

Las decisiones de financiamiento en las PYMES: Un caso exploratorio

Pérez, Jorge Orlando

Tamagno, Mario Raúl

Conrero, Cristina

Vinanti, Mauricio

(*)

Este trabajo, se propone describir algunas cuestiones particulares del financiamiento de las Pyme radicadas en la ciudad de Villa María, en aras de obtener algunas conclusiones que permitan determinar líneas de trabajo que posibiliten un estudio más profundo para la mejora en el aspecto señalado, las que con algunas adaptaciones podrían ser trasladadas a otros ámbitos geográficos.

Para establecer un marco de referencia al objeto de estudio, se realiza en primer lugar una descripción sobre las principales teorías respecto a la estructura de financiamiento en general, así como a las conclusiones que arriban distintos estudios enfocados a la problemática de las Pyme. Señalándose algunos aspectos que los autores de este trabajo entienden esenciales para comprender este fenómeno. Por último, a través de un estudio de caso exploratorio se intenta probar la medida en que se cumplen los postulados teóricos en las empresas seleccionadas.

Principales teorías sobre el financiamiento

La cuestión referida a la estructura de capital ha merecido un importante tratamiento en las finanzas, habiéndose postulado diversas teorías que han ido profundizando el tema, cuyos primeros aportes fueron analizados en condiciones de mercados desarrollados. La que se conoce como teoría tradicional sobre este aspecto, tuvo su impulso hacia mediados del siglo XX, siendo uno de sus principales propulsores Durand (1952), postulando que un moderado uso del endeudamiento permite reducir el costo del capital, generando el crecimiento del valor de la empresa. Si el uso del capital ajeno se incrementa, crece el riesgo de insolvencia y éste se manifiesta en la caída del valor de las acciones. La empresa debe acertar en la mezcla de financiamiento, que se alcanza cuando el costo del capital se hace mínimo y el valor de la empresa máximo (López Dumrauf, 2003).

Posteriormente, irrumpen con su teoría Modigliani y Miller (1958) sosteniendo que, el costo de capital promedio ponderado es constante e independiente de las proporciones entre capitales propios y ajenos. Al incrementarse el endeudamiento aumenta el riesgo de cesación de pagos, pero la mayor tasa de interés que exigirían los acreedores se compensa con el menor rendimiento que requerirían los accionistas. Bajo esta tesis, el administrador financiero debe enfocarse al rendimiento de sus activos, ya que la decisión de financiamiento pasa a ser irrelevante. Estos postulados serían válidos en un mercado eficiente donde las anomalías de precios y tasas se anulen rápidamente.

En una segunda proposición Modigliani y Miller (1959) sostienen que la rentabilidad de la firma es una función lineal y directa de su endeudamiento multiplicada por el diferencial de rendimiento, sumando la tasa básica de costo de capital, todo a valores de mercado; mencionando una proporción de endeudamiento máximo para cada sector de la economía.

En un artículo posterior, Modigliani y Miller (1963) generan una tercera proposición, desarrollando el efecto impositivo en la toma de financiamiento de los acreedores. Al ser deducibles los intereses del impuesto a las ganancias, parte del costo del endeudamiento es soportado por el gobierno y el valor de la empresa se ve incrementado por el efecto fiscal (Drimer, 2011). Más tarde, Miller (1977) introduce el efecto impositivo sobre la renta personal.

A partir de entonces, distintos autores comienzan a desarrollar aspectos relacionados con las imperfecciones de los mercados, surgiendo cuestiones como los costos de agencia (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Diamond, 1989; Jensen, 1986), la información asimétrica (Stiglitz y Weis, 1981; Petersen y Rajan, 1994), la teoría del equilibrio estático o trade-off theory (Kraus y Litzenberger, 1973; Kim, 1978; Brennan y Schwartz, 1978) y las jerarquías financieras (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). A continuación, se describe el concepto fundamental que dichas teorías consideran.

Costos de agencia. Se analizan los conflictos de intereses entre los propietarios del capital y los administradores del mismo, proponiendo que es posible buscar una estructura de financiamiento óptima que minimice los costos de agencia y maximice el valor de la empresa. El supuesto esencial de esta teoría es que el rol del inversionista y el administrador no se configuran en una misma persona.

Teoría de la información asimétrica. Los distintos agentes no tienen acceso al mismo nivel de información, generando decisiones antieconómicas por el hecho de no recibir información adecuada, lo cual incide al momento de buscar financiamiento.

