



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CORDOBA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

ESCUELA DE GRADUADOS

Carrera: Especialización en Contabilidad Superior y Auditoría

TRABAJO FINAL

Análisis de las fuentes de financiamiento de una
empresa dedicada a la fabricación y comercialización
de prótesis médicas en Córdoba.

Autor:

Cra. Constanza Belén Sariago Curi

Tutor:

Cr. Cesar Torres



Análisis de las fuentes de financiamiento de una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de prótesis médicas en Córdoba by Sariago Curi Constanza Belén is licensed under a [Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Agradecimientos

Este trabajo no lo hubiera podido confeccionar sin el soporte y control de mi tutor, Cesar Torres ; de la directora de la especialización, Eliana Werbin y del Dr. Arguello; a ellos mi agradecimiento.

También mis agradecimientos a Sofía, Carolina, Soledad, Belén y Yamile por sus aportes y opiniones.

Por último, agradezco a Pablo y Soledad que me permitieron obtener los datos de la compañía necesarios, colaborando con pequeñas entrevistas.

Dedicatoria

Dedico este trabajo en primera medida a mi abuela Kelly que, aunque ya no esté físicamente, su presencia siempre me guía y me acompaña. A mis padres, Claudia y Carlos que siempre me inculcaron el camino del estudio y el esfuerzo. A mis hermanos, Lucas y Rodrigo, que soportaron muchas veces mi cansancio en este proceso y con quienes tuve la dicha de compartir muchas mesas de estudio.

A mis primos: Angie, Aldana, Omar y Matías; y a mis tíos Roxana, Estela, Gustavo y Alberto que muchas veces fueron cómplices de mis ausencias en reuniones familiares, alentándome a seguir adelante con este logro. A Jesús, mi pequeño ahijado, a quien quiero con todo mi ser, por su constante cuestionamiento de porque estudio tanto, con quien ahora pienso reivindicar mi falta de atención.

También dedico este trabajo a mis amigos de la facultad, del colegio y del trabajo por su incentivo. A Cynthia, mi mejor amiga y hermana de la vida que desde la distancia siempre me envió fuerzas y buenas energías. A Roman y a Julieta por su continuo apoyo.

Por último agradezco a mis compañeros de posgrado, por contribuir para que el cursado de esta especialización sea realmente ameno. Sobre todo a mis compañeras de estudio y amigas Tania, Virginia y Yanina.

Resumen

El presente trabajo consiste en un análisis de las fuentes de financiamiento para una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de prótesis médicas en Córdoba, haciendo base en el año 2016 y comparando con los resultados del 2015 y proyecciones para el 2017. En base al análisis de los estados contables se evidencia la solidez de la empresa en cuanto a su situación financiera y económica, aunque la deuda bancaria juega un rol muy importante en cuanto a los recursos. Aún frente a esta preferencia, la empresa cuenta con otras fuentes de financiamiento, tales como proveedores, capital propio y anticipos de clientes. Además de las nombradas, se presenta como opción la emisión de obligaciones negociables.

Palabras claves: deuda bancaria, costo de financiamiento, liquidez, rentabilidad, obligaciones negociables.

Abstract

The following paper consists of an analysis of the financing sources for a company devoted to the manufacture and commercialization of medical prosthesis in Cordoba, based on the year 2016 and comparing with the results of the year 2015 and repercussion on 2017. According to the analysis of the financial statements, it shows the soundness of the company as for its financial and economic situation, though the bank debt plays a key role. In the presence of this priority, the company has other financing sources, such as suppliers, own capital and customer prepayments. Furthermore, the issuance of negotiable bonds is regarded as an option.

Key words: bank debt, cost of financing, liquidity, profitability, negotiable bonds.

