y medianas empresas.

Fonapyme (Fondo Nacional de la Pequeña y Mediana Empresa – Ley 25.300): Créditos para estimular y consolidar proyectos productivos.

Régimen de Bonificación de Tasas: Créditos a corto y mediano plazo a tasas reducidas.

Sociedades de Garantías Recíprocas: Otorgamiento de garantías para mejorar el acceso al crédito.

Plan de renovación de flota del transporte automotor de cargas: Compensación por la destrucción total de la unidad usada y el otorgamiento de un crédito con tasa bonificada

Fonapyme

Comprar bienes de capital, construcción o instalaciones suele ser uno de los requisitos necesarios para el crecimiento de las pymes.
La Sepyme realiza diferentes convocatorias al año para que las empresas interesadas presenten sus proyectos de inversión solicitando financiamiento para la adquisición de bienes de capital nuevos, construcción e instalaciones.
El Fonapyme está destinado a empresas manufactureras, transformadoras de productos industriales, prestadoras de servicios industriales, agroindustriales y del sector de la construcción.

Las principales características de una convocatoria de Fonapyme Industria se enumeran a continuación:

• La tasa de interés es el 50 % de la tasa de cartera general del Banco de la Nación Argentina, equivalente a la fecha al **9,43 % anual.**
• Para proyectos de inversión, bienes de capital, construcción e instalaciones (hasta el 70% del proyecto) y materias primas (sólo asociado al proyecto y hasta el 10% del monto del crédito).
• Los montos a financiar pueden variar entre **$100.000 y $800.000.**
• El plazo del crédito es **de hasta 60 meses, con hasta un año de gracia para la amortización del capital.**
• La presentación de los proyectos podrá realizarse hasta **las 12 horas del 31/08/2010,**

30/09/2010,31/10/2010 y 30/11/2010.

• Destinado a empresas manufactureras y transformadoras de productos industriales, prestadoras de servicios industriales, agroindustriales y del sector de la construcción.

• **Requisitos:** pymes con un mínimo de 2 años de antigüedad, con ventas totales anuales no superiores a: Industria y agroindustria: $82.200.000 / Servicios industriales: $28.300.000/ Construcción: $37.700.000.

Objetivo:

El Llamado a Concurso Público de proyectos "FONAPYME INDUSTRIA" está dirigido a apoyar proyectos de inversión orientados a incrementar la capacidad y/o eficiencia en los procesos vinculados con la generación de valor.
Serán considerados de carácter prioritario aquellos proyectos cuyo desarrollo determine una mejora objetiva en los procesos, entendiéndose por tal:

1. Ampliación de la capacidad instalada a través de la incorporación de bienes de capital asociados a la actividad de la empresa.
2. Inversiones en infraestructura que tengan por objeto el desarrollo sustentable de la empresa.
3. Creación de nuevas líneas de productos/servicios que representen una necesidad en el mercado.
4. Modernización tecnológica de la empresa.
5. Mejora de los actuales productos/servicios en características objetivas, como ser calidad, prestaciones u otros atributos.
6. Incorporación de equipo de producción, automatización y/o robotización que permita reducir costos de producción y/o incrementar su participación en el mercado.
7. Innovaciones de procesos, productos/servicios destinados a satisfacer demandas insatisfechas en los diferentes mercados.

Así también, cabe mencionar la resolución que determina la clasificación de pequeña y mediana empresa de acuerdo a los niveles de ventas por sector.

Resolución nº 21/2010 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional

Tamaño / Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
Pequeña	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
Mediana	24.100.000	82.200.000	111.900.000	28.300.000	37.700.000

Régimen de Bonificación de Tasas

Es un Régimen por el cual las entidades financieras pueden otorgar préstamos a tasas reducidas a las pymes.

Líneas vigentes
Financiamiento de Inversiones Productivas (Convenio con BNA)
Financiamiento Capital de Trabajo e Inversiones (Sector Turismo)
Línea de financiamiento para adquisición de bienes de capital e inversiones
Línea de financiamiento para adquisición de capital de trabajo e inversiones
Programa para el Desarrollo Regional y Sectorial (PRODER)

A continuación se detalla las condiciones y requisitos de la línea de financiamiento de Inversiones Productivas.

Financiamiento de Actividades Productivas para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa – Reglamentación 400

Entidad financiera: Banco de la Nación Argentina
Cupo de Crédito: $ 500 Millones.
Vigencia: Hasta agotar el cupo, con fecha límite 30/11/2010.
Destinatarios: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, bajo cualquier forma societaria o unipersonal, de los siguientes sectores de actividad:
• Piscicultura (criadero de peces y otros frutos acuáticos). Explotación de criaderos de peces, granjas piscícolas y otros frutos acuáticos (acuicultura).
• Industria manufacturera.
• Construcción.
• Electricidad, gas y agua.
• Servicio de Transporte, almacenamiento y comunicaciones.
• Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos.
• Servicios Informáticos y actividades conexas.
• Servicios sociales y de salud.
• Eliminación de desperdicios, y aguas residuales servicios de saneamiento y servicios similares.
• Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos.
• Investigación y desarrollo.
Destinos:
• Adquisición de bienes de capital nuevos de origen nacional.
• Construcción, Instalaciones, Otros equipos, Tecnología y Proyectos de Inversión.
• Los créditos debe estar destinados a inversiones directamente relacionadas con las actividades incluidas.

Destinos excluidos:
• Compra de inmuebles rurales o de cualquier índole (campos, terrenos), salvo que la adquisición de dicho inmueble sea estrictamente necesaria para el desarrollo del proyecto de inversión de que se trate, y no conforme el principal destino financiable.
• Vehículos para el transporte de personas, salvo aquellos destinados a dinamizar y/o aumentar la productividad en el objeto principal del emprendimiento (por ejemplo: para transporte público urbano, suburbano y de larga distancia).
• Construcción de inmuebles para vivienda.
• Bienes de Capital e inversiones de origen extranjero.
• Adquisición de equipos de Gas Natural Comprimido para vehículos automotores.
• Gastos de evolución.
• Refinanciación de pasivos en mora.

Montos: Máximo de hasta el 80% del precio de compra del bien de capital o proyecto de inversión, según sea el caso, sin incluir el Impuesto al Valor Agregado, sin superar la suma de $ 800.000.
Plazos: hasta 60 meses.
Tasas de interés: Fijas y en pesos

			BONIFICACIÓN SEPYME		Tasa final para la pyme con buen cumplimiento	
Región	Tasa vigente línea 400	Bonificación BNA por buen cumplimiento	Para todos los sectores	Para sectores con bonificación adicional	Para todos los sectores	Para sectores con bonificación adicional
NORTE GRANDE	13%	0,50%	2%	1%	10,50%	9,50%
RESTO DEL PAÍS	15%	1%	2%	1%	12%	11%

Moneda: Pesos, para todos los destinos.
Sistema de Amortización: alemán. La periodicidad del pago de las amortizaciones de capital se pactarán con el cliente de acuerdo con el flujo de fondos y conforme la estacionalidad de sus ingresos, pudiendo ser mensual, trimestral o semestral.
El pago de intereses se producirá con una periodicidad igual o menor que la pactada para la amortización del capital.
Período de gracia**:** Hasta 6 meses, incluidos en el plazo de la operación, y sólo para capital.
Garantías: A consideración del Banco.

Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)
Muchas veces las pymes no acceden al crédito por suponer que implican para el acreedor un riesgo excesivo.

Las SGR son sociedades **cuyo fin es facilitar a las pymes el acceso al crédito a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones.**

Etapas para obtener una garantía:

Plan de renovación de Flota del Transporte Automotor de cargas

Objetivo del Plan
Permitir a la PYME transportista la adquisición de una unidad cero kilómetro mediante la entrega para destrucción de una unidad de antigüedad superior a 30 años.
Los beneficiarios del Plan serán aquellos que reúnan los siguientes requisitos:
• Toda aquella PyME transportista,
• Que posea un camión de categoría N2 o N3 de más de 30 años de antigüedad.
• Que resulte sujeto de crédito para el Banco de la Nación Argentina.
• Que cumpla la totalidad de requisitos legales establecidos por el Decreto Nº 353/2010 y normas complementarias y/o modificatorias

El beneficio está compuesto por dos partes inescindibles*:
Una compensación por la baja, destrucción total y compactación de su unidad usada de entre $25 mil y $35 mil según la antigüedad de la misma.
El otorgamiento de un crédito con garantía prendaria del BNA a tasa bonificada (2 ptos) por la Sepyme, por un monto máximo de ciento sesenta mil pesos ($160.000).

*No se puede acceder a solo uno de los beneficios y para eso debe cumplir todos los requisitos.

El objetivo del plan es alcanzado por medio de la articulación de las siguientes entidades:

• El Ministerio de Industria, a través de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional – y ésta a su vez a por medio de la Subsecretaría de Promoción al Financiamiento de la PYME – y de la Secretaría de Industria y Comercio

• Banco de la Nación Argentina

•Federación Argentina de Entidades Empresarias del Autotransporte de Cargas (FADEEAC)

•Ministerio de Planificación Federal de Inversiones Públicas y Servicios a través del Registro Único del Transporte Automotor (R.U.T.A.) dependiente de la Secretaria de Transporte

•Ministerio de Justicia, Seguridad y Derechos Humanos a través de la Dirección Nacional de los Registros Nacionales de la Propiedad del Automotor y de Créditos Prendarios

•Administración Federal de ingresos Públicos (AFIP)

3.2 Desarrollo Teórico

3.2.1 La visión de Modigliani y Miller

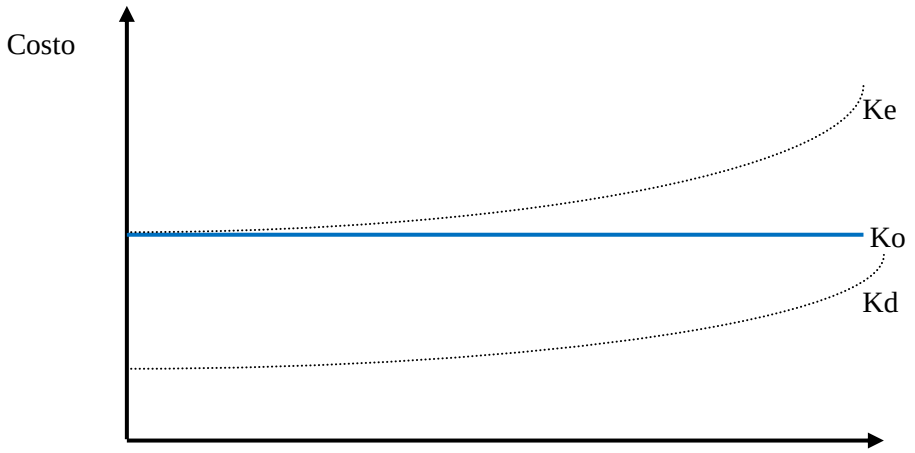
3.2.1.1 La teoría de Irrelevancia de la estructura de capital. Visión de Mercados Eficientes

El trabajo de Modigliani y Miller (1958) implico un cambio en el enfoque del análisis de la estructura de capital de las empresas. La existencia de mercados de capitales eficientes supone que el valor de las empresas depende de la capacidad de la firma de generar flujos de fondos operativos a partir de la inversión efectuada, actualizados a una tasa de costo de capital relacionada al riesgo operativo, independiente de la estructura de capital de la inversión (Proposición I)

La tasa de costo de capital es constante y está asociada al nivel de riesgo de los flujos del negocio. Si el apalancamiento financiero aumenta, el mayor riesgo asumido por los accionistas, hará que aumente la tasa de los costos propios, compensando los de un menor costo de los fondos de terceros (proposición II Modigliani y Miller)

La ecuación seria: $Ko = Ke + (Ke – Kd) D/E$

Grafico 13- Tasa de Costo de Capital de acuerdo a Modigliani y Miller



Como señala Sogorb (2002), el trabajo de Modigliani y Miller formuló una teoría sobre la estructura de capital independiente de la necesidad de establecer supuestos sobre las preferencias de los inversores respecto al riesgo y su implicancia sobre el costo de capital de las firmas. Este aporte relevante al marco teórico, no es suficiente para no considerar los principales cuestionamientos a los supuestos que están detrás de las hipótesis desarrolladas. (Ver Harris et al, 1991; Breadley et al, 1998; Sogorb et al, 2002)

El modelo de equilibrio de Modigliani y Miller supone la existencia de mercados perfectos y eficientes, lo cual supone:

- Inexistencia de impuestos a las empresas y personas
- Inexistencia de costos de transacción
- Inexistencias de asimetrías y costos de relevantes de la información
- La tasa de interés es igual para prestamistas y prestatarios
- Empresas se agrupan en clases de rentabilidad equivalentes e igual riesgo operativo.
- Expectativas homogéneas sobre el flujo y el riesgo de los flujos financieros de la firma por parte de los inversores
- La deuda posee un costo cierto y constante, libre de riesgo. Asume que el endeudamiento empresarial y personal son sustitutos.

La introducción de cada uno de los supuestos anteriores en el análisis de la estructura de capital ha dado origen a nuevos enfoques de la estructura de capital. El primero de ellos fue realizado por los propios Modigliani y Miller (1963)

3.2.1.2 La consideración de los impuestos en el análisis por parte de Modigliani y Miller

Modigliani y Miller (1963) incluyen en su segundo trabajo la consideración de los impuestos a las ganancias de las empresas, concluyendo que la mejor opción para las empresas seria financiarse únicamente con fondos de terceros.

Al gravar el impuesto a las ganancias de las empresas, el resultado luego de deducir los intereses de deuda, dos empresas pertenecientes al mismo sector, con igual resultado operativo y nivel de riesgo, con estructuras diferentes de financiación, tendrán flujos netos diferentes. La empresa con mayor endeudamiento generaría ahorros fiscales por los intereses de la deuda (escudo fiscal) generando flujos de fondos mayor. Debido a ello el valor de la firma aumentaría. El valor de la empresa seria igual al flujo de fondos operativos descontado a la tasa de costo de capital más el flujo de fondos generado por el ahorro fiscal actualizado a la misma tasa. Con la proposición I, de irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la firma, ya no se cumpliría.

En un contexto de impuestos sobre las ganancias, también se vería afectada la proposición II. El costo promedio ponderado del capital va disminuyendo a medida que aumenta el endeudamiento. La nueva formulación de la tasa de costo de capital es

$$Ko = Ke + (Kee – Kdi) (1- t) D/E$$

La evidencia empírica nos indica que las empresas no se financian con obligaciones únicamente, por lo cual es necesario encontrar otras variables explicativas de la estructura de capital de las firmas. En este contexto Angelo y Masulis (1980) plantean la posibilidad que las empresas no puedan en algún periodo hacer uso del escudo fiscal totalmente, si no obtienen resultados operativos suficientes. Asimismo la existencia de impuestos personales podrían neutralizar las ventajas de la deducción de intereses (Miller, 1963), y la existencia de otros escudos fiscales, como las amortizaciones de activos (Titman y Wessels, 1988)

3.2.2 Teoría del Trade off o equilibrio estático

La teoría de trade off o equilibrio estático introduce a los costos de quiebra o también denominados de dificultades financieras, como variable explicativa de la estructura de capital.

Según Mora (1964) una empresa se encuentra en dificultades financieras, cuando no puede hacer frente a la cancelación de los compromisos adquiridos en tiempo y forma. La quiebra es un proceso legal en el cual la justicia podría decidir la disolución de la sociedad a partir de constatar que los pasivos superan a los activos de la empresa.

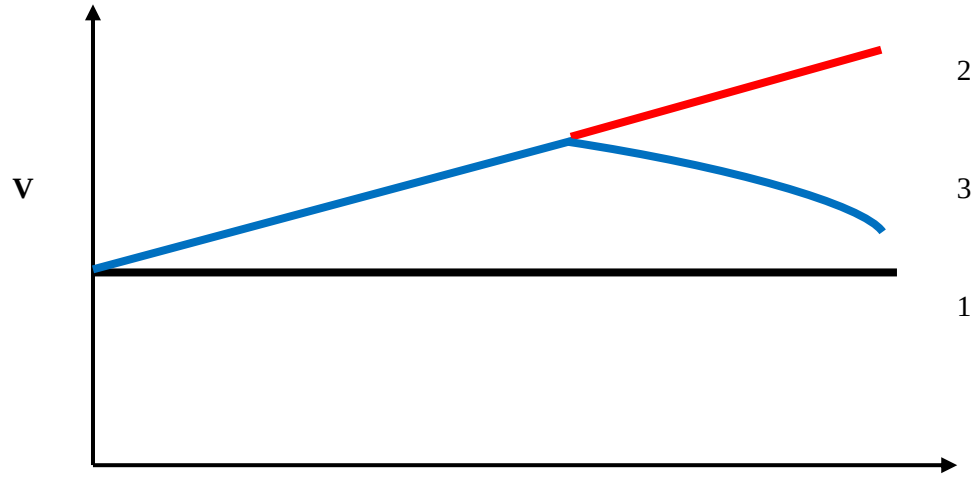
Una empresa endeudada tiene una probabilidad no nula de tener dificultades financieras y estas aumentan con el nivel de apalancamiento. Ello ocasiona costos a la firma que pueden presentarse, incluso, antes de ocurrido efectivamente el problema.

Investigaciones realizadas por Fama (1978); Altman (1984); Ang, Chua y Mc Connell (1982); Bebczuk (2000) y Zingales (2000), muestran la existencia de costos directos e indirectos asociados a las probabilidades de enfrentar dificultades financieras. Los costos directos refieren a los desembolsos financieros para hacer frente a los gastos específicos que generan las dificultades, como ser, honorarios profesionales, costos judiciales, otros profesionales, etc. Los costos indirectos refieren a aspectos cualitativos como ser la pérdida de imagen de la compañía, el aumento de costo de los laborales para retener a los empleados, conflictos laborales, pérdida de clientes, problemas con los proveedores, pérdida de beneficios fiscales, etc.

Estudios empíricos han estimado que los costos directos e indirectos podrían llegar a representar hasta el 20% del valor de la compañía (Sogorb, 2002)

La introducción de los costos de quiebra en el análisis de la estructura de capital se encuadra dentro de los planeamientos que buscan una estructura óptima de capital. La proporción óptima de obligaciones y capital propio, la situación de equilibrio, se daría en el punto en el cual los beneficios marginales por la utilización de deuda se igualan a los costos marginales asociados a las dificultades financieras. Así, el valor de la firma aumenta a medida que se incrementa el nivel de apalancamiento hasta un punto en el cual una unidad adicional haría disminuir el valor de la empresa produciendo una situación de desequilibrio. En el grafico 3.3 se pueden observar las consecuencias sobre el valor de la firma de la teoría del equilibrio estático y su comparación con resultados esperados de acuerdo a Modigliani y Miller.