Teoría del trade-off o del equilibrio de la estructura de capital. A partir de los costos en que se incurriría al tener dificultades financieras y de los costos de agencia, se busca establecer la combinación óptima de las fuentes financieras.

Teoría de la jerarquía de preferencias (pecking order). Afirma que no existe una estructura óptima de financiamiento, sino que los administradores recurren a una escala de jerarquías, utilizando en primer lugar a los fondos autogenerados, fundados en la asimetría de la información que les dificulta el acceso a financiamiento externo.

Más recientemente, a fines del siglo XX surgen las finanzas conductuales (Stein, 1997; LeRoy, 2004; Schweitzer, 2008), donde cuestionan el enfoque racional de las decisiones financieras.

El financiamiento Pyme

Los aportes mencionados anteriormente contribuyeron al estudio del financiamiento en general. No obstante, es importante tomar en cuenta que la aplicación de estas teorías en pequeñas y medianas empresas que operan en mercados poco desarrollados, no reflejan la realidad de éstas y por ende, podrían conducir a conclusiones equivocadas.

En un trabajo desarrollado por Bebczuk (2010), al referirse a las restricciones de financiamiento que tienen las distintas empresas, sostiene:

No hay diferencias tajantes en la restricción percibida por empresas grandes y pequeñas, aunque sí entre países con distinto nivel de desarrollo financiero. Este hecho revela que los factores macroeconómicos tienen una incidencia más significativa que las diferencias en el grado de asimetría informativa entre empresas de distinto tamaño.

Sin embargo, algunos autores como Titman y Wessels (1988) afirman que las empresas pequeñas presentan mayor probabilidad de quiebra y más dificultades para acceder a los mercados de capitales.

Hay aspectos característicos de las Pymes que condicionan el proceso decisorio, entre los que consideramos más comunes y significativos son los problemas derivados de la unificación entre propiedad y dirección, la asimetría de la información brindada a terceros, la influencia de las decisiones familiares y la incidencia de los aspectos emocionales. A continuación comentaremos brevemente sobre cada uno de ellos.

La unificación entre dirección y propiedad. En contraposición al problema que se trata en la teoría de la agencia, por lo general en este tipo de entes se confunden las figuras del aportante del capital y la administración. Briozzo y Vigier (2009), señalan que este hecho genera subjetividades al momento de la toma de decisiones, ya que estas firmas no están expuestas a la evaluación del mercado de capitales.

Asimetría en la información que brindan a terceros. Stiglitz y Weiss (1981), sostienen que este aspecto da lugar al racionamiento de la oferta de crédito. También, en un estudio empírico Dapena y Dapena (2003), demuestran que la falta de transparencia en la información que presentan las Pymes conlleva a dificultades en la consecución de fondos del sistema financiero.

Influencia de las decisiones familiares. Al estar compuestas las Pymes en su mayoría por integrantes del grupo familiar, el proyecto de éstos suele estar unido al de la empresa, por lo que las consideraciones sobre el riesgo y la pérdida de control adquieren connotaciones diferentes, marcadas fuertemente por los intereses personales. Leach (2010, p.39) señala:

En el ámbito familiar, que se fundamenta en aspectos emocionales, prevalece la protección y la lealtad, mientras que en la esfera empresarial, sustentada en la tarea, rigen el rendimiento y los resultados. La empresa familiar es una fusión de estas dos poderosas instituciones y si bien proporciona el potencial para lograr un rendimiento superior, no es raro que eso también lleve a enfrentar serias dificultades. Esto puede significar que los patrones de conducta —emocionales— que surgen dentro de la empresa, en un contexto comercial, son profundamente irracionales e inapropiados.

Significativo impacto de las emociones. Las neurociencias han comprobado que las decisiones no siempre son racionales, Akerlof y Shiller (2009, p.17) manifiestan:

Para comprender el funcionamiento de las economías y cómo podemos gestionarlas para prosperar, debemos prestar atención a los patrones de funcionamiento que influyen en las ideas y los sentimientos de las personas, es decir, sus espíritus animales. Solamente podremos llegar a comprender con certeza los acontecimientos económicos relevantes si sabemos enfrentarnos con el hecho de que sus causas son principalmente de carácter mental.

Es posible estimar, que en las Pyme's la incidencia de las emociones en la toma de decisiones puede inclusive ser superior al de organizaciones más grandes, por la influencia de los aspectos que se señalan en la unificación entre dirección y propiedad y al impacto de las decisiones familiares.