Índice

Introducción	1
Metodología.....	4
Estudio exploratorio sobre las fuentes de financiamiento existentes en PMD S.A.....	4
Análisis de los estados contables de la empresa PMD S.A.....	4
Estudio exploratorio de la experiencia práctica sobre las fuentes de financiamiento usadas en PMD S.A..	5
Medición por medio del Cuadro de Mando Integral focalizada en la utilidad de las fuentes de financiamiento	6
Propuesta para la mejora de la selección de fuentes de financiamiento para PMD SA.....	6
Resultado y discusión	7
Estudio exploratorio sobre las fuentes de financiamiento existentes en PMD S.A.....	7
Análisis de los estados contables de la empresa PMD S.A.....	17
Estudio exploratorio de la experiencia práctica sobre las fuentes de financiamiento usadas en PMD S.A..	25
Medición por medio del Cuadro de Mando Integral focalizada en la utilidad de las fuentes de financiamiento	30
Propuesta para la mejora de la selección de fuentes de financiamiento para PMD SA.....	36
Conclusión	41
Bibliografía	43

I. Introducción

Las empresas necesitan de las fuentes de financiamiento para cubrir sus actividades operativas. Las mismas pueden ser internas o externas respecto a la empresa. Ambas generan costos explícitos o implícitos, como es el costo de oportunidad; los cuales impactan en la rentabilidad de las empresas. En ello radica la importancia de este trabajo: analizar el impacto de los costos de financiamiento en un caso concreto; una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de prótesis médicas en la ciudad de Córdoba, Argentina.

La Necesidad Operativa de Fondos (NOF) está dada por la parte del Activo Circulante Operativo (ACO) que no se financia con el giro normal del negocio (Pasivo Circulante Operativo –PCO). Los ACO son los activos propios del giro normal de la empresa sin tener en cuenta las partidas de inversión. Por PCO tenemos en cuenta a los pasivos circulantes contables excluyendo la deuda bancaria a corto plazo (Genoni y Zurita, 2004).

La aparición de la NOF se da cuando el ciclo de pago es menor al ciclo operativo. Por este último entendemos el tiempo que transcurre desde que se compra las materias primas hasta que se producen los artículos y se cobra en efectivo la venta realizada. En consecuencia, el ciclo de pago está compuesto por la salida de efectivo ocasionada por la compra de materia prima, el pago de la mano y de obra y otros gastos. Ambos ciclos forman el ciclo de caja. Cuanto más largo sea este, más financiamiento requerirá la empresa (Sanchez y otros, 2003).

Por consiguiente, la NOF se incrementa por decisiones operativas como el aumento del financiamiento a clientes con ventas a plazo, los aumentos de inventarios, o reducción del plazo de pago a proveedores. Por esto, se dice que la NOF se refiere a una política comercial y operativa de la empresa (Genoni y Zurita, 2004).

Al momento de la elección de la fuente de financiamiento nos enfocaremos en el Enfoque de la Jerarquía Financiera o Pecking Order (Donaldson 1961, Myers y Majluf 1984 y Myers 1984). Las Pymes tienen un orden de preferencia respecto a las fuentes de financiamiento. El orden de preferencia varía desde capitales propios, como una opción más conservadora; pasando por financiamiento con proveedores; la deuda bancaria y por último optando por financiamiento en el mercado de capitales.

Para elegir entre las opciones anteriormente nombradas, las empresas evalúan los costos que estas acarrearán. Tomando la última opción, el mercado de capitales, dentro de los costos financieros existen: tasas de interés y costos fijos. Por costos fijos se incluyen a los costos de transacción y costos de señalización, como son la contratación de las calificadoras de riesgos y la obtención de una garantía. Los costos de transacción incluyen: la inscripción en el Registro Público, derechos de cotización, publicaciones en los boletines de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Honorarios Profesionales (Larsen, 2013).

Sin embargo se debe tener en cuenta que en América Latina y el Caribe el acceso al financiamiento se ve afectado por las históricas bajas tasas de ahorro nacional y por la poca profundidad de los sistemas financieros. Frente a esto surgió el financiamiento no tradicional o extra bancario para solventar los problemas de liquidez. En esta última situación se optan por fuentes de financiamiento tales como: arrendamientos financieros, crédito de proveedores, autofinanciamiento, préstamos de instituciones no bancarias, anticipos de clientes, gestión de cobranzas y de inventarios (Arévalo y Pastrano, 2015).

El fin de la optimización de los costos de las fuentes de financiamiento es cumplir con las estrategias que tiene la empresa. La consecución de dicha estrategia permite que se puedan coordinar las acciones de las diferentes subunidades mediante criterios unificados que proveen

suficiente claridad en función a los objetivos que se persiguen (Sanchez Quinteros, 2003).