Grafico 14 - Teoría del Equilibrio Estático o trade off



(1) Representa el valor de empresa para MyM (1958)
(2) Representa el valor de empresa para MyM (1963)
(3) Representa el valor de empresa para la teoría del trade off

Fuente: Sogorb (2002) en base a Brigham et al (1999)

Las principales críticas formuladas al planteamiento de la teoría observa que los costos de quiebra resultan insignificantes respecto a los beneficios fiscales generados por los intereses de la deuda (Miller, 1977). Además, Miller señala que ante cambios en los tipos impositivos no ha podido observar modificaciones en la estructura de capital de las firmas, como debería esperarse de acuerdo a la teoría.

Tampoco se observa en la realidad que las empresas mantengan un nivel uniforme de apalancamiento frente a la misma estructura óptima de capital o que las empresas del mismo sector con iguales objetivos de estructura óptima, no presenten el mismo apalancamiento. Myers (1984) introduce el concepto de costos de ajuste (costs of adjustment) para explicar esta situación. Los costos de ajuste corresponden a los costos de transacción necesarios para que la empresa se adapte a los cambios que las variables del entorno provocaron en su estructura de financiación. Si no existieran costos de ajuste la teoría seria correcta según Myers.

Según Shyam-Sunder y Myers (1999) la evidencia empírica a favor de la teoría es muy amplia, y en particular el autor identifica las trabajos de Titman et al (1988), Taggart (1977), Marsh (1982), Auerbach (1985), Jalilvand et al (1984) y Opler et al (1994)

De los supuestos de la teoría se deduce que a mayor rentabilidad de las firmas deberíamos encontrar un mayor nivel de apalancamiento. La evidencia empírica, como veremos más adelante, en general encuentra relaciones negativas entre la rentabilidad y el grado de endeudamiento de las firmas. Por lo cual se refutaría su validez. Sin embargo, Frank y Goyal (2003) refutan la validez de esta conclusión, aduciendo que los resultados encontrados obedecen a errores metodológicos.

3.2.3 La teoría de los costos de agencia. Un nuevo trade off de equilibrio

3.2.3.1 La teoría de agencia

La teoría de agencia postula que las firmas son un nexo de contratos, que reflejan relaciones de agencia entre los diferentes factores productivos. Algunos de los contratos de agencia entre principal y agente en las empresas se presentan en forma explícita, como son las relaciones entre los accionistas y los directivos. Entre otros casos dichos contratos son implícitos, como ser entre los directivos y los clientes de la firma (Giner, 1995).

La explicación de la estructura de capital de las empresas a partir de la teoría de la agencia, encuentra en Jensen y Meckling (1976) a sus promotores más destacados. Pero, como señala, Harris et al (1991), construyeron sus trabajos a partir de las investigaciones de Fama y Miller (1972).

El concepto central de la teoría de la agencia, es la conceptualización de la empresa como formada por un conjunto de intereses en conflicto de distintos agentes del mercado, que se relacionan a través de contratos. Contratos, que como señala Giner (1995), especifican las reglas de juego dentro de la organización, incluyendo las tres áreas críticas: sistema de evaluación, sistema de recompensa y asignación de derechos de propiedad.

La conceptualización de la empresa como una síntesis de intereses contrapuestos, conlleva a la consideración de cuáles son las posibles decisiones que tomaran los diferentes agentes relacionados, a partir de sus percepciones sobre rentabilidades y riesgos asociados a cada uno de ellos. Los costos de agencia surgen de los diferentes incentivos que poseen cada uno de los grupos de interés relacionados (Jensen et al, 1976), y se corresponden con las pérdidas que sufre el principal.

En relación a la estructura de capital Jensen et al (1976), destaca dos relaciones como relevantes para explicar la estructura de capital de las compañías: el conflicto entre los accionistas y los directivos, y el conflicto entre los accionistas y los acreedores financieros. La consideración conjunta de los costos de agencia y el papel de la deuda en la disminución del grado de los conflictos impacta en la estructura óptima de capital (Harris et al 1991)

Conflicto entre accionistas y administradores

Respecto a los conflictos entre administradores y accionistas, el más importante refiere a la insatisfacción de los administradores, que no participan en forma proporcional de las ganancias de su gestión. Por lo tanto, se verían tentados a incurrir en gastos superfluos, pero que aumentan su beneficio personal, a costa del valor de la firma. Jensen (1986) sugiere que la participación de los administradores en el patrimonio y la existencia de deuda, disminuyen los costos de agencia relacionados con este conflicto. Los fondos de libre disponibilidad para los administradores más el incremento proporcional en el capital, por la existencia de la deuda, disminuyen la posibilidad de incurrir en costos superfluos.

Jensen (1986) sostiene que debería esperarse que las empresas con mayores flujos disponibles (generalmente las más maduras) y con menores oportunidades de crecimiento, presenten mayores niveles de endeudamiento.

Otro problema de agencia entre directivos y accionistas, señalado por Harris et al (1991), refiere a la renuncia a liquidar a la empresa cuando esta opción sería la mejor para los accionistas. En este caso la existencia de deuda mitiga el conflicto, dado que los acreedores sí ejecutarían la liquidación de la firma. También se puede deducir que las empresas con mayores activos tangibles presentan mayor disposición a la liquidación y por lo tanto es dable esperar mayores niveles de apalancamiento.

Por último se puede presentar la situación en la cual la existencia de deuda limite a un punto tal el flujo de libre disponibilidad, que impida a la empresa aprovechar las oportunidades de inversión con valor actual neto positivo (Stela ,1990)

Conflicto entre acreedores y accionistas-directores

Jensen et al (1976) identifica como el problema de sobreinversión o de sustitución de activos como el más relevante entre los conflictos entre acreedores y accionistas.

El problema de sobreinversión o de sustitución de activos refiere a la situación en la cual una vez otorgado el crédito, el nuevo proyecto financiado con deudas a una tasa superior que la deuda anterior, hace que aumente el riesgo para toda la deuda, y por lo tanto disminuya su valor de mercado, aumentando su costo. Ante esta situación, los

directivos podrían verse tentados a emprender proyectos muy riesgosos, dado que en caso de fracaso, los mayores perjudicados serán los acreedores financieros. Este es un típico problema de riesgo moral para los bancos. Estos problemas pueden ser gestionados, de acuerdo a Jensen, a través de contratos de deuda y /o existencia de activos que garanticen las operaciones (colaterales).

Diamond (1989) no comparte totalmente las conclusiones de Jensen sobre el conflicto entre acreedores y prestamistas de sustitución de activos. Incorpora la variable reputación como determinante del comportamiento de los empresarios en la gestión de los problemas de sustitución de activos. Desde su perspectiva, la reputación es un activo que los directores-accionistas desean mantener, por lo cual no estarían dispuestos a tomar decisiones de inversión no óptimas.

Por último, otro conflicto de agencia entre acreedores y accionistas formulado refiere a los problemas de subinversión (Myers, 1977). Se refiere a la posibilidad que el empresario no realice una inversión para aprovechar una oportunidad muy rentable, al considerar que el único beneficiario de los nuevos flujos serán los actuales acreedores de la compañía. Desde este punto de vista, empresas muy endeudadas, no tendrían incentivos para realizar inversiones a largo plazo y rentables. Las empresas preferirían realizar inversiones menos rentables y a corto plazo, con el objetivo de poder disponer de los fondos. Este es un típico problema de selección adversa.

En síntesis, los autores sostienen que será posible buscar una estructura de capital óptima a través de la gestión del trade off existente entre los beneficios asociados a la deuda en la gestión de los conflictos entre directores y accionistas (mayor eficiencia de los directores y evitar el problema de renunciar a liquidar) y los costos de agencia que la deuda genera entre acreedores y prestamistas (sustitución de activos y subinversión en caso de alto endeudamiento)

Es decir, que al aumentar el nivel de apalancamiento de las firmas, los costos de agencia asociados a la deuda se incrementan, disminuyendo los asociados a los accionistas, existiendo un punto en el cual, se minimizan los costos de agencia, en el cual se encontraría la estructura óptima de capital.

Algunas consideraciones sobre la pymes y mercados emergentes

Desde la perspectiva de las pymes o para las empresas que desarrollan sus negocios en países con mercados no desarrollados, el conflicto relevante para comprender la estructura de capital, es el que presenta entre empresarios y acreedores. Esto obedece a que en estos casos, generalmente, coinciden con los propietarios y directores de las firmas.

Según Aybar et al (2004), los costos de agencia incentivan a los accionistas a procurar una estructura de capital que los beneficie, sin importar si perjudica a los acreedores financieros y si disminuye el valor óptimo de las empresas.

3.2.3.2 Trade off considerando los beneficios de la deuda y los costos de agencia

Siguiendo a Leland (1998) y a Sogorb (2002), si analizamos en forma conjunta los beneficios fiscales asociados a la deuda, los costos de quiebra y los costos de agencia,

obtenemos una teoría de trade off, que postula que el nivel objetivo de apalancamiento debería ubicarse en el punto en el cual los beneficios marginales de una unidad adicional de deuda se iguala con los costos marginales totales, que incluyan los costos de quiebra y agencia. Para Jensen et al (1976) los costos de quiebra son parte de los costos de agencia, por lo cual en su planteamiento estaría ya considerado el efecto de los mismos en la determinación del punto optimo sugerido por el autor.

3.2.4 La información asimétrica. Teoría de la jerarquía de preferencias

3.2.4.1 Asimetría de la información de mercado

Las teorías económicas relacionadas al campo de la economía de la información han levantado los supuestos neoclásicos sobre la consideración que existe acceso libre a la información y que no existen costos relacionados a su obtención (Ross, 1977; Myers, 1984)

Las relaciones de los agentes en los mercados así como las relaciones contractuales en el interior de las firmas, presentan problemas de asimetría de información, que generan impactos en los costes de agencia así como en las decisiones que toman los distintos grupos de interés involucrados. En particular los agentes que están dispuestos a comprar un activo financiero, pedirán un descuento ante las dudas que las asimetrías de información provocan. Este es el principal costo de asimetría para el vendedor.

Resulta evidente que la información que los directivos de las empresas disponen sobre la situación económica y financiera, así como de las previsiones de flujos de fondos (oportunidades y rentabilidades esperadas) y el riesgo asociado, es mayor a la que acceden los inversionistas (accionistas sin participación directiva y acreedores financieros). Esta asimetría informativa, va a influir en las decisiones que los directivos e inversionistas deben tomar, y por consiguiente, entre otras, afectarán las decisiones de estructura de capital (Barclay y Smith, 1999).

Las asimetrías de información generan costos, relacionados a la obtención de información o a los potenciales errores que podrían incurrir por una información asimétrica. Existen dos riesgos de acuerdo a la teoría que se presentan ante problemas de asimetría de información, denominados, riesgos de selección adversa y riesgo moral. El riesgo de selección adversa refiere a la posibilidad de que las decisiones a priori no sean las correctas (ejemplo de los problemas de subinversión ya descritos); el riesgo moral refiere a las decisiones a posteriori, en las cuales el agente opta por alternativas que perjudican al principal (ejemplo de las decisiones de sobreinversión). En particular Stiglitz et al (1981) ha explicado cómo el racionamiento del crédito por parte de los bancos es la respuesta a la gestión de estos riesgos y no solamente un aumento constante de la tasa de interés frente a proyectos más riesgosos.

Estos costos se observan tanto en el encarecimiento de la tasa de costo del capital ante situaciones de asimetría de capital (Garleanu y Pederse, 2001), como en los costos directos de ofrecer la información con el objetivo de disminuir las diferencias.

Myers et al (1984) señala que el sólo hecho de existir separación de propiedad y dirección en la empresa, provoca asimetrías de información, que no sólo se relacionan a información confidencial que los directivos no quieren que la competencia conozca. El conocimiento que la dirección adquiere de la organización es un activo intangible, que ningún proceso de seguimiento y esfuerzo conscientes de los inversionistas externos (accionistas y acreedores) podrán adquirir.

De acuerdo a Harris et al (1991), a partir de la constatación de la asimetría de la información como un factor determinante en las políticas de la estructura de capital de las empresas, existirían dos grandes propuestas:

- Jerarquia de preferencias de Myers y Makluf (1984) y Myers (1984), que busca mitigar las ineficiencias en las decisiones de inversiones.
- Modelos de señalización, en los cuales la estructura de capital busca transmitir señales al mercado. Entre ellos a Ross (1977) y Leland y Pyle (1977).

3.2.4.2 Teoría de Señalización

A Ross (1977) y Leland y Pyle (1977) se los considera como los autores fundadores de la teoría de señalización. Los directivos de las firmas intentarían enviar señales al mercado, es decir información, a través de la estructura de capital.

La idea principal que desarrolla la teoría es que los directivos preferirán ante nuevos requerimientos de capital emitir deuda que la emisión de acciones, con el fin de emitir una señal al mercado, que provocara un aumento del valor de la empresa. La teoría supone que los directivos conocen la verdadera distribución de los fondos del negocio y no así los inversores en el mercado. La emisión de la deuda estaría transmitiendo al mercado la confianza que los directivos tienen en el proyecto, dado que introducen una mayor disciplina en su gestión financiera, a través de la asignación de fondos operativos futuros al pago de servicio de la obligación contraída; con lo cual el valor de la empresa aumentaría. Este efecto se agregaría a la función de control que la existencia de endeudamiento provoca sobre la libre disponibilidad de los fondos por parte de los directores de la compañía, aumentando la garantía para los accionistas sobre la actuación de los directivos (Jensen, 1986).

Las críticas a los modelos de la teoría de la señalización se ha centrado fundamentalmente en la identificación de cuáles son los incentivos para emitir señales o por qué utilizar la estructura de capital y no otras señales (Zingales, 2000)

Para el caso de las Pymes y en particular para el análisis de países no desarrollados, con mercados de capitales pequeños, los supuestos de la teoría de señalización no parecen aportar un marco teórico útil para entender la estructura de capital de las firmas.

3.2.4.3 La teoría de la jerarquía de las preferencias

La teoría de jerarquía de preferencias o pecking order fue desarrollada y presentada en sus concepción más compleja por Myers (1984), posteriormente profundizada por

Myers et al (1984) y por Fama y French (2001), a pesar de que, como lo señalan los propios autores, las idea originales son de Donalson (1961)

La teoría explica la forma en el cual las empresas deciden el orden de selección de sus fuentes de financiación ante la existencia de nuevos proyectos de inversión con valor presente neto positivo. Así, se diferencia del equilibrio estático, el cual sostiene que las empresas determinan un nivel de endeudamiento o apalancamiento optimo u objetivo.

Los supuestos sobre los cuales se formula el modelo son: 1/ existencia de asimetrías de información 2/ mercados de capital perfectos y eficientes con respecto a la información pública disponible, 3/ no hay costos de transacción y emisión, 4/ valor de mercado de las acciones de la empresa es igual que el futuro esperado sujeto a la cantidad de información que el mercado dispone 5/ no se considera otro riesgo que el vinculado a información privilegiada de directivos, 6/ la dirección actúa en interés de los antiguos accionistas, y supone que son pasivos (Myers, 1984)

Como Myers (1991) establece, la teoría de jerarquía de preferencias considera que el nivel de endeudamiento reflejaría los requerimientos acumulados de recursos externos durante un extenso periodo de tiempo, y no el cumplimiento de un ratio optimo u objetivo.

El orden jerárquico en el cual las empresas o sus directores evalúan las fuentes de financiación para sus proyectos de inversión dependerá de los costos de información asimétrica asociados a la financiación externa, maximizando el valor cuando se sigue el orden de preferencia deseado. A partir de estos criterios de selección, el orden de preferencias es el siguiente:

- Primero se eligen las fuentes internas, generadas por los resultados de la compañía
- Luego se opta por las fuentes externas provenientes de la emisión de deuda
- Finalmente, la ampliación del capital a través del mercado de capitales (emisión de nuevas acciones)

La primera opción no tiene costos de información asociados. Siguiendo a Myers et al (1984), si las empresas ante un nuevo proyecto con valor actual neto positivo, intentan obtener fondos en el mercado de capitales, podrían producir una disminución del valor de las acciones, perjudicando a los actuales propietarios (costo de información). Los potenciales accionistas interpretaran que las acciones están sobrevaloradas, dado que si el nuevo proyecto incrementa el valor de la empresa, debe financiarse con fondos propios de la firma y beneficiar así a los actuales propietarios.

La segunda opción presenta costos de información pero menores a los asociados a la emisión de acciones. En el caso de seleccionar la emisión de deuda como alternativa de financiación, en primer lugar se optaría por las deudas con menor nivel de riesgo y costo, es decir a corto plazo y garantizadas, y posteriormente si fuese necesario las deudas con mayor nivel de riesgo y mayor costos (directos e indirectos), que es la que presenta mayores riesgos de selección adversa.

De acuerdo a Myers (1984), la política de dividendos de las compañías, estará sujeta al aprovechamiento de las oportunidades de inversión, aunque podría existir un objetivo de pago de dividendos, que podría ir cambiando de acuerdo a las nuevas necesidades de fondos para financiar las inversiones. Los desarrollos teóricos y la mayoría de los

trabajos empíricos de investigación que dan cuenta de las evidencias a favor de la hipótesis de la teoría, se han centrado en grandes compañías y en general que cotizan en mercados organizados y con gran volumen.

Los trabajos de Ang (1991), Holmes y Kent (1991), Frank y Goyal (2003), Sogorb (2002) y Aybar et al (2000), refieren a la existencia de factores específicos de las pymes, que muestran evidencia de la capacidad explicativa de la teoría, pero modificando el orden de las jerarquías en las fuente de fondos. En particular, como señala Aybar et al (2004), los investigadores han señalado como las pymes conforman un grupo de empresas que se caracterizan por enfrentar serios problemas de información asimétrica, y que además se amplían en economías con mercados no desarrollados.