Si bien, las cuestiones fundamentales que tienen que ver con la maximización del valor de la firma se refieren a decisiones de inversión y de financiación. Generalmente se considera a las primeras como las más importantes, ya que un error en la toma de decisiones sobre el primer aspecto, puede llevar a resultados negativos irreversibles, mientras que la búsqueda de fondos podría ser una cuestión menos complicada. Sin embargo, la realidad no siempre opera de dicha manera. Tal como afirma Pascale (2009, p.259):

Es frecuente encontrar en la literatura especializada la afirmación de que es mucho más difícil hacer ingresar a una empresa con serios problemas de rentabilidad y estabilidad financiera con base en decisiones de financiamiento que a partir de las decisiones de inversión.

La experiencia de países de América Latina fue, en muchos casos, otra. Decisiones de financiamiento han hecho

irreversibles procesos de recuperación de las empresas. Basta recordar el componente en moneda extranjera en el financiamiento de una empresa, política que podría seguirse al suponer el mantenimiento de una determinada política cambiaria. Cambios abruptos en ésta (por ejemplo, una fuerte devaluación) han llevado a muchas empresas a la pérdida de todo su capital, y a una situación de insolvencia o de bancarrota.

En las Pyme's en particular, hay un número importante de autores que han abordado el estudio de los determinantes de la estructura de financiación en este tipo de empresas, las cuales mostraron evidencias significativas y aportes de valor para el estudio de las mismas, tales como Briozzo, A. y Vigier (2008), Brighi, P. y Torluccio, G. (2007); Forte, D., Barros, L.A. y Nakamura, W.T. (2013); Mac an Bhaird, C. y Lucey, B. (2011) y Romano, C., Tanewski, G. y Smyrnios, K. (2000).

Los trabajos mencionados, así como otros de similar importancia, han sido estudios empíricos que analizaron las causas por las cuales las Pymes toman determinada decisión acerca del modo en que se financian. Así, detectaron cuestiones como la correlación del contexto macroeconómico, los cambios que se operan a medida que se modifica el ciclo de vida de la empresa y de sus propietarios, el orden de jerarquía de las fuentes de financiamiento o las condiciones internas que condicionan la decisión.

Indagar sobre los aspectos que podrían mejorar la estructura de financiamiento para las Pyme's es un objetivo que se plantea este trabajo, basado en aspectos ligados a mercados no desarrollados como los que se dan en una ciudad del interior del país, teniendo en cuenta que no existe una sola distribución de capital aplicable para todas las empresas. Tal como señalan Brealey, Myers y Allen (2006, p.394) con una analogía:

Encontrar el ratio de endeudamiento óptimo es como encontrar el límite de velocidad óptimo, se puede estar de acuerdo en que los accidentes a 30 millas por hora son normalmente menos peligrosos que los accidentes a 60 millas por hora, pero eso no significa que debemos fijar el límite de velocidad en 30 millas por hora para todas las carreteras. La velocidad tiene beneficios, igual que el riesgo, y también los tiene el endeudamiento...

Para lograr el objetivo propuesto, se describirán las principales fuentes de financiamiento para estas empresas en el contexto referido. Posteriormente, se analizarán las cuestiones referidas al destino de los fondos ligados con las fuentes.

Una vez realizada la exploración de casos, se establecerán algunas líneas de acción posibles para mejorar la estructura de financiamiento y maximizar la brecha entre los costos del capital y la rentabilidad de la inversión.

Fuentes de financiamiento

Al momento de seleccionar las fuentes de financiamiento, es necesario realizar una clasificación más amplia que la sola referencia a pasivo o patrimonio, atendiendo a las características de cada una de ellas, lo que provocará un orden de jerarquía para el financiamiento, según el acceso, el destino, el costo y el riesgo. En este caso, se categorizarán en: pasivos operativos, pasivos financieros, aportes de capital y resultados no distribuidos.

Pasivos operativos. Fundamentalmente generados a través de los proveedores de bienes y servicios; en menor medida por las deudas fiscales y de seguridad social. También hay empresas que se financian con anticipos de sus clientes.

Pasivos financieros. Los préstamos de entidades financieras y en algunos casos la emisión de obligaciones negociables.

Aportes de capital. Esta categoría se puede clasificar entre: actuales propietarios por un lado y, potenciales inversores por otra parte. Salvo el capital inicial, a posteriori no es una vía que se utilice con frecuencia en las Pymes, debido a la escasa apertura al mercado de capitales y al temor por la pérdida de control.