Frente a esto se pretende cubrir las necesidades de financiamiento de cada área en función a las actividades que esta realice. Por ejemplo en función de la estrategia de lanzamiento de nuevos productos, el área de Investigación y Desarrollo precisará fondos para cumplir con dicho objetivo. En función de cumplir con el mismo, se deberán tener en claro las fuentes de financiamiento disponibles, para así elegir la menos costosa y la que incremente en mayor medida su rentabilidad.

El presente trabajo se trata de un estudio exploratorio sobre la empresa PMD S.A. Parte del análisis de estados contables, posteriormente se analizaron las fuentes de financiamiento que tiene la empresa y se las contrasta con la estrategia y los objetivos estratégicos del año 2016. Los objetivos estratégicos fueron medidos en función al cuadro de mando integral que posee la empresa, adaptándolo a este caso. Por último, se realizó una propuesta para optimizar los costos ocasionados por las distintas fuentes de financiamiento, basándose en los objetivos estratégicos para el año 2017 y el presupuesto del año 2017; basada en la premisa de la Teoría de Pecking Order.

El objetivo del presente trabajo se resume en analizar las fuentes de financiamiento de una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de prótesis médicas en Córdoba para el año 2016.

II. Metodología

a) **Estudio exploratorio sobre las fuentes de financiamiento existentes en PMD S.A.**

Se estudió la bibliografía de los siguientes autores: Genoni y Zurita, Baños Caballeros y otros, Salloum y Vigier, Larsen y Myers y Majlub; respecto a las fuentes de financiamiento que actualmente posee la empresa . Estas pueden ser: proveedores, capital propio, deuda bancaria, arrendamientos, emisión de obligaciones negociables. Se excluye del análisis del presente trabajo a los activos y pasivos fiscales.

La presente empresa elabora sus estados contables bajo (FACPCE), las enunciaciones de NIIF se realizan sólo referidas al marco conceptual. El estudio exploratorio se realizó en función a las Normas Contables Argentinas, a partir de las Resoluciones Técnicas 8, 9, 16, 17 y 18.

b) **Análisis de los estados contables de la empresa PMD S.A.**

El análisis se realizó sobre el Estado de Situación Patrimonial Simple, Estado de Resultados Simple y el Estado de Flujo de Efectivo Simple de los ejercicios cerrados al 31/12/2015 y al 31/12/2016. Además, se tuvo en cuenta para el análisis el presupuesto del año 2017.

Se realizó un diagnóstico financiero en base a ratios, comparaciones presupuestarias entre lo estimado y lo real y el análisis del flujo de caja.

Se analizaron los rubros de activos y pasivos sin tener en cuenta los referidos a cuestiones impositivas. El análisis se confeccionó en primer medida mediante ratios; donde se compararon los números que se consideraron relevantes en cada caso. Los ratios que se analizaron son:

- Determinación de la Necesidad Operativa de Fondos (NOF):
 - o Monto de Pasivos Circulantes Operativos (PCO).
 - o Monto de Activos Circulantes Operativos (ACO).
- Ciclo Operativo.
- Ciclo de Pago.
- Ciclo de Caja.

- Liquidez Necesaria.
- Liquidez Corriente.
- Solvencia.
- Endeudamiento.
- Suficiencia / Insuficiencia de liquidez
- Inmovilización del capital.
- Ratio de rendimiento sobre los activos por medio del Método Du Pont.

Además del análisis descripto precedentemente, se procedió al análisis de tendencias entre los Estados contables del 2015 y del 2016 y las posibles consecuencias en función a esta tendencia y al presupuesto del año 2017.

c) Estudio exploratorio de la experiencia práctica sobre las fuentes de financiamiento usadas en PMD S.A.

1- Unidad de análisis: PMD S.A. Se trata de una empresa con capitales originarios de Córdoba, Argentina destinada a la fabricación y comercialización de prótesis médicas.

Dentro de la empresa se centrará la atención en el Área de Administración y finanzas que es de donde se extraerán los datos.

2- Variables:

- Costo explícito de las fuentes de financiamiento.
- Plazo de cancelación de las fuentes de financiamiento.
- Capital involucrado en cada fuente de financiamiento.
- Relación del costo de las fuentes de financiamiento con la rentabilidad de la empresa.

3- Técnicas: para evaluar las fuentes de financiamiento que usa actualmente la empresa y realizar recomendaciones se utilizaron las siguientes técnicas.