De acuerdo a estos autores, en las pymes o en los casos de mercados no eficientes y que se caracterizan por una baja participación en la financiación del mercado de capitales, el orden de jerarquías de preferencias se vería alterado, dado que los costos de información varían respecto a los casos de actuación en mercados de capitales eficientes. El orden de preferencia sería el siguiente:

- Primero las fuentes internas
- Luego los aportes de los propios propietarios
- Por último la emisión de deuda, y en particular de corto plazo

Para el caso de optar por la tercera opción, siguiendo la lógica de minimizar costos de asimetría de información asociados a cada fuente, las empresas buscaran financiarse principalmente con deuda de corto plazo que presenta menores costos de información. La financiación con aportes de los actuales propietarios también resulta consistente con la búsqueda de la minimización de los costos de las asimetrías de información así como la necesidad de mantener el control. Esta situación deriva de la visión que sobre el control de su empresa poseen los directivos empresarios, que gestionan las pymes. De acuerdo a Mascareñas (2001) los directivos empresarios prefieren mantener el control de la compañía, y no desean compartir con los acreedores financieros las decisiones empresariales.

Los mayores niveles de deuda, conllevan normalmente a una pérdida de la libre disponibilidad de los recursos o la posibilidad de tomar las decisiones sin interferencia de los acreedores financieros. En palabras de Macareñas (2001): “los directivos valoran la disposición de una flexibilidad financiera y del control (esto les hace preferir los beneficios retenidos antes que la financiación externa) y, además, la financiación interna es más barata que la externa en cuanto a los costos de emisión.”

En resumen, esta teoría ha permitido explicar por qué empresas menos rentables se endeudan más, no como consecuencia de haber fijado un ratio endeudamiento objetivo, sino por las necesidades de fondos externos al no disponer de fondos internos (Brealy y Myers); en cambio, la teoría del equilibrio estático presupone lo contrario.

Las empresas con oportunidades de crecimiento y escasa capacidad de generar fondos internos, presentarán mayores niveles de apalancamiento; y las empresas con superiores capacidades de generar fondos internamente y con menores oportunidades de crecimiento, presentaran menores niveles de endeudamiento.

Por último, la teoría tiene problemas para explicar la situación de las empresas muy endeudadas que presentan nuevos proyectos, dado que podría plantearse la necesidad de

disminuir la deuda o ampliar capital para financiar nuevos proyectos, y esto no sería consistente con la teoría. Como señalan Shyam- Sunder Y Muers (1999) y Aybar et al (2004), a ciertos niveles de endeudamiento la teoría no tendría capacidad para explicar el comportamiento financiero de las firmas.

3.3 Evidencia Empírica

3.3.1 Factores que determinan la estructura financiera

La investigación sobre los factores determinantes de la estructura financiera de las empresas ha estado condicionada por los marcos teóricos, las deducciones que de los mismos han realizado los investigadores, las posibilidades de contrastar empíricamente las hipótesis asociadas, así como las diferentes interpretaciones realizadas de los resultados obtenidos. No están exentas de debate tampoco las metodologías de econometrías utilizadas.

Rajan y Zingales (1995) concuerdan con Harris Y Raviv (1991), que los principales factores determinantes de la estructura financiera que se desprenden de los marcos teóricos y la evidencia empírica son: 1/ Rentabilidad, 2/ Activos Fijos o Intensidad de Capital (Colateralidad), 3/ Oportunidades de crecimiento, 4/ Fiscalidad, 5/ Tamaño empresarial, 6/ Volatilidad del negocio, 7/ Gastos en publicidad, 8/ Probabilidad de bancarrota y, 9/ Singularidad de los productos. Para algunos autores como Hamilton y Fox (1998) o Norton (1991) también resulta un factor critico la influencia de los directores. Frank et al (2003) identifica 38 factores a través del análisis de las investigaciones realizadas en los últimos 40 años; pero concluye que solamente siete son efectivamente los determinantes significativos.

Sin embargo, resulta evidente que no todos los factores han sido priorizados o constatados en los cientos de trabajos que sobre estructura financiera se han realizado. Rajan et al (1995) al comparar los determinantes para los siete países más desarrollados, ha optado por analizar la capacidad explicativa de la rentabilidad, tamaño, tangibilidad de los activos y las oportunidades de crecimiento. Hall et al (2004) considera los mismos cuatro factores al realizar un estudio para 500 empresas de nueve países europeos.

En menor medida otros trabajos incorporan fiscalidad y la edad como variables explicativas en sus modelos de análisis. En particular, Booth et al (2001) introduce el riesgo del negocio o volatilidad como factor crítico, y en trabajos como los de Aybar et al (2004), Lowe et al (1994), Zoppa et al (2003) incorporan la edad como variable explicativa. Lowe et al (1994). Sogorb (2002), Bennett y Donnelly (1993) consideran la fiscalidad como factor determinante en la definición de los modelos.

La escasez de trabajos que incorporen las demás variables explicativas obedece a las dificultades de encontrar proxies que reflejen correctamente su comportamiento (Rajan, et al 1995)

Fondos Generados Internamente Rentabilidad

La rentabilidad como medida de la capacidad de las firmas de generar fondos internamente ha sido utilizada en todos los trabajos de campo para contrastar la teoría de jerarquía de preferencias. Su relevancia en el análisis es sustantiva porque las implicaciones de las correlaciones positivas o negativas con el nivel de apalancamiento, resultan muy claras según se interpreten los resultados desde la teoría de jerarquia de preferencias o de la teoría de trade off o equilibro estático.

Desde la perspectiva de la teoría de preferencias, las firmas más rentables o con mayor intensidad de generar fondos internamente, estarían menos endeudadas. Desde la visión de la teoría del trade off, las ventajas fiscales de la deuda respecto a la financiación con fondos propios sería un incentivo para endeudarse. Asimismo Jensen (1986) predice una relación positiva, fundamentando que la deuda actuaría en las empresas rentables como un mecanismo de control de los problemas de agencia entre los directivos y accionistas.
A partir de estos lineamientos teóricos, las investigaciones empíricas han intentado demostrar las correlaciones entre la capacidad de generar fondos internamente y la estructura de capital de las firmas.

Como proxy para medir la capacidad de generar fondos, en general los autores han utilizado alguna medida de rentabilidad a partir de los datos brindados por los Estados Financieros u otras medidas alternativas (Shyam Sunder y Myers, 1999). Entre las formulaciones más utilizadas encontramos: 1) Resultado operativo sobre activos totales, 2) Resultado operativo + Amortizaciones sobre activos totales, 3) Resultado operativo + Amortizaciones sobre activo fijo.

La mayoría de los trabajos analizados han encontrado evidencia significativa de la existencia de una correlación negativa entre la rentabilidad y el nivel de apalancamiento, independientemente de la definición asumida para ambas variables. La misma relación, en general se presenta para estudios realizados en países desarrollados y para grandes empresas que cotizan como para empresas que no cotizan en los mercados de capitales. Del primer grupo se pueden observar los trabajos de Rajan (2005), Frank y Goyal (2000), Shyman-Sunder Myers (1999), Fama y French (2000-2002), Myers (2001), Titman y Wessels (1988), Barclay (2001). Para el segundo grupo se pueden ver Sogorb (2002), Sogorb y Lopez (2003), Aybar (2004), Gibson (2003), Hall (2004), Watson y Wilson (2000), y Boedo y Calvo Silvosa (1997).

Las investigaciones en países de Asia, Oceanía y América Latina, también han encontrado generalmente evidencia estadísticamente significativa a favor de una

relación negativa entre la rentabilidad y el endeudamiento de las firmas. Entre ellos se pueden ver los trabajos de Romano (2000) y de Cassar y Colmes (2003) para Australia; Suto (2003) para Malasia; y Booth (2001) para ocho países en desarrollo.

Correlaciones positivas (significativas estadísticamente), se encuentran en trabajos aislados como los de Ross (1977) y de Jordan (1998).O el trabajo de Chittenden (1996) que encuentra que la relación es negativa solamente para el corto plazo. En el largo plazo las empresas buscarían un nivel óptimo de apalancamiento. Frank y Goyal (2003) concluyen que la rentabilidad no es un determinante sustantivo para entender la estructura de capital de las firmas ni para rechazar con ese único argumento la teoría del equilibrio estático. A pesar que encuentran evidencia de una relación negativa (definiendo el apalancamiento con valores de mercado).
Además para la definición de apalancamiento con valores de libros, el signo resultó positivo.

Intensidad de Capital

La presencia de activos fijos o tangibles en la estructura de activos de las firmas actuaria como una garantía colateral para los prestamistas, con lo cual se reducen los costos de agencia asociados a la deuda. En particular los prestamistas podrán reducir el riesgo moral asociado a las asimetrías de información. A mayor cantidad de activos (también conocido como tangibilidad), se espera una relación positiva con el grado de endeudamiento.
Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977). En particular además, se observa que a mayor presencia de activos colaterales, aumenta además el endeudamiento, la porción de largo plazo del mismo. Chittenden (1996), Hovakimian (2001), Rajan (1995), obtienen resultados consistentes con la hipótesis. Además se observa que la relación de deuda a corto plazo mantiene una relación negativa con la intensidad de capital (Aybar, 2001; Scherr, 2001; Hall, 2000).

Algunos autores señalan que muchas firmas reducen la necesidad de garantías colaterales a través del monitoreo que los prestamistas realizan en los casos que existe relaciones de largo alcance (Berger y Udell, 1984). Esta hipótesis podría explicar porqué algunos trabajos encuentran una relación negativa entre el nivel de tangibilidad y el grado de endeudamiento.
En particular, Booth (2001) presentan una relación negativa para siete de los ocho países en desarrollo considerados.

La definición de la proxy representativa de la intensidad de capital no presenta mayores inconvenientes, definiéndose como Activos Fijos sobre Activos Totales (Rajan, 2001; Aybar, 2001).

Oportunidades de Crecimiento

Las oportunidades de crecimiento como factor determinante de la estructura financiera de las firmas, presentan resultados más heterogéneos que los anteriores. Desde la perspectiva de la teoría de jerarquía de preferencias, las empresas con menor capacidad para generar fondos internamente y mayor oportunidad de crecimiento, tenderán a presentar mayores ratios de endeudamiento (Myers, 1984; Shyman-Sunders, 1999)

Desde la perspectiva de la teoría de trade off y costos de agencia, las firmas muy endeudadas presentan problemas de subinversión, por lo cual ante la presencia de oportunidades de inversión, corren el riesgo de no poder realizarlas. A partir de este enfoque, Myers (1977) y Myers y Majluf (1984) sostienen que las firmas con oportunidades de crecimiento y menor holgura financiera, deberían tener un ratio de endeudamiento menor, a los efectos de poseer capacidad de endeudarse para aprovechar las oportunidades de inversión con valor actual neto positivo.

Respecto a esta variable explicativa, se han sugerido diferentes proxy para representarla. En el cuadro 4.1 se resumen las principales propuestas identificadas así como los resultados encontrados.

Los resultados no son tan homogéneos como los obtenidos respecto al factor rentabilidad. Seguramente las diferentes metodologías y definiciones de oportunidad de crecimiento explican muchas de los contradictorios resultados encontrados. La evidencia también presenta resultados en los cuales parecería existir una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento a largo plazo y una correlación negativa con el endeudamiento a corto plazo (Hall, 2000).

Cuadro 5 – Diferentes definiciones de la variable oportunidades de crecimiento

Proxy	Autor	Resultado
Valor mercado / Valor de Libros	Booth (2001)	(-)
	Rajan (1995)	(-)
	Fattouth (2002)	(-)
Activos Intangibles / Activos Tangibles	Aybar (2001)	(+)
	Sogorb (2002)	(+)
Crecimiento pasado Activos Totales	Titman y Wessels (1988)	(-)
	Bennett y Donnelly (1993)	(-)

	Michaelas	(1999)	(+)
Crecimiento de las ventas	Zoppa	(2002)	(+)
	May	(2000)	(-) LP / (+) CP
Gastos de Investigación y Desarrollo	Shyman-Sunder y Myers	(1999)	(-)
	Fama y French		(-)

Tamaño

En general se acepta que las empresas al aumentar de tamaño están más controladas por los mercados financieros, existen menores asimetrías de información y presentan una oferta más diversificada de productos. También supone que los riesgos vinculados a los problemas de asimetría de información (selección adversa y riesgo moral) que asume un acreedor es menor, así como serian menores las posibilidades de quiebra (Aybar, 2001; Fattuoh, 2000).

Por lo tanto, a mayor tamaño es esperado un mayor nivel de apalancamiento. Así lo contrastan en sus trabajos Romano (2000), Hovakimian (2001), Fama (2002), Booth (2001). Sin embargo, existe evidencia empírica con correlación negativas, como ser Rajan (1995) y Aybar (2000), Hutchinson (1998), Chittenden (1993).

Profundizando en el análisis, algunos autores han constatado que el tamaño mantiene relaciones diferentes con el endeudamiento a corto, largo plazo y total de la firma.
Bajo este esquema, Hutchinson (1988), Chittenden (1996), Hall (2000), han encontrado evidencia a favor de una relación positiva con la deuda a largo plazo del tamaño y negativa con la deuda a corto plazo y total de la firma. Parecería deducirse de estos datos, que el mayor tamaño sugiere menores riesgos de asimetría de información, permite aumentar el plazo de la deuda a los acreedores, y que para firmas más pequeñas, con mayores niveles de información, y por lo tanto mayores costo de agencia, los prestamistas prefieren colocar a corto plazo sus fondos, para aumentar los controles a través del seguimiento continuo de la firma.

Por último, Diamond (1989) relaciona la reputación como un factor crítico para explicar el nivel de apalancamiento. Las empresas con mejor reputación en los mercados

financieros, en particular el de bonos, están en mejores condiciones de acceder a créditos. En este marco, el tamaño de la firma actuaria, como una proxy de la reputación.

Como proxy de la variable explicativa Tamaño los investigadores han utilizado generalmente: 1) ventas o ingresos operativos, 2) total de activos, 3) número de empleados. En general se considera el logaritmo neperiano de las ventas o del activo total en la especificación del modelo econométrico.

Edad de la firma

La consideración de los años de funcionamiento de la firma como variable explicativa, sugiere que las empresas con mayor antigüedad poseen más capacidad que las empresas jóvenes para generar políticas de autofinanciamiento (Aybar, 2001). Las empresas maduras poseen una política estable de dividendos y generación de reservas acumuladas, que le permitirían efectivamente selección entre las alternativas de financiación. Las más jóvenes se enfrentan a la necesidad de acudir a los aportes de los socios y/o familiares o capital de riesgo para enfrentar sus necesidades de financiación (Romano, 2000). Estas alternativas presentan menores costos de información que la deuda y menor pérdida de control por parte de los propietarios. Estas hipótesis son consistentes con la teoría de jerarquía de preferencias. En este sentido existiría una relación positiva entre antigüedad y grado de apalancamiento (Berger, 1998).Sin embargo, no existen muchos trabajos que muestren evidencia a su favor.

Otro análisis posible es que la relación entre la edad y el grado de apalancamiento debería ser negativo, en el entendido que las empresas en sus primeras etapas necesitan mayor información para crecer. Así en los trabajos de Chittende (1996), Hutchison (1998), Michaelas (1999), Zotta (2002), Sanchez (2004),y Hall (2000) para deuda a corto y largo plazo, encuentran relaciones negativas. Aybar (2004) también es de signo negativo, pero no resulto estadísticamente significativa.

Aybar (2004) encuentra que la edad mantiene una relación negativa en las pymes y también en el colectivo de grandes empresas. Este resultado sería consistente con los planteamientos de la teoría de jerarquía de preferencias. Las empresas pequeñas presentan mayores niveles de asimetría de información y, por lo tanto, a medida que crecen es esperable que disminuyan las asimetrías y aumenten su capacidad de endeudamiento.

Diamond (1989) considera que la edad de la firma también está relacionada a la reputación de la firma, por lo cual sostiene que existe una relación positiva entre la antigüedad y el grado de endeudamiento de las firmas.

Efectos fiscales

La consideración de los efectos fiscales sobre la estructura financiera de las firmas se encuentra asociado a los ahorros fiscales que generan los intereses de la deuda, tal cual fue visto en la sección tres. En el caso de existir impuesto a las ganancias de las firmas, las empresas más rentables debería estar más endeudadas, lo cual ya fue señalado, no concuerda con la evidencia empírica.

Otra explicación posible se vincula a la existencia de escudos fiscales (Angelus y Masulis, 1980), como son las amortizaciones de activos fijos o los sistemas de exoneración impositiva a las inversiones, que eliminan las ventajas fiscales de la deuda frente a la financiación con fondos propios.

A los efectos de contrastar la incidencia de la existencia del impuesto a las ganancias, los investigadores han buscado evidencia a favor de la existencia de una relación positiva entre el impositivo y el nivel de deuda.

Los trabajos de Fama (2002), Titman (1998), Baneerje (1999), han constatado la existencia de una relación negativa entre el uso de escudos fiscales y el nivel de endeudamiento. La variable explicativa es generalmente definida como amortizaciones sobre activos totales.

Nuevos determinantes

Algunos trabajos más recientes introducen otras perspectivas y variables al análisis de los determinantes de la estructura de capital de las firmas, como ser el riesgo específico de los negocios, las estrategias empresariales (exportaciones, tipos de bienes, sector actividad), el carácter familiar o no de las firmas, características macroeconómicas e institucionales de los países. Y fundamentalmente encontramos un importante conjunto de nuevos trabajos realizado para países en desarrollo o desarrollados pero diferentes a Estados Unidos y el Reino Unido.

A continuación se presentan algunos trabajos representativos de estos nuevos enfoques de investigación.

A. Estudio comparativo entre países

Booth (2001) en un estudio para 10 países en desarrollo concluye que los factores económicos e institucionales resultan importantes para entender el comportamiento agregado de la estructura financiera de las empresas en cada país. Pero que los

determinantes de los factores de capital de las firmas individualmente consideradas, se corresponden con los resultados encontrados para las firmas de países desarrollados.

Hall (2004) analiza las diferencias en la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas para nueva países europeos, y si existen diferencias en los determinantes de la misma. Encuentran que existen diferencias tanto en la estructura financiera como en los determinantes. Sugieren que las explicaciones deberían buscarse en la actitud de los acreedores, requerimientos de información, relaciones de las firmas con los bancos, las diferencias en las tasas informativas, otros factores económicos, sociales y culturales. Asimismo sugieren que también influyen las diferencias a nivel de costos de agencia, asimetría de información y señal de cada país.