Resultados no distribuidos. Los fondos que provienen del autofinanciamiento no constituyen una función lineal. En las Pymes la decisión de distribuir o no resultados, no está sólo en relación al nivel de las ganancias y a la necesidad de reinversión, sino también a los requerimientos de los propietarios. Para éstos, los retiros de fondos suelen ser su único medio de vida y habitualmente operan en forma anticipada a la generación de resultados, por lo tanto no pueden caer a determinados niveles. Cuando hay bajos resultados, la propensión marginal a retener los mismos, suele ser también baja, a pesar que la necesidad financiera resulte importante.

La teoría de la jerarquía financiera (pecking order theory), desarrollada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), sostiene que a raíz de las asimetrías de la información no se conoce el valor presente neto de las inversiones, lo que implica que se emita deuda o capital por debajo de su valor real de mercado, llevando a estas empresas a inclinarse por el financiamiento con recursos propios, fundamentalmente a través de resultados no distribuidos.

En una investigación desarrollada en Australia por, Zoppa y Mc Mahon (2002), proponen una jerarquía específica para Pymes, arribando a la conclusión que las fuentes de financiamiento en este tipo de empresas se seleccionan en el siguiente orden: 1°) reinversión de beneficios; 2°) financiamiento con deuda a corto plazo, incluyendo crédito comercial y préstamos personales; 3°) financiamiento con deuda a largo plazo, comenzando con préstamos de propietarios, amigos y familiares; 4°) nuevos aportes de capital de propietarios, familiares y amigos; 5°) aportes de capital de terceros.

Un estudio realizado por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL, 1996) sobre el

financiamiento de las Pymes, determina que en Argentina las principales fuentes en orden de importancia son: la reinversión de utilidades, el crédito bancario o financiero local, el financiamiento de proveedores, el aporte de socios y el crédito del exterior.

Destino de los fondos

La aplicación de los recursos financieros incide sobre la fuente de financiamiento a considerar.

Constituye una cuestión relevante analizar dónde serán destinados los fondos, ya que un uso ineficiente de los recursos puede derivar en una imposibilidad de pago en el futuro. El nuevo pasivo podrá financiar el activo corriente o las inversiones de largo plazo; según donde vaya dirigido, merecerá distintos análisis.

Al tratarse de un préstamo para fortalecer el capital de trabajo, deberá evaluarse lo siguiente: 1) ¿el fondo de maniobra actual es el necesario?, 2) ¿la velocidad de circulación del efectivo es razonable?, 3) ¿la insuficiencia de capital circulante no se debe a que los recursos de corto plazo son absorbidos por las actividades de inversión o de financiación? y 4) ¿se prevén mayores ventas?

Para conocer si el fondo de maniobra actual es suficiente, se debe considerar la composición de los activos y pasivos corrientes y los futuros flujos de efectivo, con la finalidad de determinar la suficiencia del capital de trabajo neto. Si este último es acorde o excede a sus necesidades y el nivel de operaciones se mantiene, un incremento del mismo generará fondos ociosos, perjudicando por ende la rentabilidad futura.

La velocidad de circulación de los fondos de corto plazo es un aspecto importante para considerar la inversión en capital de trabajo. Por ejemplo, suele ser una fuente de problemas cuando se cuenta con un plazo de cobranzas superior al concedido originalmente a los clientes o que los inventarios se encuentren inmovilizados por un tiempo mayor al razonable. Ante los casos mencionados, lo prudente es corregir primero las distorsiones, antes de tomar financiamiento adicional.

Si la causa de la insuficiencia de fondos, se debiera a la absorción del flujo operativo a través de las actividades de financiación o de inversión, ello posiblemente se deba a un error en la política financiera y habrá que evaluar si dichas actividades seguirán demandando recursos en el futuro. En ese caso, el nuevo financiamiento habrá que analizarlo en función a las nuevas inversiones, los servicios de la deuda o la distribución de resultados y no en relación al capital de trabajo.