- Lectura e interpretación de los estados contables.
- Confección del índice Efecto Palanca y ratio de cobertura de los intereses.
- Entrevistas con la coordinadora de Contabilidad y Costos.
-

d) Medición por medio del Cuadro de Mando Integral focalizada en la utilidad de las fuentes de financiamiento.

Se tomaron en cuenta los objetivos estratégicos de la empresa para el 2016 y se analizó su cumplimiento utilizando el Cuadro de Mando Integral existente.

Para conocer el Cuadro de Mando Integral, se realizó una entrevista con el Manager Corporativo de Planeamiento Estratégico.

Para evaluar el uso de las fuentes de financiamiento se propusieron nuevos indicadores para la perspectiva financiera.

e) Propuesta para la mejora de la selección de fuentes de financiamiento para PMD SA

Se analizó la necesidad de financiamiento a la luz del análisis de estados contables realizado en los puntos anteriores. Frente a esto se analizó la opción de emitir obligaciones negociables, comercializables en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires; en función a su costo, plazo de cancelación, Necesidad Operativa de Fondos que cubre, y otras variables.

III. Resultado y discusión

a) Estudio exploratorio sobre las fuentes de financiamiento existentes en PMD S.A.

Se analizaron las fuentes de financiamiento basándonos en el concepto de la Necesidad Operativa de Fondos (NOF). Recordando, esta se da cuando los activos circulantes operativos (ACO) son menores a los pasivos circulantes operativos (PCO). (Genoni y Zurita, 2004).

En estos casos, si la empresa tiene una estrategia de financiación agresiva resolverá la NOF con recursos de corto plazo, de manera inversa si tiene una estrategia de financiamiento más conservadora. También, como es el caso de PMD S.A., las empresas pueden adoptar una posición financiera intermedia. (Baños Caballero y otros, 2014).

Por Activo la Resolución Técnica (RT) 16 entiende que son los bienes sobre los cuales se controlan los beneficios económicos que este produce, debido a un hecho acaecido anteriormente. Se definen como ACO a los activos propios del giro normal de la empresa sin tener en cuenta las partidas de inversión (Genoni y Zurita, 2004).

En contraposición, según la RT 16 existe un pasivo cuando debido a un hecho ya ocurrido, un sujeto está obligado a entregar activos o a prestar servicios a otra persona o es altamente probable que ello ocurra. Consecuentemente por PCO tenemos en cuenta a los pasivos circulantes contables excluyendo la deuda bancaria a corto plazo (Genoni y Zurita, 2004).

Por fuentes de financiamiento incluiremos a los PCO, a la deuda bancaria y a la Participación de los propietarios. Por lo tanto, PMD S.A. cuenta con las siguientes fuentes de financiamiento:

a.1) Autofinanciamiento

PMD S.A. adopta el tipo de una sociedad anónima privada, ya que no obtiene recurso alguno del mercado de valores. Esta es una sociedad familiar en donde la dirección está a cargo de los dueños, no así la gerencia. Por este motivo es que es necesario estudiar la aplicación

práctica de la reglamentación contable, para evitar la existencia de conflicto de intereses.

El Patrimonio, tal como se lo define en el marco conceptual de la IASB, está compuesto por: los fondos aportados por los accionistas, las ganancias acumuladas, las reservas específicas procedentes de ganancias y las reservas por ajustes para mantenimiento del capital.

A la hora de realizar una distinción entre Pasivo y Patrimonio, se pueden utilizar numerosas teorías, entre ellas la teoría del propietario y la teoría de la entidad. La primera de ellas define a la Participación como la diferencia entre los Activos y Pasivos de la empresa. Mientras que la segunda, define a las Participaciones como los Activos de la empresa, es decir, se basa en el punto en que la empresa tiene su existencia gracias al aporte de activos de los acreedores y propietarios. Probablemente, a nivel de gestión, la teoría de la empresa sería la más acertada, sin embargo no es la que adoptan las normas contables (IASB y FACPCE) a la hora de definir la Participación, ya que consideran pertinente la distinción entre Pasivo y Patrimonio Neto.