Pintado (2001) para España, confirma para las grandes empresas españolas la existencia de un modelo de ajuste a una estructura objetiva u optima. En este sentido, encuentra evidencia a favor de la teoría de equilibrio estático. Sin embargo también sus resultados son consistentes con los planteamientos de la teoría de preferencias (correlación negativa entre rentabilidad y apalancamiento). Asimismo, encuentra evidencia a favor de la importancia de los factores institucionales sobre la estructura de capital agregada a las firmas.

B. Pymes en países desarrollados

Zoppa (2002) contrasta las hipótesis de la teoría de jerarquía de preferencias para las pymes Australianas. A partir de una muestra de 871 empresas y con información para dos años, obtiene resultados significativos a favor de la teoría. Pero también considera que existe evidencia sustancial a favor de la necesidad de modificaciones a la teoría para que pueda reflejar completamente las especiales circunstancias y particularidades de las Pymes. Sugieren que las jerarquías de las preferencias para las Pymes son:

1. Reinversión de las ganancias
2. Deuda financiera de corto plazo (principalmente crédito comercial y uso de tarjetas de crédito personales)
3. Deuda financiera de largo plazo. Seguramente comenzando con préstamos de los propietarios (cuasi-capital propio) y tal vez de familiares o amigos.
4. Nuevos aportes de capital por propietarios, incluidos la posibilidad de amigos y familiares.
5. Nuevo aportes de capital a través de nuevos socios, capital de riesgos y business angels.

También para Australia, Cassar y Holmes (2003), a partir de una muestra representativa de pymes, encuentra resultados significativos para la estructura de activos, rentabilidad y crecimiento de las firmas, como determinantes de la estructura de capital. En

particular encuentran que tanto la teoría de jerarquía de preferencias como la teoría de equilibrio estático resultan validas para comprender el comportamiento financiero de las firmas.

Aybar (2004), para las pymes y grandes empresas españolas busca evidencia empírica a favor de la teoría de jerarquía de preferencias y de las relaciones entre estructura financiera y estrategias empresariales a partir de los postulados de la teoría de la organización industrial. Logran contrastar que las hipótesis de la teoría de jerarquía de preferencias describen correctamente el comportamiento de las pymes y grandes empresas. En cuanto a la teoría de estrategia empresarial encuentran resultados alentadores, sugiriendo que debería seguirse investigando en la misma línea.

Tambien para España, Sogorg (2003) sugiere que la teoría del trade off y la de jerarquia de preferencias, contribuyen a comprender la estructura de las pymes. Sin embargo, señalan que encuentran evidencia a favor que las firmas intentan ajustar su apalancamiento al optimo (trade off); y encuentran menos soporte para justificar que las pymes ajusten su nivel de endeudamiento a los requerimientos de financiación (jerarquía de preferencias).

C. Empresas Familiares

Romano (2000) para Australia y Sanchez (2004) para España, analizan las características particulares de las empresas familiares y su influencia sobre el comportamiento financiero de las mismas. En ambos casos han encontrado evidencia a favor de la teoría de jerarquía de preferencias. En particular en Sanchez también observa que si bien existen variaciones del apalancamiento hacia su nivel optimo, ocurre a una velocidad muy reducida, seguramente como consecuencia de los elevados costos del ajuste. Respecto a la influencia de la condición de empresa familiar, no encuentra evidencia de que sea un determinante de la estructura de capital.

Romano (2000) obtiene resultados diferentes. Encuentra evidencia de la incidencia de las características de las empresas familiares sobre las decisiones financieras. Las principales conclusiones refieren a la existencia de evidencia de relaciones entre el tamaño, control familiar, planificación de negocios y objetivos de los negocios y el apalancamiento. Observan que las pequeñas empresas familiares que no poseen planes de negocios tienden a confiar en los préstamos familiares. Sin embargo, las firmas que participan del sector de servicios y con planes de crecimiento formulados, es menos probable que utilicen prestamos familiares, prefiriendo la retención de utilidades y el uso de capital externo para financiar sus negocios.

En cambio, para las firmas familiares del sector industrial resulta menos probable este último comportamiento. Asimismo encontraron que existe una relación negativa entre las deudas y los prestamos familiares y el capital y la retención de utilidades. El capital externo es considerado una opción válida para las empresas grandes, empresas jóvenes,

y propietarios que tienen planes de crecer a través del crecimiento de los márgenes de ganancia. En cambio el capital tiene menor probabilidad de ser utilizado por las empresas familiares más antiguas, quienes prefieren la retención de utilidades como principal fuente de financiación de las inversiones, a los efectos de mantener el control sobre la empresa.

D. América Latina

Las investigaciones sobre el comportamiento financiero de las firmas en América Latina se encuentran en desarrollo. Galindo (2003) ha recopilado una serie de investigaciones sobre la restricción en el acceso al crédito y la inversión en América Latina. Los resultados sugieren que el acceso al crédito depende de tener estados financieros que reflejen una situación económica y financiera favorable, y también de la densidad de la relación entre las firmas y los bancos, y de la historia crediticia (reputación). En general también se sugiere la existencia de evidencia de la existencia de estar positivamente relacionada las deudas a largo plazo y nominada en moneda extranjera, con el tamaño y tangibilidad de las firmas. Y negativamente relacionada con las medidas del riego país. Por último, se observa que las firmas con participación de capital extranjero presentan menos restricciones para acceder al crédito.

Jorgensen y Terra (2003) analizan para siete países latinoamericanos la importancia de los factores macroeconómicos, institucionales y el sistema financiero en la estructura de capital de las firmas. Sus resultados sugieren, en sentido contrario a Booth (2001), que estos tiene más importancia que los factores internos para explicar la estructura financiera. Además encuentra evidencia consistente con la teoría de jerarquía de preferencias.

Lucinda y Saito (2003) investigan los determinantes de la estructura de capital para Brasil. A partir de 333 empresas para los años 1995-2001, contrastan las hipótesis que surgen de la teoría de trade off y jerarquía de preferencias. Sus resultados no son concluyentes, inclinándose por la teoría del trade off, aunque presenta un bajo poder explicativo.

Conclusiones

Por último, resulta interesante analizar los trabajos de Fama y French (2002) y, de Frank y Goyal (2003). Sus conclusiones resumen de alguna manera el estado de conocimiento a la fecha, en lo que refiere al "enfrentamiento" entre la teoría del equilibrio estático y la teoría de jerarquía de preferencias.

Fama (2002) señala que la literatura ofrece dos modelos competitivos sobre las acciones financieras. Sus conclusiones reflejan que ambos modelos aportan elementos para la predicción del comportamiento financiero de las firmas. No existiría un modelo superior al otro, sino que son complementarios. La originalidad del trabajo consiste en interpretar no solamente el nivel de apalancamiento de las firmas, sino analizar las políticas de dividendos y las deudas en forma conjunta.

Sus principales resultados sugieren lo siguiente:

1. Las firmas más rentables y con poca inversión tienen mayores pagos de dividendos, tal cual lo predicen ambas teorías.
2. Las firmas más rentables presentan menos niveles de endeudamiento, confirmando las hipótesis del modelo de jerarquía de preferencias y contradiciendo al modelo de trade off.
3. Firmas con mayor inversión tienen menos deudas a valor de mercado, siendo consistente con el trade off y un más complejo modelo de jerarquía de preferencias.
4. Las firmas con más inversión tienen menor pago de dividendos a largo plazo, pero los dividendos no varían para ajustarse a las variaciones de inversiones de corto plazo. Como lo predice el modelo de jerarquía de preferencias, las variaciones de corto plazo en las inversiones y las ganancias es principalmente absorbida por deuda.

Frank y Goyal (2003) por el contrario, consideran que de la confrontación de ambas teorías, resulta claramente triunfador el modelo de trade off. Más, considera que los principales determinantes de la estructura de capital, entre 38 que identifican, son solamente siete, y no incluye a ninguno que confirme la teoría de jerarquía de preferencias. Para la realización de su trabajo analizaron los estados financieros de las grandes empresas públicas de Estados Unidos entre los años 1950 y 2000.

Los siete determinantes más fiables se presentan en el cuadro 4.2, con el signo esperado. Como se puede observar no incluye entre los siete a la rentabilidad ni ninguna otra proxy que explique la capacidad de generar fondos internamente.

Cuadro 6 - Determinantes más fiables según Frank y Goyal (2003)

Variable Explicativa	Signo Obtenido	Signo Trade Off
Apalancamiento medio de la industria	(+)	(+)
Valor de mercado sobre valor en libros	(-)	(-)
Garantías (colateral)	(+)	(+)
Riesgo de bancarrota (Indice de Altman)	(-)	(-)
Pago de dividendos	(-)	(-)
Logaritmo de las ventas	(+)	(+)
Expectativas de inflación	(+)	(+)

Como se puede observar del cuadro 4.2 todos los signos concuerdan con el signo esperado por el modelo de trade off. La teoría de jerarquía de preferencias no resultaría útil para predecir la importancia y el signo de los factores más fiables. Frank (2003), sostiene que la rentabilidad no es un factor fiable por dos motivos. Primero, al incluir en su modelo de siete factores la variable rentabilidad, el R2 no aumenta significativamente (pasa de un 0.3175 a 0.3212) y además observa que el poder explicativo decae con el transcurso de las décadas (la elasticidad pasa de un -0.4959 en la década de los 50 a una elasticidad de -0.0045 en los años 90). Para los autores, la rentabilidad no provee una base solida para rechazar la teoría de equilibrio estático o trade off. Por último, otro factor que complica el análisis y la interpretación de los resultados, es que su modelo presenta resultados diferentes sobre el signo y la significación de la rentabilidad, según se defina el valor de apalancamiento con valores de mercado o a valores de libro.

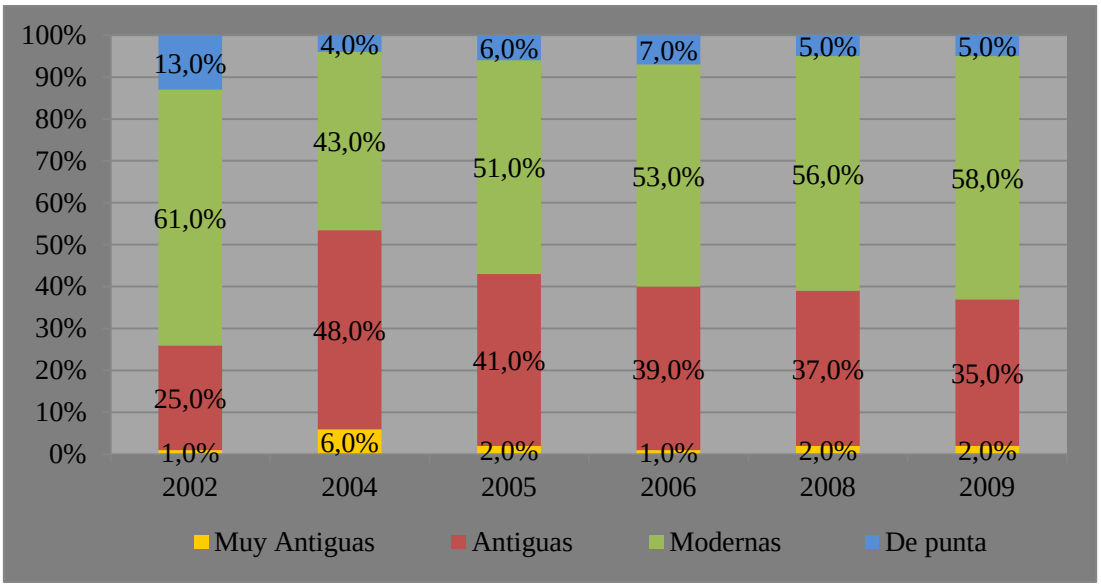
La principal conclusión, a partir de estos resultados contradictorios, es que falta todavía mucha discusión y trabajo de campo para resolver el conflicto. Seguramente las discusiones sobre las metodologías tendrán un importante lugar en las futuras investigaciones, así como la necesidad de considerar tal vez la construcción de modelos más complejos para interpretar la realidad.

3.3.2 Relevamiento de las compañías locales – estructura financiera

Los aspectos por relevar serán los relacionados con la conducta inversora de las PyME industriales durante 2009 y las perspectivas para 2010 en este sentido. Se analiza el grado de actualización del parque de maquinaria del segmento, la propensión a invertir de los empresarios, los principales propósitos de las inversiones, cuáles son los limitantes de la inversión, entre otras cuestiones.
Asimismo, se desarrolla el tema del nivel de acceso al financiamiento externo por parte de las PYME industriales, evaluando el grado de acercamiento a las entidades bancarias para la solicitud de créditos.

Estado general del parque de maquinaria de las PyME industriales
El nivel de productividad del capital de una empresa está caracterizado en buena medida por su dotación de bienes de capital, tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo. La modernización del parque de maquinaria mediante la incorporación de nuevos y mejores equipos deriva en mejoras en términos de productividad del capital, lo cual resulta en una mayor capacidad productiva.
Como se muestra en el Gráfico 15, en 2009 el estado general de la maquinaria y equipo que intervienen directamente en el proceso productivo de las PyME industriales se mantuvo relativamente constante en relación a 2008, aunque con una leve mejoría. El 64% de los empresarios manifestó contar con un parque de maquinaria moderno o de punta, proporción que se ha ido incrementando año a año desde 2004 cuando era del 47%.
La renovación y modernización de los bienes de capital se debe a la maduración de las inversiones en maquinaria y equipo llevadas a cabo por estas empresas en los últimos años. Sin embargo, todavía es alta la proporción de firmas con maquinaria antigua o muy antigua (36% en 2009).
Las expectativas del empresariado PyME respecto a la evolución del nivel de actividad para el corto y mediano plazo tienden a ser optimistas1, lo cual incentiva la realización de inversiones para actualizar los equipos de producción y así lograr mejoras en términos de productividad. Sin embargo, también se plantea la posibilidad de intensificar la utilización de la capacidad instalada de planta ociosa en los últimos dos años de caída en el nivel de actividad industrial.

Gráfico 15 - Estado del parque de maquinarias de las PyME industriales
(% de empresas)



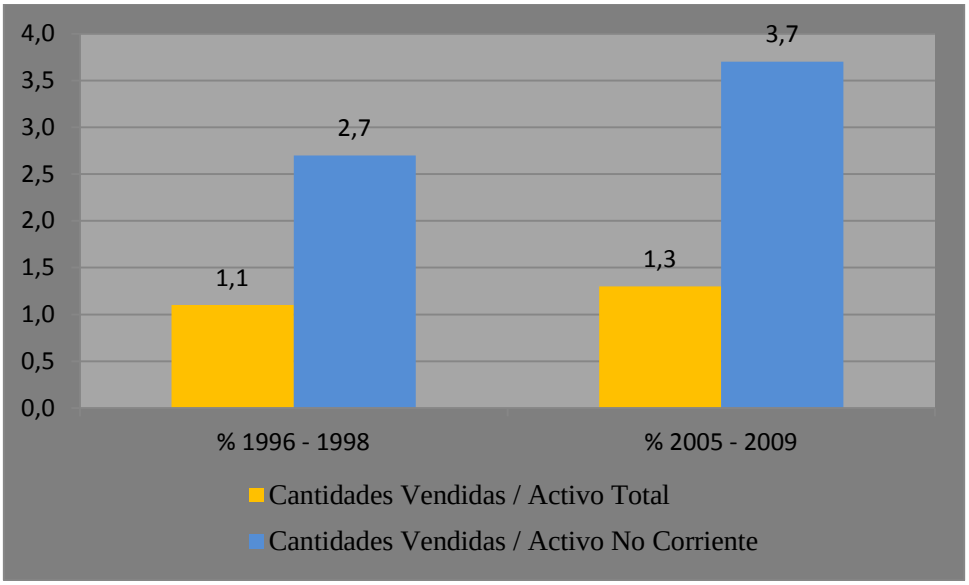
Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2004 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

En el interior del segmento de las PyME industriales, las pequeñas empresas presentan mayor deterioro en el estado general del parque de maquinaria. Mientras que en 2009 el 23% de las medianas industrias disponía de equipos antiguos o muy antiguos en el proceso productivo, la proporción ascendía al 40% entre aquellas firmas de menor porte. A su vez, el estado general del parque de maquinaria de las PyME industriales difiere de acuerdo a la región geográfica de localización. En la macro-región Centro2 la proporción de empresas con maquinarias modernas o de punta es del 70%, mientras que en el Noroeste Argentino (NOA) desciende al 52%.

Productividad del capital

El nivel medio de productividad del capital de las PyME industriales muestra una evolución positiva entre la década del noventa y los últimos cinco años (Gráfico 16). Entre ambos períodos el nivel de producción de las empresas se incrementó más de lo que se amplió el *stock* de bienes de capital. Precisamente una característica de la recuperación de la crisis de 2001-2002 y de las acciones llevadas a cabo por las PyME industriales para sortear la última recesión estuvo dada por una utilización intensiva del capital y una incorporación de trabajadores.

Gráfico 16 - Rotación de cantidades vendidas en relación al activo total y al activo no corriente. Promedio períodos 1996-1998 y 2005-2009

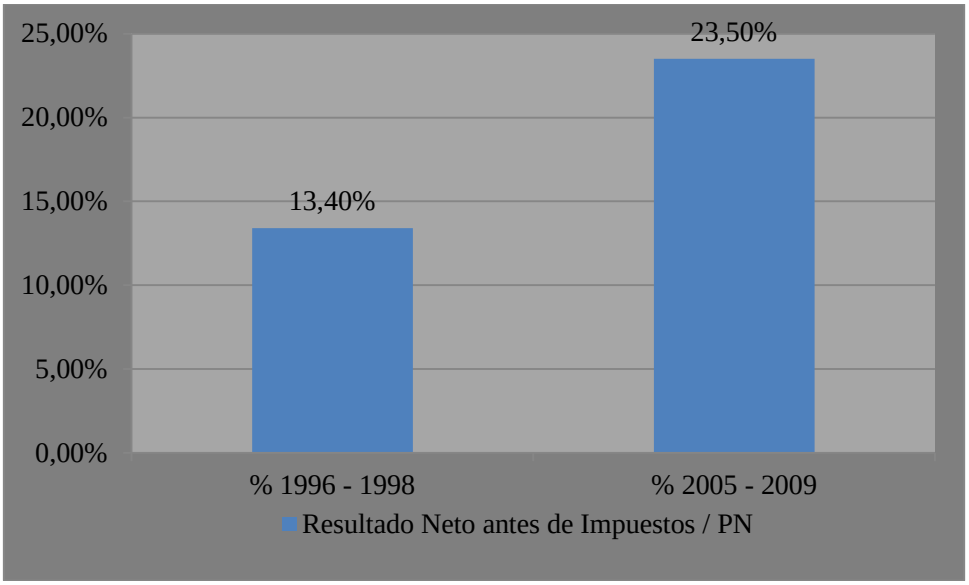


Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 1996 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Rentabilidad

En la inmediata recuperación económica tras la devaluación del peso se produjo una marcada recuperación de los márgenes de rentabilidad de las empresas industriales debido al nuevo escenario de precios relativos. Como resultado, durante 2005 más del 80% de las inversiones de las PyME industriales fueron autofinanciadas. Sin embargo, en los últimos años el progresivo aumento de los costos directos de producción resultó en la disminución paulatina en los márgenes unitarios de rentabilidad que llevó a una mayor búsqueda de fondos externos para el financiamiento de las inversiones. De todas maneras, entre las PyME industriales la relación entre resultado neto y patrimonio neto verificó desde 2005 una estabilización estructural en torno al 24%.