De resultar previsible un fuerte incremento de las ventas, siempre que antes de esa situación el capital de trabajo fuese el mínimo necesario, deberá tenerse en cuenta que no debe aumentar la relación ventas/capital corriente, es decir que el capital de trabajo debe incrementarse en una proporción similar al nivel de actividad, porque de no ser así significaría una escasez del fondo de maniobra para abastecer las mayores erogaciones que se generarían por arrastre de las ventas (salvo que el plazo de pago supere al ciclo de operaciones), pudiendo provocar un estrangulamiento financiero de corto plazo, debido a que no estarán los recursos disponibles para cancelar el mayor saldo de proveedores que se origine para financiar el aumento de inventarios

En el caso que la deuda se destinara a financiar el activo fijo, como éstos en la gran mayoría de los casos generan un flujo de fondos periódico que tiene una baja proporción en relación a la inversión, deberá tomarse la precaución que no se atiendan con fondos de corto plazo, a no ser que exista un excedente de capital de trabajo y pueda ser volcado a dicha finalidad.

Para la situación descrita en el párrafo anterior, por lo general debe preverse que los fondos permanentes (pasivos de largo plazo y recursos propios) sean superiores a la inversión fija, para lo cual se utiliza el siguiente indicador:

Pasivo no corriente + Patrimonio

Activo no corriente

En caso que el ratio anterior resultara inferior a la unidad, significará que parte de los activos no corrientes están siendo financiados con pasivos de corto plazo, lo cual implicaría una señal de alarma, ya que los primeros normalmente no generan suficiente flujo de fondos, para enfrentar las obligaciones contraídas en dicho lapso de tiempo.

Caracterización de Villa María y la Región (1)

La ciudad donde se realizó el estudio exploratorio, Villa María, se encuentra ubicada en el centro geográfico de la República Argentina, es cabecera del Departamento General San Martín (provincia de Córdoba), contando en la actualidad con 80.000 habitantes

En la estructura de la economía del período 2013 del Departamento, a valores constantes los sectores productores de bienes participaron en un 33,6% del Producto Bruto Regional (PBR), mientras que los sectores productores de servicios lo hicieron en un 66,4%

Para el año 2013 el Departamento General San Martín participó en un 4,2 % del Producto Geográfico Bruto Provincial a valores constantes, siendo el PBR per cápita de \$64.558 registrando un incremento interanual del 28,0 %, encontrándose por encima de la media de la provincia.

Estudio de caso

El estudio se llevó a cabo entre los años 2014 y 2015, a través de una muestra no probabilística, donde se

seleccionaron empresas de distinta actividad y volumen de negocios requiriéndoseles sus preferencias respecto a la selección de su financiamiento. Adicionalmente se recogió información de dos importantes entidades financieras que operan en la ciudad y la región.

El trabajo exploratorio consistió en el relevamiento y recolección de datos cuantitativos a través de encuestas a empresas de la ciudad de Villa María consideradas pequeñas y medianas, obteniéndose una muestra de 46 empresas.

La principal clasificación se realizó a nivel de sectores de pertenencia (agro-industria-construcción-comercio-servicios), ventas anuales y cantidad de personal; permitiendo así la segmentación de la información obtenida para su posterior análisis.

Las variables a analizar fueron las siguientes: las alternativas de financiamiento (propio-proveedores-bancos) ante la decisión de las Pyme en la "Inversión en activos fijos" y el "Aumento de la producción o el stock". Además, en los casos de optar por financiamiento bancario, la prioridad que se le asigna al plazo de pago y a la tasa de interés.

De las 46 empresas encuestadas, la conformación sectorial fue la siguiente:

Agropecuaria: 12 (doce) empresas (26,09%),

Construcción: 4 (cuatro) empresas (8,70%),

Industria: 9 (nueve) empresas (19,57%),

Comercio: 13 (trece) empresas (28,26%),

Servicios: 8 (ocho) empresas (17,39%).

En función a las ventas anuales realizadas, de las 46 empresas, 26 de ellas se ubican en el tramo de ventas menores e iguales a \$6.000.000 (56,52%) y 20 empresas con ventas mayores a \$6.000.000 (43,48%).

En cuanto a la cantidad de personal en las Pyme, se arribó a 39 empresas que se ubican en el tramo que ocupan de 1 a 20 (veinte) personas (84,78%) y 7 entidades con más de 20 empleados u obreros (15,22%).

Inversión en activo fijo

Con respecto a las variables bajo análisis en este trabajo de campo exploratorio se observa que según la apertura por sectores, en relación a la decisión de financiamiento ante inversiones en activos fijos tanto el sector comercial como el de servicios optan en más de un 50% en financiarse con fondos propios, otorgándole un segundo orden de prioridad en el caso de las empresas de servicios a la financiación bancaria y en el caso de las empresas comerciales en partes iguales la financiación vía crédito bancario y con proveedores/comercial. Es importante considerar que este tipo de empresas no tienen una fuerte incidencia de activos fijos en su estructura de recursos, lo que permitiría afrontar dichas inversiones con fondos propios; sin dejar de considerar condicionantes como el acceso al mismo.