La Participación de los propietarios en PMD está compuesta por:

- Aportes de los propietarios:
 - Capital Suscrito: corresponde al capital aportado por los socios, cuyo aporte inicial fue comprometido en el acto constitutivo. Está representado por acciones. La empresa comenzó sus actividades como Sociedad Anónima en el año 1994 con un capital de 2.175.660 pesos compuesto por 217.566 acciones de Valor nominal \$10 c/u. En el año 2012 realizó un incremento de capital de 5.000.000 pesos y en 2014 un último incremento de 2.880.000 pesos; teniendo en su totalidad un capital de 9.975.660 pesos compuesto por 997.566 acciones de valor nominal 10\$/ acción.

La exposición de esta partida se realiza en el Estado de Evolución de Patrimonio Neto, indicando el número y fecha

del acta del último incremento de capital; tal como lo indica la RT 9.

- Ajuste de Capital: son los ajustes que corresponden realizar sobre el Capital, pudiendo permitiendo a este en su valor nominal.
- Prima de emisión: es la reserva especial que según la Ley de Sociedades comerciales debe realizarse cuando el valor cobrado por la sociedad por las acciones ante una emisión es superior al valor nominal de las mismas.
- Ganancias Reservadas
 - Reserva Legal: son obligatorias por la Ley de Sociedades Comerciales L19550, artículo 70. Se constituyen con el 5% de las ganancias realizadas hasta llegar al 20% del capital social. En la empresa no se han establecido Reservas Estatutarias, ni Optativas por Asamblea.
 - Resultados no Asignados: son las ganancias o pérdidas que no se han asignado a los accionistas, ni se destinaron para reservas.
- Diferencias Transitorias: se registra las diferencias de cambio por las conversiones de las filiales tal como lo indica la Resolución Técnica 18 en su punto 1.3, “Conversión de estados contables de entidades no integradas”. Dichas diferencias de cambio se mantendrán en el Patrimonio Neto hasta que se produzca la venta parcial de la inversión neta o el reembolso del Capital.

A la hora de la conversión de los estados contables, PMD S.A. optó por el método ajustar-convertir enunciado en la Resolución Técnica anteriormente nombrada. Primero se analizó si había estabilidad económica en el país de origen de la entidad relacionada y se concluyó que no había que reexpresar esos estados contables. Como segundo paso, se convirtieron a moneda argentina los valores de los activos y pasivos de la entidad relacionada utilizando el tipo de cambio aplicable al

giro de dividendos del cierre del ejercicio. Por último, se convirtieron a moneda argentina los resultados aplicando el tipo de cambio aplicable al giro de dividendos a la fecha de transacción.

La empresa a la hora de definir sus fuentes de financiamiento, toman a esta alternativa como primera opción, postergando en 2014 y 2015 la distribución de dividendos.

a.2) Deudas comerciales con proveedores locales y del exterior.

PMD S.A. convive con dos modelos de negocios paralelamente. Por un lado comercializa productos finales importados, tales como prótesis de cadera, hombro, pieles artificiales; a este modelo lo llamaremos "Distribuidora". Por el otro lado, fabrica y exporta en su mayoría, prótesis peneanas y urológicas, productos de endourología y del área de Gastroenterología. A esta última la llamaremos "División Industrial".

Los productos de Distribuidora, son en su mayoría importados. Frente a estos el poder de negociación es bajo y es poco probable que los proveedores decidan integrarse hacia adelante ya que su mercado y su misión son diferentes a los de la empresa analizada. Para los proveedores normales y habituales, existe un contrato por cada uno de ellos y generalmente tienen la cláusula de renovación inmediata. Para los proveedores no habituales se respaldan las compras y sus condiciones con acuerdos y presupuestos. La deuda con los proveedores que se presenta en dólares o en euros, según sea la moneda de origen, se convierte a pesos argentinos al tipo de cambio de la fecha de la transacción tal como lo enuncia la RT 17 en el punto 4.5.6. La diferencia de cambio generada se imputa en los "Resultados Financieros y por Tenencia" del Estado de Resultados.

Para la producción de los productos de División industrial se emplean insumos de Proveedores locales y del exterior. En cuanto a los principales proveedores nacionales, en la mayoría de los casos, el poder de negociación de los proveedores es compartido con la empresa debido a

los volúmenes de compra y trayectoria de relación comercial. No obstante, es importante considerar que para algunos proveedores claves por su calidad o especificidad, la empresa actualmente es prácticamente su único cliente. Cuando se trata de proveedores de materiales o servicios críticos, sobre todo en cuanto a la calidad, las compras se respaldan mediante un contrato. Cuando se trata de insumos o servicios no críticos, las compras se respaldan por medio de órdenes de compras y presupuestos.