Gráfico 17 - Retorno sobre Patrimonio Neto (ROE) de las PyME industriales (1996 – 1998 / 2005 – 2009)



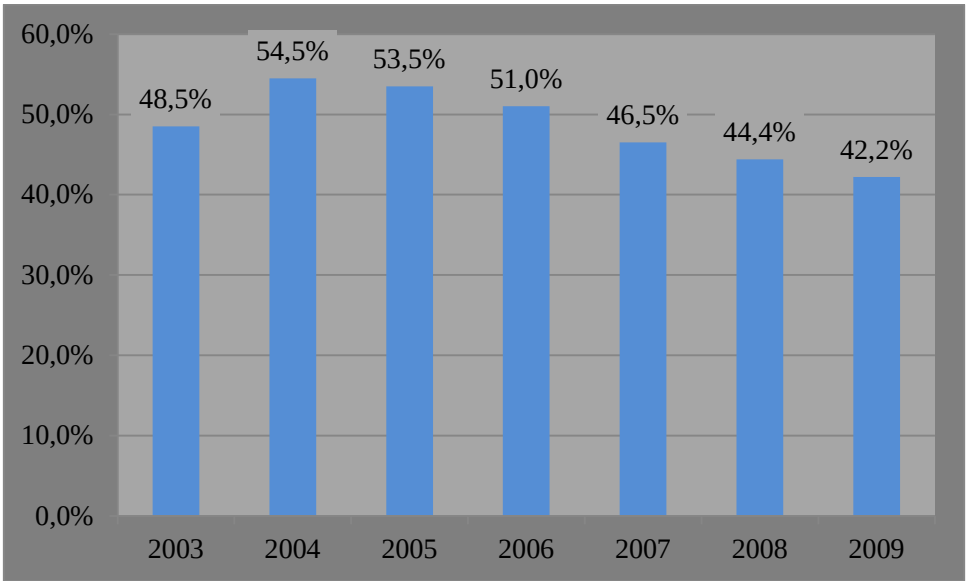
Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 1996 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Conducta inversora

En 2009 el 42% de las PyME industriales realizaron inversiones, proporción dos puntos porcentuales menor a la del año anterior. El Gráfico 18 muestra que el guarismo ha ido descendiendo paulatinamente a partir de 2004 (55%).

La disminución en el nivel de actividad de los últimos dos años resultó en la suspensión de ciertos planes de inversión y menos empresas participaron del proceso inversor. En los últimos meses de 2009 sólo el 23% de los empresarios consideraba que la coyuntura era un buen momento para realizar inversiones en maquinaria y equipo.

Gráfico 18 - Proporción de PyME industriales inversoras

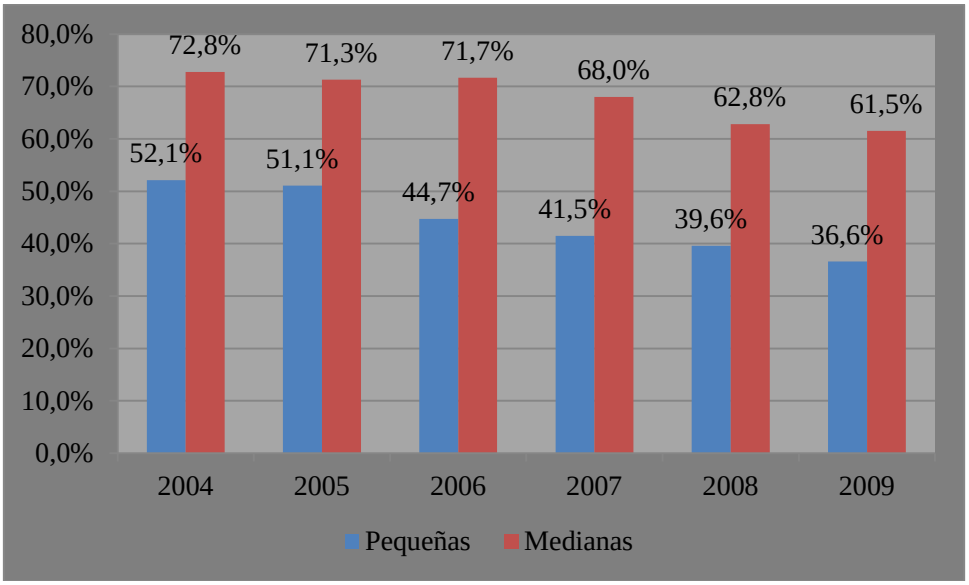


Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2004 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Durante todo 2009 la proporción de industriales PyME con planes de realizar inversiones en el trimestre siguiente estuvo bastante por debajo a la registrada entre finales de 2007 y comienzos de 2008. En el segundo trimestre del año descendió al 14%. De todas formas, a partir del tercer trimestre de 2009 lentamente parece incentivarse la propensión a invertir en el segmento PyME industrial.

Sin embargo, cerca de la mitad de las empresas llevó a cabo inversiones durante 2009, y en líneas generales las expectativas para 2010 en este sentido son algo más optimistas que aquellas de 2008 para 2009 por lo que puede esperarse que el próximo año más empresas se sumen al conjunto de inversoras.
La propensión a invertir guarda una relación positiva estructural con el tamaño de la firma. Como se muestra en el Gráfico 19, la proporción de empresas inversoras ha sido históricamente mayor entre las medianas industrias que entre las pequeñas. Estas últimas enfrentan mayores dificultades tanto para financiar sus inversiones con recursos propios como para acceder a crédito externo a la firma.
También surgen diferencias desde el punto de vista sectorial: mientras que la proporción de empresarios que manifestó haber llevado a cabo inversiones durante 2009 fue del 64% y 55% en los sectores de “Sustancias y productos químicos” y de la industria electrónica, de mayor desarrollo relativo general; entre las empresas de “Madera, corcho y paja” fue del 28%.

Gráfico 19 - Proporción de PyME industriales inversoras, según tamaño (2004 – 2009)



Durante 2008 las PyME industriales destinaron a la inversión el 7,1% de sus ventas. La proporción se mantiene relativamente estable desde 2006, a pesar de la desaceleración en la actividad industrial desde 2008.
Sin embargo, dada la caída de ventas nominales de las PyME industriales entre 2008 y 2009, a pesar de que en el último año se haya mantenido constante la proporción de la facturación destinada a la inversión, el monto agregado invertido por el segmento ha presentado una caída en términos absolutos en dicho período del orden del 7%.
De igual manera, a pesar de observarse cierto incremento en la proporción de la facturación invertida específicamente en maquinaria y equipo entre 2007 y 2008, para 2009 también se puede decir que la inversión agregada del segmento en dicho rubro en términos absolutos se ha mostrado a la baja como producto de la caída en la facturación que experimentaron las empresas.

Expectativas de Inversión para 2010. Si bien las expectativas de los empresarios para 2010 sobre los márgenes de rentabilidad, principal fuente del financiamiento de sus inversiones, son más optimistas con respecto a 2009, las PyME industriales también buscarán recuperar una mayor utilización de la capacidad instalada de planta, ociosa desde finales de 2008.
Durante 2009 todavía uno de cada dos industriales PyME no esperaba modificar sus inversiones en el próximo año. Sin embargo, la proporción que buscará incrementar el monto invertido ascendió al 34%. Sólo el 14% de los encuestados manifestó que reducirá sus inversiones en 2010, guarismo seis puntos porcentuales menor al de 2008 pero todavía por encima del promedio de 5% registrado en la fase expansiva de 2004-2007.

Fuentes de financiamiento de la inversión. La principal fuente de financiamiento de las inversiones de las PyME industriales han sido históricamente los recursos propios de la firma, esencialmente a partir de la reinversión de utilidades. Como se muestra en el Gráfico 20, en 2009 el 64% de las inversiones llevadas a cabo por las empresas del segmento fueron autofinanciadas.

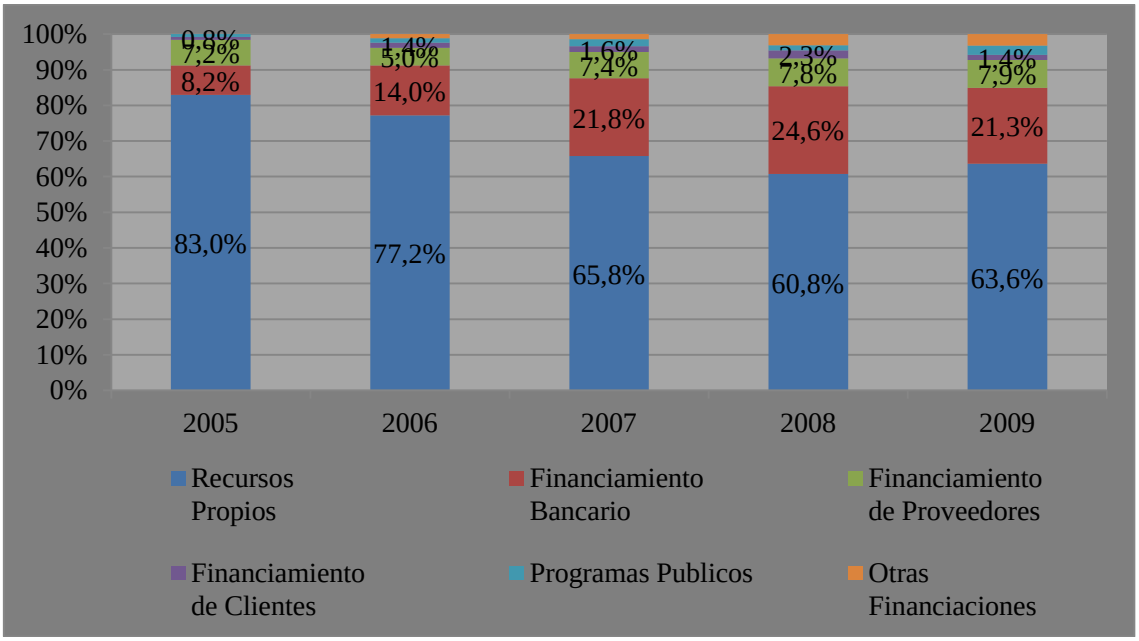
El incremento continuo en los costos de producción de los últimos años resultó en la gradual disminución de las utilidades de las empresas llevando a restringirse la principal fuente de financiamiento de las inversiones de las PyME manufactureras. A partir de allí, la financiación externa a la firma ha cobrado cada vez mayor importancia.

Sin embargo, las PyME industriales en Argentina afrontan dificultades a la hora de obtener financiamiento externo. El mercado de crédito en Argentina es considerablemente pequeño y se encuentra principalmente orientado al consumo. Por otro lado, las empresas de mayor porte absorben gran parte del crédito disponible para inversión productiva lo cual se observa también al interior del segmento de las PyME industriales: la proporción de las inversiones financiada a partir de crédito bancario es diez puntos porcentuales mayores entre las medianas industrias en relación a las pequeñas.

Esto significa un retroceso en el avance que hasta el momento se había logrado respecto a la difusión del acceso al crédito bancario por parte de las empresas del segmento. De todas formas todavía la proporción es trece puntos porcentuales mayores a la registrada en el año 2005.

El porcentaje de inversiones cubierto con el financiamiento de clientes y proveedores directos de las firmas fue del 9% en 2009. En este sentido tampoco se registraron avances respecto a los años anteriores. Menor aún es la participación relativa del financiamiento de inversiones vía programas públicos: sólo el 3% durante 2009.

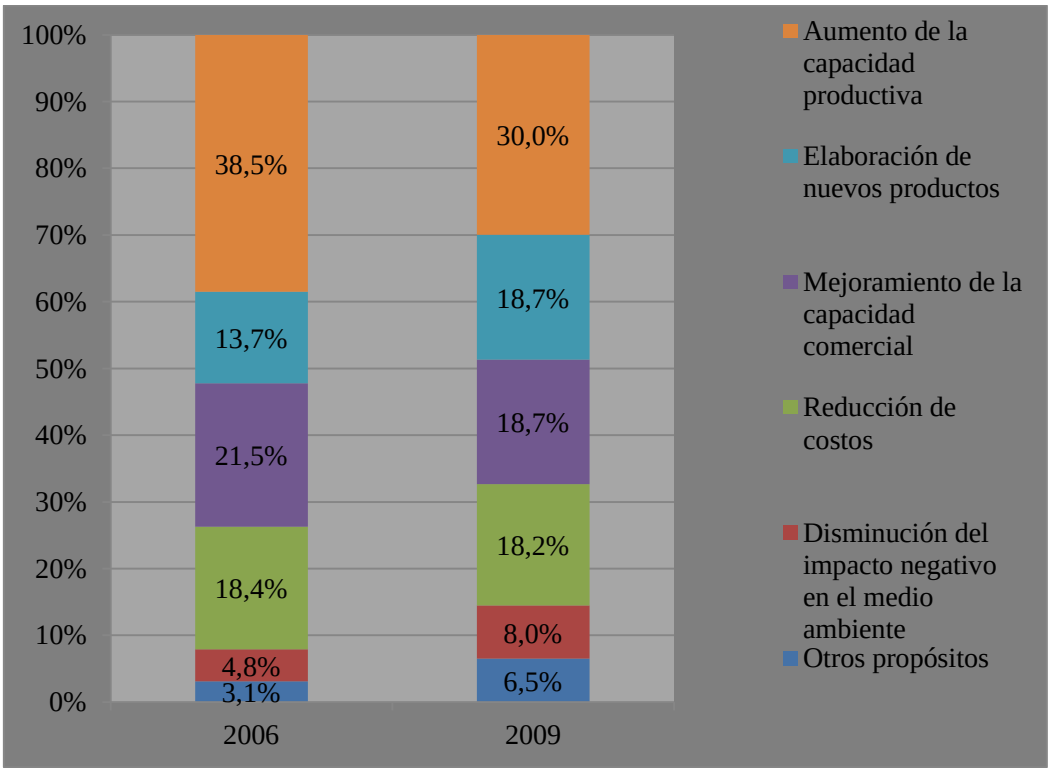
Gráfico 20 - Fuente de financiamiento de las inversiones
de las PyME industriales (2005 – 2009).



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2005 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Destino de las inversiones. Como se mostró anteriormente, a partir de la contracción en el nivel de actividad en los últimos dos años ha ido disminuyendo la proporción promedio utilizada de la capacidad instalada de planta de las PyME industriales.
La existencia de capacidad ociosa desincentivó las inversiones destinadas a su ampliación, por lo que entre 2006 y 2009 la proporción de empresas cuyo principal propósito de inversión fue incorporar bienes de capital descendió cerca de diez puntos porcentuales (Gráfico 21).
Por otro lado, en los últimos tres años cobraron mayor importancia relativa las inversiones en pos de reducir los costos de producción, debido a que las subas en los costos se mostraron como uno de los principales problemas de los industriales PyME durante 20094. Mientras que en 2006, en plena fase de crecimiento económico, el 14% de los empresarios invirtió principalmente para disminuir costos, en 2009 la proporción ascendió al 19%.
Sin embargo, cabe destacar que durante 2009 la mayor parte de las empresas (67%) invirtió procurando avances en términos de productividad y competitividad, ya sea aumentando su capacidad productiva, elaborando nuevos productos o mejorando su capacidad comercial.

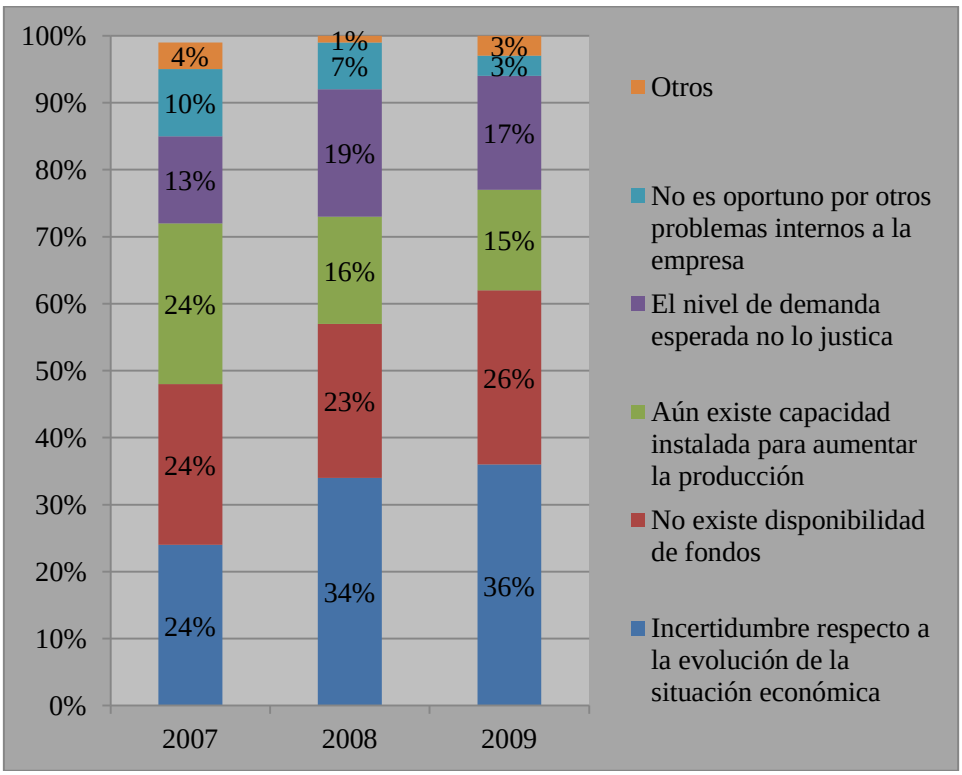
Gráfico 21 - Propósito de las inversiones de las PyME industriales (% de empresas inversoras).