En el caso del agro se observa que del total encuestado el 50% opta por financiarse con crédito comercial (proveedores) en un segundo lugar con crédito bancario (33%) y por último con fondos propios (17%). Las particularidades del sector hacen que muchas veces los mismos proveedores tengan líneas de financiamiento para adquirir la maquinaria a utilizar en el desarrollo de la actividad y muchas veces mejores a las alternativas que ofrecen las entidades financieras, generando la posibilidad de saldar el endeudamiento con los ingresos obtenidos en más de tres campañas. En el mismo sentido hay algunas entidades financieras que tienen líneas de créditos específicas del sector, pero sólo están disponibles para los clientes de dichas entidades.

El sector construcción manifiesta a través de las encuestas que la decisión de financiarse cuando invierte en activos fijos es un 50% con recursos propios y otro 50% con crédito bancario. En cambio el sector industrial da preferencia al financiamiento mediante fondos propios (44%), luego al crédito bancario (33%) y por último al financiamiento vía proveedores (22%).

En el agro, la construcción y la industria, por lo general mantienen una estructura de recursos fijos más importante que el comercio y los servicios, por lo que tienen una mayor predisposición a tomar crédito bancario respecto a las 2 últimas.

Inversión en capital de trabajo

En cuanto a la decisión de financiamiento por aumento de la producción o el stock se observa que los sectores construcción, industria y servicios priorizan los fondos propios en los porcentajes del 75%, 56% y 88% respectivamente, mientras que en segundo lugar lo hacen con financiamiento comercial. En cuanto al sector agropecuario y comercial se privilegia el financiamiento a través de los proveedores en el 67% y 77% respectivamente, en segundo lugar con fondos propios para el sector comercial y en el caso de las empresas agropecuarias consideran en la misma proporción al financiamiento bancario y autogenerado.

Nivel de facturación

Teniendo en cuenta la facturación anual, las empresas que menos facturan priorizan la financiación con fondos propios (62%) a la hora de invertir en activos fijos, a diferencia de las empresas con mayor nivel de actividad que en igual medida priorizan la financiación con entidades financieras (35%) o con los proveedores (35%) las inversiones en dichos activos.

En relación a la inversión en capital de trabajo que realizan las entidades de menor envergadura priorizan los recursos autogenerados como fuente de financiación (54 %) y los de mayor facturación recurren de manera prioritaria

a los proveedores (60 %).

Cantidad de personal

Al comprobar los resultados de la muestra clasificando a las empresas por el número de personal no se encontraron diferencias significativas en la manera en cómo asignan las prioridades de financiamiento.

Plazo y tasa de interés en los préstamos

Ante la toma de decisiones de financiamiento por parte de las empresas se arribó a que al momento de tomar crédito bancario, en el caso del sector agropecuario el 83% de las empresas prioriza el plazo de pago de los mismos en la selección; mientras que en los sectores construcción, industria y comercio la selección se viabiliza a través de la tasa de interés de dichos créditos (75%, 89% y 92% respectivamente) y en el caso de empresas de servicios la selección fue un 50% tasa y un 50% plazo. La actividad del agro es estacional, circunstancia que motiva la decisión del plazo de amortización del crédito ante las otras variables que influyen en el costo final del mismo.

Composición y tamaño de los pasivos

Analizando la información brindada por las entidades financieras, siendo las encuestadas dos instituciones financieras públicas de larga trayectoria en la región bajo estudio, se observó que del total de empresas Pyme que se vinculan con las mismas para asistencia crediticia, el 75% lo hacen para obtener financiamiento para su capital de trabajo y el resto para realizar inversiones.

Respecto a la composición de la deuda de corto y largo plazo, como a la clasificación entre pasivos operativos y financieros, la información brindada por los bancos no es coincidente, lo cual puede depender del tipo de clientes que asistan cada entidad, por lo que se decidió no considerarla.

En cuanto al endeudamiento medido por la relación pasivo/patrimonio, se concluye que el sector que presenta los mayores niveles de endeudamiento es la industria (1 a 5 veces), seguido por el comercio (1,5 a 3), servicios (1 a 3) y por último el agro (0,5 a 1).