En ambos modelos de negocio los plazos de pago varían según el proveedor. Los proveedores locales no tienen un plazo de pago superior a 30 días de la fecha de factura. Mientras que los proveedores de productos e insumos importados, consideran plazos desde 30 días a 24 meses en algunos casos particulares. Estos últimos se refieren a instrumentales (herramientas que sirven para colocar las prótesis, que no son descartables por lo que se los considera como bienes de uso).

En el corto plazo, el financiamiento con proveedores suele utilizarse para minimizar los costos de transacción, pero en el mediano y largo plazo actual como una fuente de financiamiento en el caso de inversiones de riesgo

Lo que es más, para los proveedores es ventajoso el financiamiento a sus clientes ya que adquieren la información casi sin costos del curso habitual de la empresa, y ejercen un control sobre sus clientes sobre todo cuando existe una dependencia estratégica. Además, cuando se tratan de clientes habituales, los mismos manejan los límites de crédito, ofreciéndole a estos descuentos por pronto pago y advirtiéndole penalidades en caso de pagos fuera del tiempo convenido (Salloum y Vigier, 2003).

En cuanto a su valuación, tal como lo indica la Resolución Técnica 17, se valorará a su valor original menos los pagos realizados, neto de componentes financieros en caso de existir. Sin embargo, PMD S.A en su balance del último año (2016) aclara que dichos componentes no se encuentran segregados porque no son significativos.

a.3) Anticipo de clientes

Los anticipos de clientes se cobran generalmente a los clientes de mercado interno. Estos se registran en la moneda de origen, multiplicada al tipo de cambio del día de la transacción de no ser en moneda de curso legal. De corresponder se ajusta por diferencia de cotización respecto al tipo de cambio de cierre.

Este componente es elemental a la hora de reducir el ciclo de cuentas por cobrar y así reducir el ciclo efectivo y el ciclo operativo. Hay que tener en cuenta que en PMD S.A. los principales clientes del mercado interno son obras sociales y hospitales, a cuya demanda se accede por licitaciones. Es por esto que el ciclo de cuentas por cobrar, entendido como el tiempo que transcurre entre la venta y el cobro, suele no ser lo suficientemente corto como para en un ciclo de efectivo óptimo. El ciclo de efectivo lo definimos como el tiempo que transcurre entre el pago de las mercaderías o insumos para la producción y el cobro de las cuentas por cobrar (Porlles y otros, 2013).

a.4) Financiamiento con inventarios.

El financiamiento con inventarios se puede dar cuando se aprovechen liquidaciones de stock por parte de los proveedores o en el caso del lanzamiento de nuevos productos a un precio inferior al del mercado. Por lo que en estas situaciones la empresa aprovecha los costos bajos de la mercadería y se stockea para futuras ventas.

PMD S.A. sólo se puede financiar de esta manera en el modelo de negocios “Distribuidora”, donde es un modelo de empresa netamente comercial. A los productos no se les agrega valor comercial, sólo se venden tal cual se adquieren. En cambio, en el modelo “División Industrial” no es posible stockearse.

a.5) Préstamos de instituciones bancarias, de corto y largo plazo , en pesos y en dólares.

Los préstamos bancarios son la segunda fuente de financiamiento en importancia en PMD S.A. Si bien la empresa legalmente está categorizada como una PyMe, no posee los problemas habituales que estas tienen a la hora de conseguir financiación bancaria, tales como (Salloum y Vigier, 2003):

- Problema de screening: los bancos tienen dificultad para evaluar la situación financiera de las PyMe por falta de información brindada por las mismas.
- Problema de información asimétrica: El costo de los créditos que ofrecen las entidades bancarias a las Pymes es superior al que ofrecen a empresas de gran envergadura.
- Problema de Señalización: Generalmente las Pymes carecen de garantías hipotecarias o prendarias. Este no es el caso de PMD S.A. ya que actualmente tiene un préstamo en dólares a 5 años, garantizado con hipoteca.
- Problema moral hazard: los bancos consideran a las Pymes como deudores de mayor riesgo.
- La tasa de interés es determinada por la oferta y la demanda del mercado.