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2006 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Motivos de la no inversión. Tal como se dijo anteriormente, en 2009 la proporción de PyME inversoras fue del 42%, algo menor a la del año anterior. Así, el porcentaje de empresarios que no invirtieron ascendió al 58%.
Más de la tercera parte de los industriales PyME que optaron por no invertir consideraron que el momento no era propicio debido al alto grado de incertidumbre respecto a la evolución de la situación económica en general (Gráfico 22). Dicha proporción se ha ido incrementándo en los últimos dos años. La falta de fondos afectó las decisiones de inversión del 26% de los empresarios, proporción que se mantiene en valores similares desde hace tres años. Para muchos empresarios la disminución de la rentabilidad empresarial, principal fuente de financiamiento de las PyME, y el bajo acceso al crédito externo constituyen obstáculos al momento de llevar adelante proyectos de inversión de envergadura más allá de la inversión de reposición.
Por otra parte, debido a la existencia de capacidad instalada ociosa disponible para aumentar la producción por el menor nivel de actividad industrial, el 15% de las PyME industriales determinó que no hizo necesaria la realización de inversiones en 2009. Asimismo, para el 17% el nivel de demanda esperada no lo justificaba. Finalmente, sólo el 3% de los empresarios manifestó que no consideraron oportuno invertir por problemas internos a la empresa.

Gráfico 22 - Motivos por los cuales las PyME industriales no realizaron inversiones 2007 - 2009 (% de empresas no inversoras)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2007 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Acceso al financiamiento bancario

Más allá de la reducida dimensión del mercado de crédito a nivel macroeconómico, las PyME industriales muestran un importante grado de "autoexclusión" del crédito bancario. Incluso contando con posibilidades de endeudamiento financiero a partir de los indicadores de su firma, la proporción de industriales PyME que directamente no ha solicitado crédito es alta, aunque en los últimos años se ha observado cierto acercamiento gradual al sector bancario.

Durante 2009 el 40% de las PyME solicitó descubierto en cuenta corriente, el tipo de crédito más difundido entre las empresas. En un contexto de incremento de dificultades financieras de corto plazo, la tasa de solicitud fue algo mayor a la del año anterior y considerablemente más elevada con respecto a 2006, mientras que la tasa de rechazo – empresas que no obtuvieron el crédito de las que efectivamente avanzaron con la solicitud – se mantuvo constante en el orden del 14% (aunque más elevada con respecto a 2006).

El crédito bancario bajo la forma de *leasing* – que permite la renta de bienes de uso con opción a compra al finalizar el contrato – constituye la alternativa menos difundida entre los empresarios. La proporción de firmas que efectuaron solicitudes de este tipo había ido en aumento hasta 2008, pero en 2009 cae al 16%, volviendo a ubicarse en valores similares a los de tres años atrás. Tampoco se observan cambios importantes en la tasa de rechazo de este tipo de créditos: 19% en 2009.

Por último, cerca de la tercera parte de las empresas solicitaron créditos bancarios distintos a los anteriores en 2009. En general se trata de préstamos a mediano y largo plazo para financiar inversiones productivas, aunque también se encuentra en esta categoría financiamiento para operaciones de exportación. Desde 2006 se advierte cierto avance en la solicitud de este tipo de créditos (23% de las firmas en 2006 a 30% en 2009), pero todavía es considerablemente alta la proporción de industriales PyME que decidieron no realizar el trámite de solicitud (70%). Asimismo, la tasa de rechazo de estas solicitudes se ha incrementado considerablemente en el mismo período (15% en 2006 a 21% en 2009). Esto significa que no se han logrado avances significativos en el acceso de las PyME a este tipo de créditos.

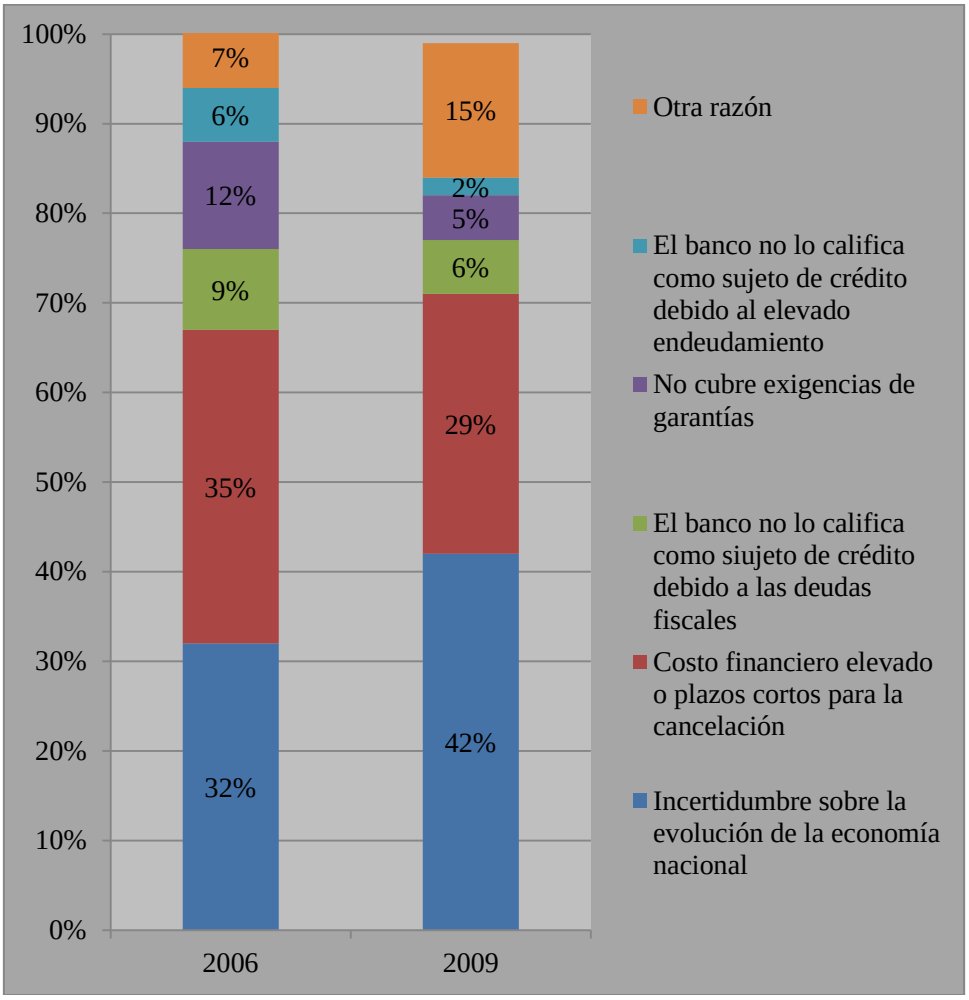
Cuadro 7 – Situación de las PyME industriales frente al crédito bancario.
Tasas de solicitud y rechazo

	2006	2007	2008	2009
Descubierto en cuenta corriente				
Tasa de solicitud	31,10%	36,90%	38,60%	40,10%
Tasa de rechazo	9,00%	9,30%	13,10%	13,70%
Leasing				
Tasa de solicitud	15,50%	17,40%	19,40%	16,10%
Tasa de rechazo	20,60%	17,70%	20,00%	19,10%
Otro tipo de créditos				
Tasa de solicitud	22,90%	28,50%	28,50%	30,50%
Tasa de rechazo	14,80%	17,90%	23,00%	21,40%

Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2006 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.
1 Proporción de empresas que solicitaron el crédito.
2 Proporción de empresas que no obtuvieron el crédito de aquellas que efectuaron la solicitud.

Motivos de no solicitud de créditos. Es importante analizar cuáles son las causas del alto porcentaje de PyME industriales autoexcluidas del crédito bancario. En 2009 el 70% de los empresarios no solicitó créditos de mediano y largo plazo, para el 42% de los cuales la incertidumbre sobre la evolución de la economía nacional no generaba el contexto propicio para contraer deuda. Tres años antes, mientras las empresas todavía atravesaban una fase de crecimiento, en un escenario de mayor actividad económica general, la proporción era diez puntos porcentuales menor. Asimismo, como se dijo anteriormente, el contexto económico nacional constituye además el principal motivo por el cual los empresarios decidieron no realizar inversiones en el año (ver Gráfico 23).
Por otra parte, en 2009 el 29% del empresariado determinó que las condiciones del mercado de crédito en cuanto a costos financieros y/o plazos para la cancelación representaron un obstáculo al evaluar la solicitud del crédito. Durante 2006 esta cuestión también tenía relevancia, y constituyó un impedimento para solicitar créditos para el 35% de las empresas.
Una fracción algo menor pero también importante (13% en 2009) dijo no haber solicitado el préstamo por no calificar como sujeto de crédito ya sea debido a tener deudas fiscales, elevado endeudamiento general o a no cubrir las exigencias en cuanto a garantías. Sin embargo, en los últimos años se observa un avance en este sentido, ya que para 2006 la proporción ascendía al 27%.

Gráfico 23 - Motivo por el cual las PyME industriales no han solicitado crédito bancario distinto al de cuenta corriente (% de empresas). Años 2006 y 2009.

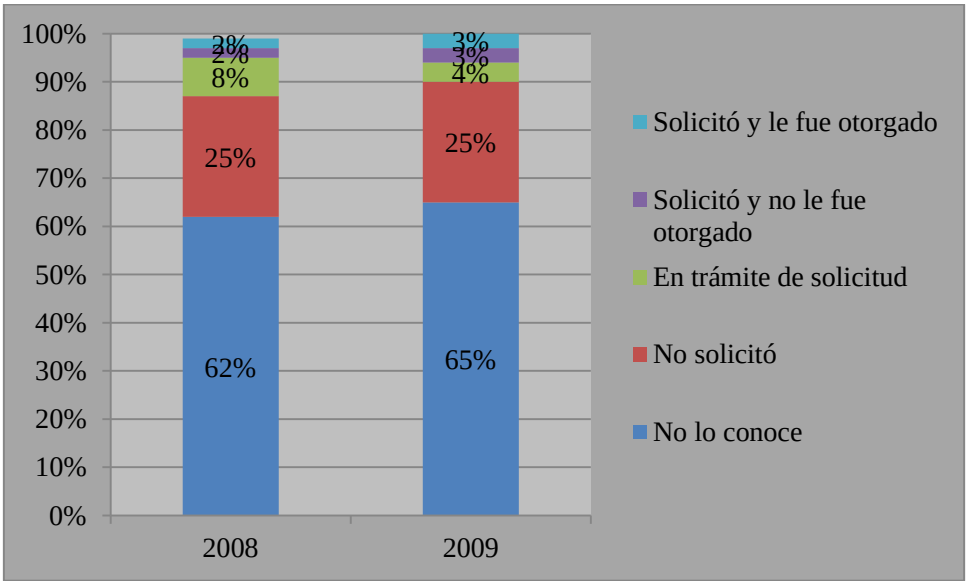


Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Líneas de crédito del Banco Nación. En 2009 estuvo vigente por segundo año consecutivo el programa de crédito del Banco de la Nación Argentina (BNA) destinado a financiar inversión productiva por parte de las PyME del país por un monto de 5 mil millones de pesos.
El financiamiento puede destinarse a la adquisición de bienes de capital (nacionales o extranjeros), a la instalación y/o montaje de accesorios, al capital de trabajo incremental. Los plazos de cancelación son de hasta 10 años con un período de gracia de seis meses, y a una tasa de interés anual del 15% hasta 5 años y variable el resto del período1.
El BNA informó que entre 2008 y 2009 otorgó unos 29 mil préstamos de inversión a micro y PyME de distintas ramas de actividad económica por un monto total de unos 4,8 mil millones de pesos.
Sin embargo, para lograr un impacto profundo en la realidad inversora y en la competitividad de las PyME, es fundamental alcanzar rápidamente valores de

financiamiento que no descienden de los 15 mil millones de pesos, y eso sólo para el caso de las PyME industriales.
A pesar de las favorables condiciones crediticias que ofrece la línea de crédito a micro, pequeñas y medianas empresas del BNA, una parte importante de las PyME del sector industrial todavía desconoce la existencia del programa. En 2009 el 65% de los empresarios manifestó no estar al tanto de la posibilidad de acceder a la línea crediticia, prácticamente la misma proporción a la registrada en 2008.
Por otro lado, entre aquellos industriales PyME que conocen el programa, sólo el 8% (casi el 3% del total del segmento de PyME industriales) obtuvo el crédito en 2009 –dos puntos porcentuales más que en 2008 –, mientras que al 10% (poco más del 3% del total) le fue rechazada la solicitud y el 11% (4% del total) se encontraba en trámite de solicitud.
No se advierten avances significativos en la difusión del programa crediticio entre las PyME industriales en los dos primeros años de ejecución. La mayor parte de las empresas todavía no lo conoce. Por otra parte, entre las solicitudes ya expedidas la tasa de rechazo fue del 34%, casi quince puntos mayor que en 2008.

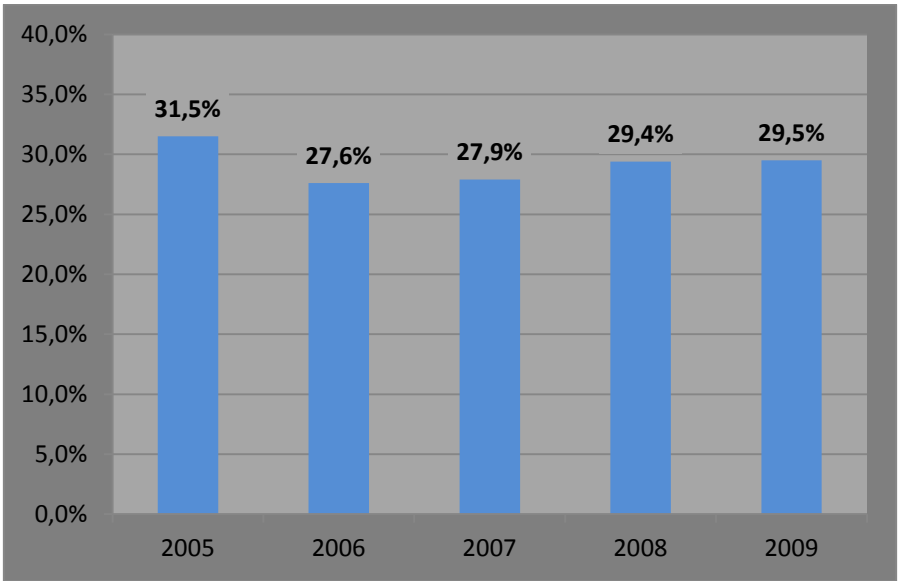
Gráfico 24 – Programa de crédito a PyME del Banco de la Nación Argentina
(% de empresas)



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2008 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Proyectos de inversión demorados por falta de financiamiento. Durante 2009 el 29% de los empresarios manifestó contar con algún proyecto de inversión frenado por falta de financiamiento bancario, consecuencia de las dificultades de las PyME para acceder a este tipo de créditos. El guarismo se mantiene relativamente constante desde 2005.
A su vez, la proporción es especialmente alta para las PyME localizadas en las macro-regiones Noreste Argentino (NEA) y Sur: 41% y 40% respectivamente. En el extremo contrario, el porcentaje de PyME industriales del Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA) con proyecto frenado por falta de financiamiento bancario fue del 25%.

Gráfico 25 - Proporción de empresas con proyecto demorado por falta de financiamiento bancario.



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2005 - 2009.
Fundación Observatorio PyME.

Utilización de programas públicos para el financiamiento

Como se desarrolló anteriormente en este informe, los programas públicos de financiamiento representan una mínima parte del financiamiento de las inversiones de las PyME industriales (ver Gráfico 20). Es por esto que resulta importante analizar el grado de conocimiento y utilización de este tipo de instrumentos por parte de las empresas.

Todavía es baja la difusión de muchos programas públicos de apoyo a PyME entre los empresarios. La proporción de industriales PyME que dijo conocer la existencia de cada uno de los siete programas públicos sobre los cuales se indagó no superó el 40% en ningún caso.

También es importante la proporción de industriales PyME que manifestaron conocer la existencia de los mismos pero no haberlos utilizado en los últimos dos años: va del 25% en el caso del FFI del CFI, al 38% para el FONAPyME de SSEPYME.

Sin embargo, si bien el porcentaje de empresas que utilizaron los programas es bajo –entre el 1% y el 4% dependiendo del caso- en líneas generales los resultados han sido satisfactorios.

4. CONCLUSIÓN

El objetivo del trabajo fue realizar una investigación que identificara los determinantes de la estructura financiera de las empresas PYME del mercado local, a partir de los fundamentos que aporta la teoría de jerarquía de preferencias o pecking order. Con tal fin, el trabajo pretendió encontrar evidencia a favor del cumplimiento de las hipótesis de la teoría.

A su vez, la revisión de los principales aportes teóricos ha permitido determinar los factores relevantes en la decisión de financiamiento, tales como: rentabilidad, estructura de los activos, oportunidades de crecimiento, tamaño, edad de la firma, efectos fiscales, entre otros.

El relevamiento de las investigaciones evidencia una significativa relación negativa de los fondos generados internamente con el grado de apalancamiento de las compañías, de acuerdo a lo planteado por la teoría de la jerarquía de preferencias. Así también, se observa una relación significativa positiva entre las oportunidades de crecimiento de las empresas, y el tamaño con el nivel de endeudamiento.

Los resultados del mercado local, de acuerdo a la investigación efectuada por el Observatorio PyME, evidencian la existencia de problemas en el acceso al mercado financiero. Las empresas pequeñas presentan un menor grado de endeudamiento bancario, pero un nivel alto de endeudamiento fiscal y/o comercial, que actuarían como sustituto del primero. La financiación externa es menor, conformándose una estructura de capital, basada en la reinversión de utilidades y en el aporte de socios. Si las fuentes principales de financiamiento son fondos autogenerados y se supone que la rentabilidad de las PyMEs argentinas es limitada, se podría argumentar la existencia de restricciones en la evolución del sector dentro del sistema productivo.