Conclusiones

Para una sana política financiera, es aconsejable que a la hora de invertir en activos inmovilizados se recurra a emisión de capital o préstamos a largo plazo, salvo que se cuente con excedentes financieros que permitan realizar la inversión. Si bien debe reconocerse que para una pyme conseguir nuevos accionistas o socios resulta muy difícil, debe destacarse que el tomar deuda financiera por lo general no es la primera alternativa que consideran, según el estudio de campo realizado.

Respecto al capital de trabajo, en todos los sectores se observa la preferencia a financiarlo con fondos propios o proveedores, lo cual es natural que así ocurra en la mayoría de los casos, salvo cuando el aumento de la inversión es muy importante.

Teniendo en cuenta que el financiamiento con capital propio en los entes analizados proviene de resultados no distribuidos, en empresas donde generalmente son las que proveen el único medio de ingresos a sus propietarios, este hecho genera una limitación importante, debido a que en algunas circunstancias no tienen la posibilidad de no distribuir ganancias para destinar los recursos a sus proyectos, debido a que los socios van efectuando retiros a cuenta de futuras utilidades.

A medida que las empresas son de mayor tamaño (respecto a su nivel de operaciones) va cambiando la preferencia y se nota un aumento en la predisposición a recurrir a crédito bancario.

En el agro es muy fuerte la preeminencia que le dan a los plazos en que se obtiene el financiamiento en relación a la tasa. No así en los otros sectores, donde el costo financiero constituye una decisión significativa.

Según las entidades financieras, la mayoría de las Pyme que acuden a los bancos lo hacen para financiar capital de trabajo, a pesar que — según surge del estudio — no prefieran este modo de hacerlo. Lo anterior puede indicar dos situaciones: a) que es muy baja la deuda bancaria, o b) que lo hacen porque no pueden acudir a las otras fuentes de financiamiento preferidas.

La industria aparece como el sector con mayor endeudamiento y el agro el que menos compromisos presenta en relación a su patrimonio. Estas situaciones se encuentran dentro de lo normal, respecto a otros ámbitos geográficos.

En general pudo observarse que se cumple la teoría de las preferencias financieras, pero con matices según la actividad y el destino de la inversión. Por otra parte, se nota que las características particulares de las Pymes influyen en la toma de decisiones. También debe mencionarse, que el comportamiento cíclico de la economía argentina tal vez condicione a los pequeños y medianos empresarios a tomar alternativas de financiamiento menos riesgosas.

Teniendo en cuenta las dificultades del contexto, la poca capacidad de retención de utilidades, los problemas para acceder al financiamiento bancario y el escaso poder de negociación con que cuentan. Todas estas condiciones hacen que el poder sustentarse y crecer en las Pyme, muchas veces sea una tarea ciclópea. Por ello, seguramente algunas alternativa para luchar contra esas dificultades será trabajar conjuntamente entre ellas, mejorar la calidad de la información para brindar a terceros, presentando información prospectiva de modo de ofrecer un plan de negocios que puedan analizar los financistas e inversores (para luchar contra la asimetría de la información), como también tomar en cuenta otras formas de financiamiento como los fideicomisos o las sociedades de garantía recíproca.