Los trabajos de Ang (1991), Holmes y Kent (1991), Frank y Goyal (2003), Sogorb (2002) y Aybar et al (2000), refieren a la existencia de factores específicos de las pymes, que muestran evidencia de la capacidad explicativa de la teoría, pero modificando el orden de las jerarquías en las fuente de fondos. En particular, como señala Aybar et al (2004), los investigadores han señalado que las pymes se caracterizan por enfrentar serios problemas de información asimétrica, los cuales se profundizan en economías con mercados no desarrollados.

De acuerdo a lo mencionado podemos contrastar lo indicado por Aybar (2004) , en las pymes o en los casos de mercados no eficientes y que se caracterizan por una baja participación en la financiación del mercado de capitales, el orden de jerarquías de preferencias se vería alterado, dado que los costos de información varían respecto a los casos de actuación en mercados de capitales eficientes. Siendo el orden de preferencia:

- Primero las fuentes internas
- Luego los aportes de los propios propietarios
- Por último la emisión de deuda, y en particular de corto plazo

La investigación es relevante considerando el alcance y limitación mencionados en los puntos siguientes: 1) Escasez de trabajos empíricos en países emergentes, en los cuales el funcionamiento de los mercados financieros difiere de los desarrollados, 2) información relevante para empresarios, 3) información relevante para definir políticas que promuevan la inversión y la generación de empleo, 4) necesidad de información y análisis para enfocar los problemas de definición de políticas públicas

Es imprescindible profundizar en las investigaciones sobre estructura de capital Pymes del mercado local; no solo como fuente de análisis e información, sino también, como diagnostico para el desarrollo de alternativas de la estructura financiera.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ang, J. S.; Chua, J.H. y Mc Connell, J.J. (1982):"The administrative costs of corporate bankruptcy: a note", The journal of Finance, vol.37, num. 1, pp.219 – 226

Ang, J.S. (1991):" Small business uniqueness and the theory of financial management", The journal of Small Business Finance, vol. 1, num. 1, pp. 1-13

Altman, E. (1984):"A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", Journal of finance, vol. 39, pp. 1067-1089

Aybar, C. y Lopez, J. (2000):" An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies", Small Business Economics, vol. 14 num.1, pp. 55-63

Aybar, A., Casino, A. y Lopez, J. (2004):" La estructura de capital de la pequeña y mediana empresa". Moneda y Credito, vol. 219, pag 71

Barclay, M. y Smith, C.W. (1999):"The capital structure puzzle: another look at the evidence", Journal of Applied Corporate Finance, vol.12, num 1, pp 8-20

Bebczuk, R. (2004):"What determines the access to credit by SME's in Argentina?", Documento de trabajo Nª 48, UNLP.

Cristini, M., Acosta, P.y Susmel, N. (2003):"Productividad y crecimiento de las pymes:la evidencia Argentina en los '90", Documento de trabajo Nª 76, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).

Diamond, D.W. (1989):"Reputation, acquisition in debt market" Journal of Political Economic, 97, pg. 828-862

Donaldson, G. (1961):" Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", Graduate School of Business, Harvard University Press, Boston, Massachusetts

Fama,E.F.y French, K.R. (2000):"Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt", Working paper 505, Graduate School of Business, University of Chicago, Chicago Illinois.

Fama, E.F. (1978):"The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders", American Economic Review, vol. 68, pp. 272-284

Fanelli, J. et al (2001), "Determinants and consequences of Financial constraints facing firms in Argentina", XXXVI Reunion anual de AAEP

Frank, M.Y Goyal, V. (2000):" Testing the pecking order theory of capital structure" Working paper, Mimeo.

Frank, M.Y Goyal, V. (2003):" Testing the pecking order theory of capital structure" Journal of Financial Economics, vol. 67, pp. 175-382

Fundación Observatorio Pyme, "Desempeño productivo de las Pymes industriales durante 2009 y expectativas 2010", "Situación actual y perspectivas para 2010 de la inversión y el financiamiento de las Pymes industriales"

Giner, B. (1995):"La divulgación de información financiera. Una investigación empírica". ICAC.

Hall, G. Hutchinson, P. y Michaelas, N. (2000):" Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure", Internal Journal of the Economics of Business , vol.7, num.3,pp 297-312

Harris, M. y Raviv A. (1991): "The theory of capital structure", Journal of Finance, vol. 46, num.1, pp. 297-355

Holmes, S. y Kent, P. (1991):" An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", The journal of Small Business Finance, vol. 1, num. 2 pp. 141-154

Jensen, M.C. y Meckling W. (1976):"Theory of the firm: managerial behavior. Agency Cost and Ownership Structure". Journal of Financial Economics, vol. 3, pp. 305-360

Jensen , M.C. (1986):"Theory of the firm: managerial behavior. Agency Cost and Ownership Structure". The American Economic Review, 76 (2), May, pp. 323-329

Mascareñas, J. (2001):" La estructura de capital optima", documento de trabajo, Universidad Complutense de Madrid.

Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958):" The cost of capital corporation finance and the theory of investment", The American Economic Review", vol. 68, num. 3, pp. 261-297

Modigliani, F. y Miller, M.H. (1963):"Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", The American Economic Review", vol. 53, num. 2, pp. 433-443

Myers, S. (1984):"The capital structure puzzle", Journal of Finance, July, pp. 595-62

Myers, S. y Majluf, N.S. (1984):" Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, num.13, pp, 187-221

Myers, S. (1977):" Determinants of corporate borrowing" Journal of finance economics, vol. 5, pp 147-175

Leland, H. y Pyle, D. (1977):"Information asymmetric financial structure, and financial indetermination", The journal of finance, vol.32, pp.371-388

Leland, H. (1998):"Agency costs, risk management and capital structure". Journal of Finance, vol. 53, pp. 1213-1243

Rajan, R.G.y Zingales, L.(1995):"What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The journal of finance,vol.50 num.5 December, pp. 1421-1460

Ross, S.A. (1977):" The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", Bell journal of Economics, vol. 8, pp 23-40

Shyman-Sunder, L. y Myers, S. (1999):" Testing statics trade off against pecking order models of capital structure", Journal of Financial Economics, vol. 51, pp. 219-244

Sogorb F. (2002):"Estudio de los determinantes de la estructura de capital" de Pymes: aproximación empírica al caso español", Tesis Doctoral.

Stiglitz, J.E. (1974):" On the irrelevance of corporate financial policy", The American Economic Review, vol.64, num. 6, pp 851-866

Titman, S. y Wesseles, R. (1988): "The determinants of capital choice", The journal of Finance, vol.43 num. 1, pp 1-19

Vigier, H. (1995), Seminario:"Problemas de Financiación e Inversión en las Pymes en Argentina". Universidad Rovira i Virgili. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Reus. España.

Zingales, L. (2000):"In search of new foundations", The journal of finance, vol.40, num. 4,pp. 1623-1653

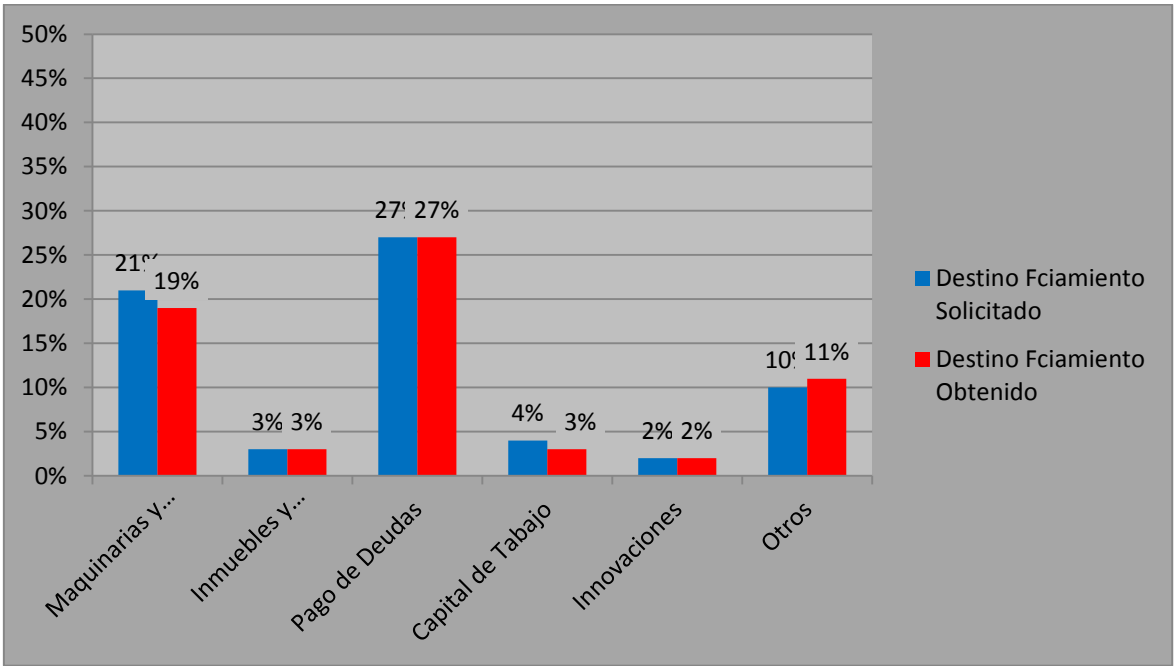
6. ANEXOS

INFORME MAPA PYME – SEPYME

1. INFORMACIÓN DEL FINANCIAMIENTO DEL LOCAL

El 24% de los locales pyme del país solicitó financiamiento (bancario o no bancario), durante el segundo semestre de 2008. De estos, el 88% lo obtuvo.
La mayor proporción de locales que solicitó financiamiento la presenta el sector industrial, en donde el 31% de locales lo solicitó, en contraste con el sector hoteles, en dónde un 15% de los locales lo solicitó.
Respecto a la obtención del mismo, el 96% de los locales del sector restaurantes que solicitó financiamiento durante este período lo obtuvo, mientras que el 72% de los locales del sector hoteles que habían solicitado financiamiento también lo obtuvo.

Gráfico 6.1.1: Destino del financiamiento del local - locales que han solicitado y obtenido financiamiento bancario durante el segundo semestre de 2008 – en porcentaje por sector de actividad – TOTAL ARGENTINA.



A partir de gráfico 6.1.1 se observa que para los locales pyme del país el destino del financiamiento solicitado fue similar al destino del financiamiento obtenido. Los locales solicitaron en mayor medida financiamiento para destinarlo a capital de trabajo, y una vez obtenido, este financiamiento fue de hecho destinado para tal fin. Lo mismo sucedió con el pago de deudas y la maquinaria y equipos, segundo y tercer destino del financiamiento para el cual se solicitó, también al cual se destinó una vez obtenido.

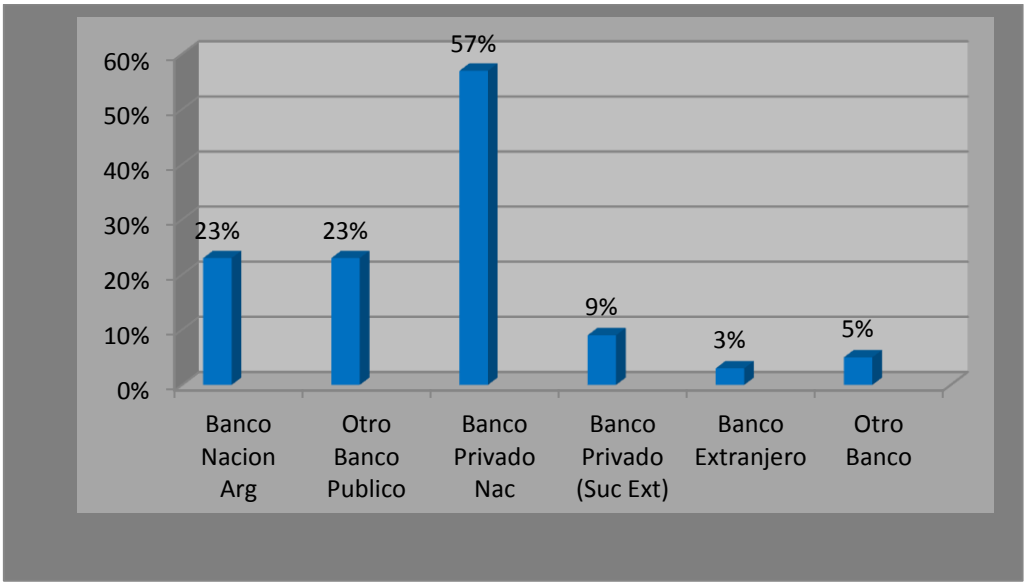
USO DEL SISTEMA BANCARIO

El 43% de los locales pyme del país operó, durante el segundo semestre de 2008, con sólo un banco, mientras que un 37% lo hizo con 2 ó 3 bancos.

Cuadro 6.2.1: Financiamiento bancario - locales que han solicitado y obtenido financiamiento bancario durante el segundo semestre de 2008 – en porcentaje por sector de actividad – **TOTAL ARGENTINA.** Sector de actividad / Financiamiento bancario	Solicitó	Obtuvo el…	Con la solicitud en trámite…
INDUSTRIA	22%	83%	2%
COMERCIO	15%	88%	2%
HOTELES	10%	53%	24%
RESTAURANTES	15%	91%	0%
RESTO DE SERVICIOS	14%	69%	16%
ARGENTINA 007 (II sem 2008)	**17%**	**81%**	**6%**
ARGENTINA 006 (I sem 2008)	**13%**	**74%**	**8%**

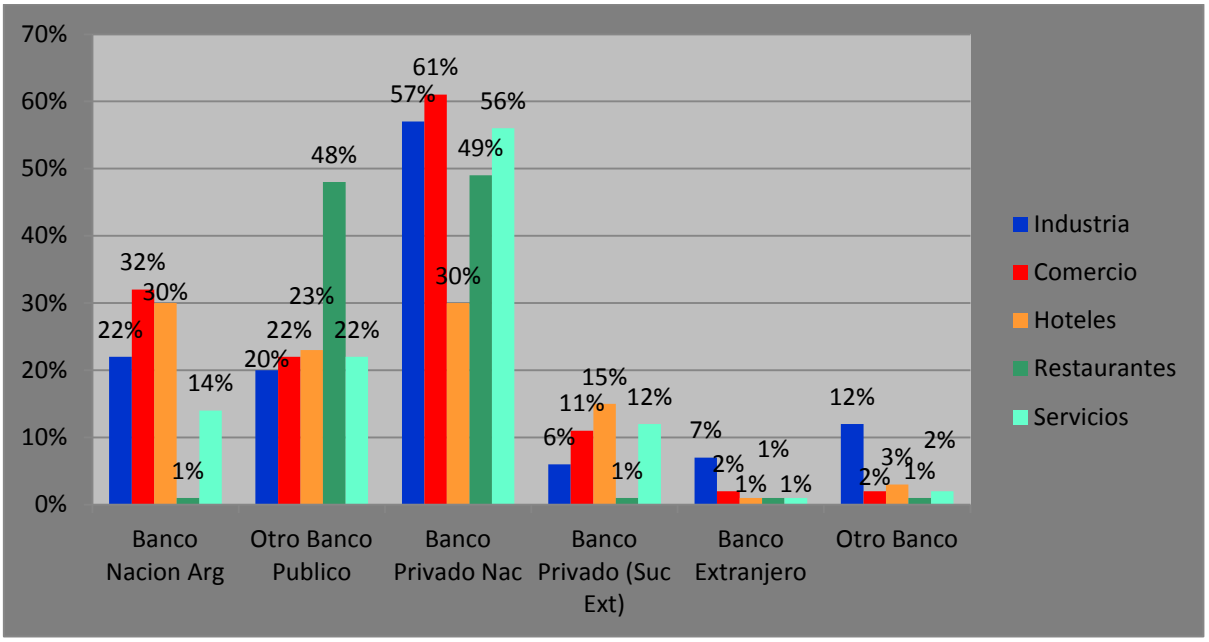
El 50% de los locales pyme del país que solicitó financiamiento bancario ofreció como principal garantía, una personal. Por otro lado, un 18% ofreció una garantía prendaria al momento de solicitar financiamiento bancario, y otro 24%, no ofreció ningún tipo de garantía.

Gráfico 6.1.2: Origen del crédito bancario otorgado – financiamiento obtenido durante el segundo semestre de 2008, distribución de locales – **TOTAL ARGENTINA**. Esta es una pregunta que admite más de una respuesta cuando se indaga respecto de los orígenes del financiamiento, por lo que un local puede marcar más de una opción



El origen del crédito bancario a los locales pyme del país es predominantemente nacional. El 57% de los locales obtuvo crédito bancario por parte de bancos privados nacionales, en tanto que una mitad de los locales que solicitan crédito bancario lo obtuvieron a partir de algún banco público.

Gráfico 6.1.3: Origen del crédito bancario otorgado – financiamiento obtenido durante el segundo semestre de 2008, distribución de locales por sector de actividad – **TOTAL ARGENTINA**.

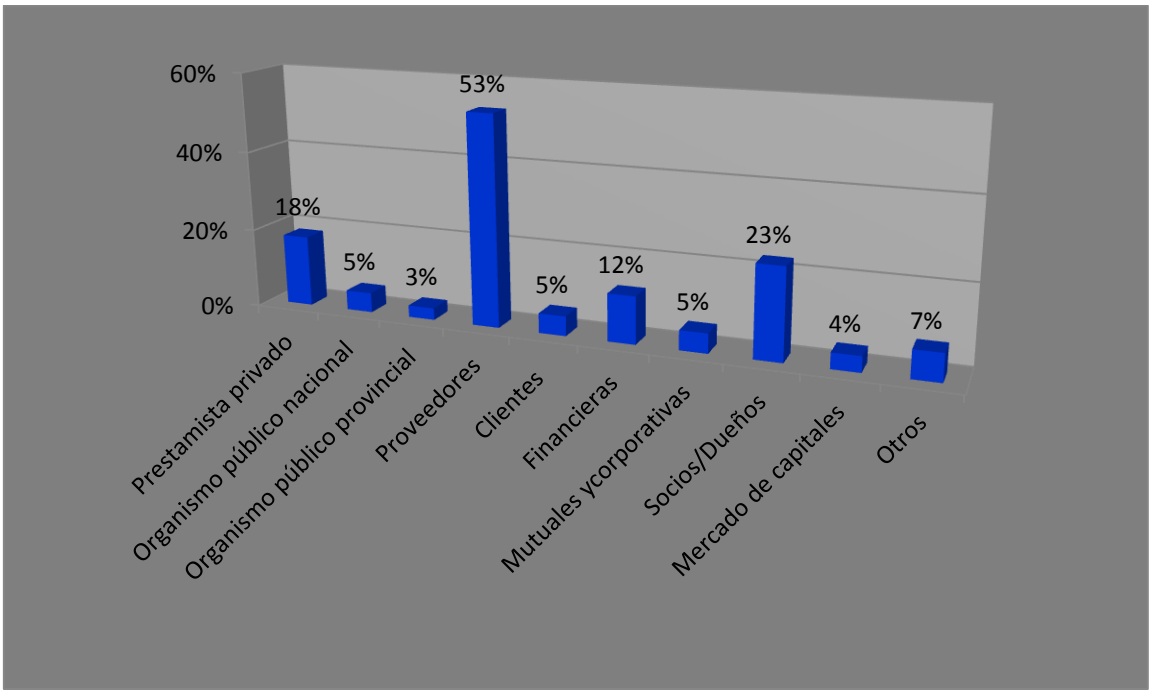


OTRAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Cuadro 6.2.2: Financiamiento no bancario – locales que han solicitado y obtenido financiamiento no bancario durante el segundo semestre de 2008 – en porcentaje por sector de actividad – **TOTAL ARGENTINA.** Sector de actividad / Financiamiento no bancario	Solicitó	Obtuvo el…	Con la solicitud en trámite…
INDUSTRIA	16%	88%	4%
COMERCIO	11%	99%	0%
HOTELES	8%	96%	3%
RESTAURANTES	11%	98%	1%
RESTO DE SERVICIOS	10%	89%	4%
ARGENTINA 007 (II sem 2008)	**12%**	**93%**	**3%**
ARGENTINA 006 (I sem 2008)	**8%**	**86%**	**4%**

Gráfico 6.1.4: Origen del financiamiento otorgado – financiamiento obtenido durante el segundo semestre de 2008, distribución de locales – **TOTAL ARGENTINA**.

Esta es una pregunta que admite más de una respuesta cuando se indaga respecto de los orígenes del financiamiento, por lo que un local puede marcar más de una opción.



El financiamiento no bancario concentra su origen principalmente en los proveedores de los locales pyme. Más del 50% de locales que solicitaron financiamiento no bancario lo obtuvo de esta forma, mientras que un 23% y 18%, lo obtuvo de Socios/Dueños y de Prestamistas privados, respectivamente.

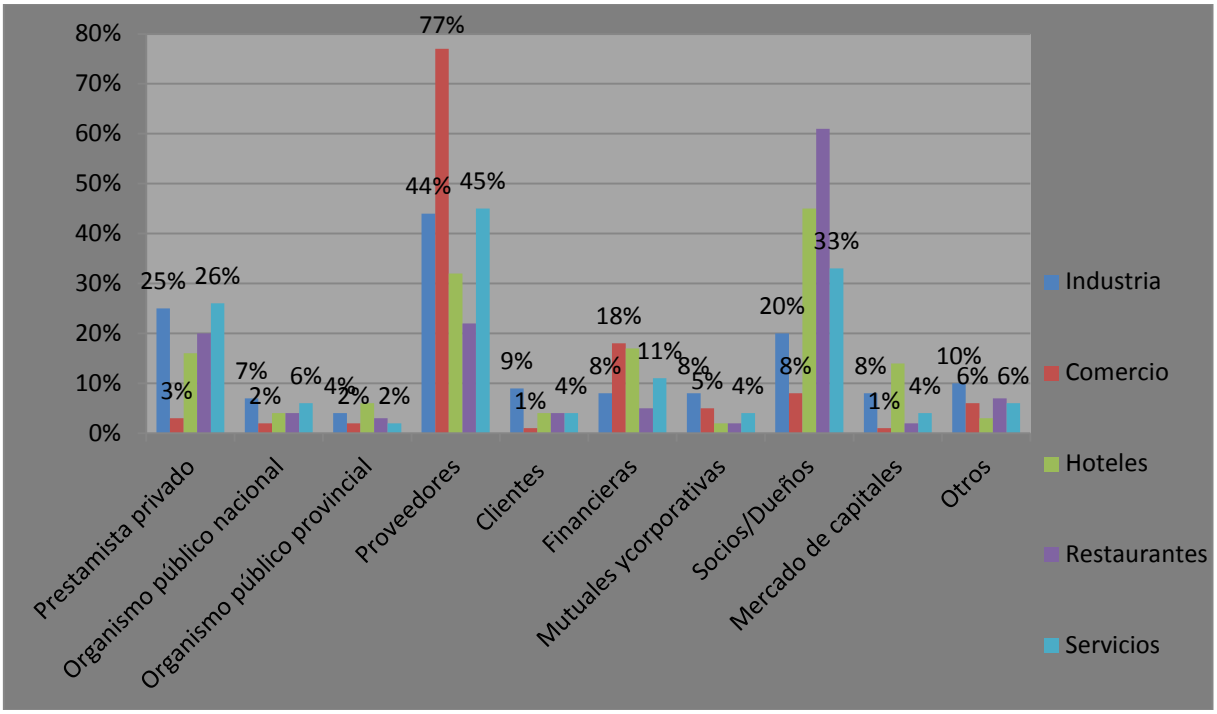


Gráfico 6.1.5: Origen del financiamiento otorgado – financiamiento obtenido durante el segundo semestre de 2008, distribución de locales por sector de actividad – **TOTAL ARGENTINA**.

1. INFORMACIÓN DE INVERSIÓN Y CAPACIDAD PRODUCTIVA DEL LOCAL

INVERSIÓN

Se considera **inversión** al empleo de capital destinado a la adquisición/ reparación/ desarrollo/ creación de máquinas, equipos e instalaciones, capacitación en RRHH, entre otras, con el fin de mejorar la productividad, ampliar la capacidad y eficiencia dentro de la organización, correspondiente al local.

Cuadro 6.2.3: Locales que han realizado inversiones durante el segundo semestre del 2008 - cantidad de locales por sector de actividad - **TOTAL ARGENTINA.**

Sector de actividad	Invirtió	Financiamiento de la inversión				
		Crédito bancario	Crédito no bancario	Capital propio	Mixto	
INDUSTRIA	23%	---------	7%	4%	64%	25%
COMERCIO	13%	---------	6%	2%	55%	37%
HOTELES	22%	---------	7%	8%	68%	17%
RESTAURANTES	7%	---------	6%	6%	53%	35%
RESTO DE SERVICIOS	21%	---------	3%	5%	67%	25%
ARGENTINA 007 (Año 2008)	**18%**	---------	**5%**	**4%**	**63%**	**28%**

Para el 48% de los locales pyme del país, las inversiones realizadas durante el año 2008 ampliaron su capacidad productiva, proporción que aumenta a la mitad del total en el caso de los locales industriales.

ANEXO I
Indicadores Económicos y Financieros 2007 / 2008

Indicador	Descripción	AMBA	CENTRO	CUYO	NEA	NOA	SUR	Promedio PyME industriales
De Gestión y Estructura								
Liquidez de la Inversión	Activo Corriente / Activo Total	0,67	0,68	0,66	0,68	0,53	0,58	0,64
Inmovilización del Activo	Activo no Corriente / Activo Total	0,33	0,32	0,34	0,32	0,47	0,42	0,36
Inmovilización del Capital Propio	Activo no Corriente / Patrimonio Neto	0,72	0,70	0,61	0,55	0,98	1,01	0,75
Tasa de cobertura de la inmovilización de las inmovilizaciones	(Patrimonio Neto + Pasivo no Corriente) / Activo no Corriente	1,79	1,80	1,85	2,29	1,48	1,36	1,72
Rotación del Capital Invertido	Cantidades vendidas / Activo no Corriente	3,83	3,93	3,14	2,86	1,88	3,04	3,27
Rotación del Activo Corriente	Cantidades vendidas / Activo Corriente	1,92	1,88	1,59	1,36	1,64	2,17	1,82
Rotación de Inventarios	Cantidades vendidas / Bienes de Cambio	5,54	4,86	4,04	2,65	4,35	5,18	4,83
Financieros								
Liquidez Corriente	Activo Corriente / Pasivo Corriente	1,65	1,62	1,76	2,57	1,72	1,35	1,66
Relación de Capital Corriente y Activo Total	(Activo Corriente - Pasivo Corriente) / Activo Total	0,26	0,26	0,29	0,41	0,22	0,15	0,26
Liquidez Seca o “prueba ácida”	(Activo Corriente - Bienes de Cambio) / Pasivo Corriente	1,08	0,99	1,07	1,25	1,07	0,78	1,04
Días de existencia de Bienes de cambio	Bienes de cambio x 365 / (Ventas - Resultado Bruto)	70,6	72,9	91,5	120,3	95,5	70,7	78,0
De Endeudamiento								
Cociente de Endeudamiento	Pasivo Total / Patrimonio Neto	1,17	1,17	0,81	0,71	1,10	1,42	1,10
Cociente de Endeudamiento a Corto Plazo	Pasivo Corriente / Patrimonio Neto	0,87	0,90	0,68	0,45	0,65	1,05	0,81
Cociente de Endeudamiento a Largo Plazo	Pasivo no Corriente / Patrimonio Neto	0,29	0,26	0,13	0,26	0,45	0,38	0,29
Endeudamiento Financiero Total	Deudas financieras totales / Ventas	0,07	0,08	0,10	0,09	0,15	0,16	0,09
Endeudamiento Financiero de Corto Plazo	Deudas financieras corrientes / Ventas	0,05	0,04	0,08	0,04	0,04	0,11	0,06
Incidencia Endeudamiento de Corto Plazo	Deudas financieras corrientes / Deudas totales	0,76	0,53	0,83	0,49	0,28	0,70	0,62
Capital de Giro								
Financiación con Capital Propio	(Patrimonio Neto - Activo no Corriente) / Activo Corriente	0,19	0,20	0,32	0,39	0,02	-0,01	0,19
Financiación con Capital de Terceros	Pasivo / Activo Corriente	0,81	0,80	0,68	0,61	0,98	1,01	0,81
Capital Inmovilizado								
Financiación con Capital Propio	Patrimonio Neto / Activo no Corriente	1,38	1,43	1,64	1,81	1,02	0,99	1,33
Financiación con Capital de Terceros	1 - (Patrimonio Neto / Activo no Corriente)	-0,38	-0,43	-0,64	-0,81	-0,02	0,01	-0,33
Aplicaciones del Capital Propio								
Aplicación a Capital de Giro Propio	(Patrimonio Neto - Activo no Corriente) / Patrimonio Neto	0,28	0,30	0,39	0,45	0,02	-0,01	0,25
Aplicación a Capital Propio	Activo no Corriente / Patrimonio Neto	0,72	0,70	0,61	0,55	0,98	1,01	0,75

Indicador	Descripción	AMBA	CENTRO	CUYO	NEA	NOA	SUR	Promedio PyME industriales
Financiamiento de la Inversión								
Con Capital de Terceros	Pasivo / Activo	0,54	0,54	0,45	0,42	0,52	0,59	0,52
Con Capital de Terceros a Corto Plazo	Pasivo Corriente / Activo	0,40	0,42	0,38	0,26	0,31	0,43	0,39
Con Capital de Terceros a Largo Plazo	Pasivo no Corriente / Activo	0,14	0,12	0,07	0,15	0,21	0,16	0,14
Con Capital Propio (Cociente de Solvencia)	Patrimonio Neto / Activo Total	0,46	0,46	0,55	0,58	0,48	0,41	0,48
Grado de Capitalización	Patrimonio Neto / Deudas financieras totales	4,37	3,62	4,28	5,81	2,97	1,66	3,60
Margen de Utilidad y Rentabilidad								
Relación de Rentabilidad Bruta	Resultado Bruto / Ventas	25,5%	17,9%	21,3%	8,8%	30,1%	20,7%	22,8%
Incidencia Resultado Neto	Resultado Neto (antes de impuestos) / Resultado Bruto	0,41	0,32	0,28	0,27	0,27	0,31	0,35
Rendimiento del Capital (ROE)	Resultado Neto (antes de impuestos) / Patrimonio Neto	36,2%	19,8%	14,4%	4,7%	18,8%	24,8%	24,3%
Rendimiento del Activo (ROA)	Resultado Neto (antes de impuestos) + Costos Financieros / Activo Total	16,7%	9,1%	7,9%	2,8%	9,0%	10,2%	11,6%
Rendimiento de las Ventas (ROS)	Resultado Neto (antes de impuestos) / Ventas	10,4%	5,7%	6,0%	2,4%	8,2%	6,4%	7,9%
EBIT*	(Resultado neto + Costos financieros) / (Activo Total - Deudas financieras)	18,7%	10,5%	9,1%	3,1%	10,7%	13,6%	13,4%
Leverage o Apalancamiento	ROE / ROA	2,17	2,17	1,81	1,71	2,10	2,42	2,10

*Earnings before interests and taxes

Información por Sector Industrial

Desempeño productivo durante 2008	% de PyME en fase de crecimiento durante 2008	Proporción de PyME con más del 70% de uso de capacidad instalada	Evolución de los ocupados totales I-Sem 2008 vs I-Sem 2007	Rentabilidad Neta sobre Ventas (ROS)	Retorno sobre Activos (ROA)	Retorno sobre Patrimonio Neto (ROE)
Alimentos y bebidas	64,4%	50,5%	1,0%	6,5%	10,2%	23,0%
Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado	53,5%	48,8%	-0,2%	8,0%	13,9%	34,7%
Madera, corcho y paja	49,4%	47,5%	2,0%	5,9%	7,8%	16,0%
Papel, edición e impresión	63,3%	42,7%	2,7%	5,9%	11,3%	24,6%
Sustancias y productos químicos	75,6%	68,7%	-4,3%	8,5%	13,8%	34,6%
Productos de caucho y plástico	65,4%	55,7%	3,3%	8,9%	16,0%	29,6%
Vidrio, cerámica y minerales no metálicos	66,2%	42,5%	1,6%	6,2%	7,8%	15,4%
Metales comunes y productos de metal	71,0%	48,4%	3,5%	10,7%	13,6%	25,0%
Maquinaria y equipo	64,4%	58,4%	2,9%	11,0%	18,5%	28,8%
Aparatos eléctricos, electrónicos e instrumentos de precisión	60,2%	58,7%	-1,2%	6,7%	8,9%	16,0%
Automotores y autopartes	67,3%	60,8%	6,8%	5,4%	8,9%	25,0%
Otras actividades	77,1%	53,0%	6,4%	8,8%	7,6%	18,2%
Promedio PyME industriales	64,7%	52,1%	1,9%	7,9%	11,6%	24,3%

Inversión	**% de PyME inversoras en 2008**	**Promedio de inversión sobre ventas en 2007**	**Promedio de inversión en maquinaria y equipo sobre ventas en 2007**	**% de PyME con parque de maquinarias modernas**
Alimentos y bebidas	51,0%	3,6%	2,4%	56,1%
Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado	32,1%	6,1%	4,1%	55,6%
Madera, corcho y paja	27,3%	10,1%	5,0%	49,6%
Papel, edición e impresión	55,2%	13,9%	9,5%	67,7%
Sustancias y productos químicos	60,2%	5,4%	4,0%	50,4%
Productos de caucho y plástico	49,3%	7,6%	5,0%	56,8%
Vidrio, cerámica y minerales no metálicos	51,0%	10,2%	7,0%	49,7%
Metales comunes y productos de metal	39,1%	9,6%	6,1%	52,8%
Maquinaria y equipo	51,0%	5,3%	3,9%	60,4%
Aparatos eléctricos, electrónicos e instrumentos de precisión	50,5%	9,3%	5,0%	62,3%
Automotores y autopartes	53,3%	6,0%	2,2%	45,9%
Otras actividades	31,3%	8,2%	2,0%	57,4%
Promedio PyME industriales	44,5%	6,9%	4,3%	56,0%

Financiamiento	**% de PyME que solicitaron descubierto en cuenta corriente durante 2008**	**% de PyME que solicitaron otros créditos durante 2008**	**% de PyME que solicitaron leasing durante 2008**	**Proporción de la inversión financiada con recursos propios**
Alimentos y bebidas	36,2%	22,7%	14,5%	63,1%
Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado	29,2%	24,1%	18,5%	44,5%
Madera, corcho y paja	24,6%	13,0%	4,7%	82,4%
Papel, edición e impresión	43,8%	25,4%	20,2%	54,0%
Sustancias y productos químicos	41,2%	22,6%	20,5%	57,8%
Productos de caucho y plástico	26,0%	20,1%	20,8%	59,1%
Vidrio, cerámica y minerales no metálicos	45,5%	22,5%	14,0%	73,4%
Metales comunes y productos de metal	29,9%	19,8%	11,2%	69,9%
Maquinaria y equipo	30,6%	22,3%	14,6%	60,2%
Aparatos eléctricos, electrónicos e instrumentos de precisión	25,4%	22,5%	11,8%	68,9%
Automotores y autopartes	44,9%	28,5%	17,9%	64,7%
Otras actividades	35,1%	19,4%	17,7%	49,2%
Promedio PyME industriales	33,5%	21,9%	15,6%	60,8%

Indicadores económico - financieros	**Coeficiente de solvencia (Patrimonio Neto / Activo)**	**Grado de capitalización (Patrimonio Neto / Préstamos totales)**	**Liquidez Seca (Activo Corriente - Bienes de Cambio) / Pasivo Corriente**	**Rotación del Capital Invertido (Cantidades vendidas / Activo no Corriente)**
Alimentos y bebidas	44,5%	2,22	0,82	3,76
Textiles, prendas de vestir, productos de cuero y calzado	40,1%	3,41	0,91	7,78
Madera, corcho y paja	48,9%	3,70	1,08	2,54
Papel, edición e impresión	46,1%	3,34	1,03	4,15

Sustancias y productos químicos	39,8%	7,86	1,14	5,11
Productos de caucho y plástico	54,1%	5,25	1,00	4,36
Vidrio, cerámica y minerales no metálicos	50,6%	4,77	1,15	2,53
Metales comunes y productos de metal	54,5%	7,98	0,96	2,37
Maquinaria y equipo	64,1%	8,03	1,85	5,41
Aparatos eléctricos, electrónicos e instrumentos de precisión	55,9%	3,20	1,41	3,80
Automotores y autopartes	35,4%	3,60	0,85	4,12
Otras actividades	41,7%	3,41	0,89	1,14
Promedio PyME industriales	47,7%	3,60	1,04	3,27

Fuente: Fundación Observatorio Pyme

7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO

8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.)