Referencias bibliográficas

- Akerlof, George A. & Shiller, Robert J. (2009). *Animal Spirits: Cómo influye la psicología humana en la economía*. Barcelona: Gestión 2000.
- Bebczuk, Ricardo (2010). Aplicaciones a las finanzas corporativas. En Ricardo Bebczuk (ed.). *Progresos en finanzas*, 11-26. Buenos Aires: Asociación Argentina de Economía Política, AAEP. Disponible en: http://www.aaep.org.ar/publicaciones/download/progresos_finanzas.pdf
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2006). *Principios de finanzas corporativas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Brennan, Michael J. & Schwartz, Eduardo S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *Journal of Business*, 51 [1], 103-114. Disponible en: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/eduardo.schwartz/articles/7.pdf>
- Brighi, Paola & Torluccio, Giuseppe (2007). Evidence on Funding Decisions by Italian SMEs. A Self-Selection Model? Working paper University of Bologna Department of Management and CREDIF. Disponible en: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1629988
- Briozzo, Anahí & Vigier, Hernán (2008). A Demand-Side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina. Midwest Finance Association 57 (th) Annual Meeting San Antonio (Texas), February 27-March 31, 2008.
- Briozzo, Anahí & Vigier, Hernán (2009). La estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas. *Estudios Económicos*, 26 (53), 1-55.
- Dapena, José Pablo & Dapena, Juan Lucas (2003). Sistemas de información en PYMES y acceso al crédito en contextos de asimetría de información. Serie Documentos de Trabajo. Área: Negocios y Finanzas, 252. Buenos Aires: Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, UCEMA. Disponible en: http://cefim.com.ar/Informacion_Asimetrica.pdf, http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php/252
- Diamond, Douglas W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97 (4), 828-862. Disponible en: <http://core.ac.uk/download/pdf/6519112.pdf>
- Drimer, Roberto (2011). *Teoría del financiamiento*. Buenos Aires: Buyatti.
- Durand, David (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. A chapter in Conference on Research in Business Finance, 215-262. New York: National Bureau of Economic Research. Disponible en: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>
- Fama, Eugene & Miller, Merton H. (1972). *The Theory of Finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, FIEL (1996). *Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina*. Buenos Aires: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, FIEL. Disponible en: <http://www.fiel.org/publicaciones/Libros/pyme.pdf>
- Forte, Denis; Barros, Lucas Ayres B. de C. & Nakamura, Wilson Toshiro (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *BAR — Brazilian Administration Review*, 10 (3), 347-369. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2304678
- Jensen, Michael (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580
- Jensen, Michael & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043
- Kim, E. Han (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Finance*, 33 [1], 45-63. Disponible en: http://webuser.bus.umich.edu/ehkim/articles/1978-03_Mean-Variance_JF.pdf
- Kraus, Alan & Litzenberger, Robert H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.
- Leach, Peter (2010). *La empresa familiar*. Buenos Aires: Granica.
- LeRoy, Stephen F. (2004). Rational Exuberance. *Journal of Economic Literature*, 42 (3), 783-804. Disponible en: <http://econ.ucsb.edu/~sleroy/downloads/surapr14.pdf>
- López-Dumrauf, Guillermo (2003). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires: Grupo Guía.
- Mac an Bhaird, Ciarán & Lucey, Brian (2011). An Empirical Investigation of the Financial Growth Lifecycle. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18 (4), 715-731. Disponible en: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/61948/>
- Miller, Merton H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-275. Disponible en: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Miller%20tax%201977.pdf>, <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Miller%20tax%201977.pdf>
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of

Investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261-297. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply. *American Economic Review*, 49 (4), 655-669. Disponible en: <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/modigliani-miller2.pdf>

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53 (3), 433-443. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1963.pdf>

Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592. Disponible en: <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2078/SWP-1548-15376697.pdf>, <http://www.nber.org/papers/w1393>

Myers, Stewart C. & Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information the Investors Do Not Have. National Bureau of Economic Research, NBER. Working Paper 1396. Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.334.7154&rep=rep1&type=pdf>

Pascale, Ricardo (2009). *Decisiones financieras*. Buenos Aires: Pearson.

Petersen, Mitchell & Rajan, Raghuram G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49 [1], 3-37. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~strahan/petersen%20rajan%201994.pdf>

Romano, Claudio; Tanewski, George A. & Smyrnios, Kosmas (2000). Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business. *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310. Disponible en: <http://down.cenet.org.cn/upfile/35/200767132512170.pdf>

Schweitzer, Maurice (2008). 'Feeling the Love' (or Anger): How Emotions Can Distort the Way We Respond to Advice. *Universia Knowledge Wharton* (boletín electrónico). Disponible en: <http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1592&language=english&specialid=>, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/feeling-the-love-or-anger-how-emotions-can-distort-the-way-we-respond-to-advice/>

Stein, Edward (1997). Can We Be Justified in Believing that Humans Are Irrational? *Philosophy and Phenomenological Research*, 57 (3), 545-565. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1930582

Stiglitz, Joseph & Weiss, Andrew (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71 (3), 393-410. Disponible en: <http://pascal.iseg.utl.pt/~aafonso/eif/pdf/crrinf81.pdf>

Titman, Sheridan & Wessels, Roberto (1988). The Determinants of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43 [1], 1-19. Disponible en: <http://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=titmanwessels.pdf>

Zoppa, Adrian & McMahon, Richard G. P. (2002). Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SME from Australia's Business Longitudinal Survey. The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Research Paper Series 02-1. Disponible en: <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>

(*) Se destaca en este trabajo la participación del becario alumno Nicolás Mercau

(1) Información económica obtenida de la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Provincia de Córdoba

© Thomson Reuters