A marzo de 2017 PMD S.A. tiene 12 préstamos, de los cuales 4 son en dólares. De estos últimos uno es a 5 años y está garantizado con una hipoteca, 2 son prefinanciaciones útiles para financiar el capital de trabajo, y el restante es un préstamo a 12 cuotas iniciado en junio del 2016. Los 8 préstamos restantes son en pesos, de los cuales 1 sólo se corresponde a prefinanciaciones.

a.6) Arrendamientos

Por más que en la actualidad PMD S.A. no cuente con contratos de arrendamientos vigentes, es importante su tratamiento ya que en el pasado fue tomado como una opción de financiamiento de la compra de automóviles para el uso de la empresa

Los contratos de arrendamientos deben ser clasificados en “financieros” u “operativos” según los lineamientos de la Resolución Técnica 18 de acuerdo con la sustancia económica de los mismos.

En el caso de PMD, los arrendamientos eran meramente financieros por sus características. Se trataban de 3 automóviles, cuyos contratos fueron realizados con el Banco Standard Bank como dadores y en ambos casos se ejerció la opción de compra. Dos de esos automóviles fue incorporado a los bienes de uso de la empresa en el año 2015 y otro en el 2016. Los 3 contratos comenzaron en el 2013 y fueron mediante sistema francés.

Las principales ventajas de esta fuente de financiamiento, es que además de que se puede financiar el 100% de la compra a tasa fija y es menos costosa que otras fuentes de financiamiento, se obtiene protección contra la obsolescencia y es un contrato más flexible que los préstamos bancarios o los contratos con proveedores. Además si se trata de bienes de tecnología avanzada, se puede no tomar la opción de compra y optar por un nuevo leasing con productos innovadores del mercado.

Los arrendamientos eran financieros ya que se con estos se transfiere la propiedad del activo al finalizar el plazo del mismo; los contratos cuentan con una opción de compra cuyo valor es inferior al valor razonable, en el momento de que la opción sea ejercible y se espera que esa opción sea ejercida. Además el plazo del arrendamiento cubre la mayor parte de la vida económica del bien y al inicio del arrendamiento, el valor presente de los pagos mínimos por el arrendamiento es equivalente, al menos, al valor razonable del activo objeto de la operación. Por último, los activos arrendados son de naturaleza tan especializada que sólo ese arrendatario tiene la posibilidad de usarlos sin realizar en ellos modificaciones importantes.

a.7) Obligaciones negociables

Si bien PMD S.A. actualmente no cuenta con la emisión de Obligaciones Negociables, es importante considerar la opción cuyo cálculo del costo de emisión será tratada en el último punto del presente trabajo.

Como ventaja, presenta tasas inferiores y plazos más prolongados que el financiamiento con proveedores o con bancos. Además, las empresas pueden emitir deuda en función de sus flujos y necesidades. Por último mejora la transparencia y confiabilidad de las empresas, ya que su información se convierte en pública (Larsen, 2013) aunque esto disminuye su confidencialidad sobre todo en planes de marketing o proyectos de I+D (Salloum y Vigier, 2003).

Actualmente, existe un régimen simplificado para la emisión de Obligaciones Negociables en Pymes. De todas maneras, sea cual sea el régimen hay que tener en cuenta que la emisión incluye costos además de la tasa de interés que es un costo común con las otras fuentes de financiamiento. Estos costos son: la contratación de una calificadora de riesgo, que si bien no es obligatoria para las Pymes hace que sus emisiones sean más confiables y la obtención de una garantía que puede estar a cargo de una Sociedad de Garantía Recíproca. A estos costos se le suman: los costos de transacción, tales como la inscripción en el Registro Público de Comercio, los derechos de cotización que cobra el BCRA, las publicaciones en el Boletín oficial y en los boletines del BCRA, y los honorarios profesionales legales y a los contadoras (Larsen,2013).

Las alternativas de financiamiento nombradas anteriormente están ordenadas siguiendo la Teoría "Pecking Order" (Myers y Majluf, 1984), la que establece que las empresas a la hora de definir las fuentes de financiamiento tratan de financiarse con fondos propios, si son insuficientes recurrirán al endeudamiento y como última opción toman

fondos externos; sin definir una estructura óptima de capital (Salloum y Vigier, 2003).

Siguiendo con esta teoría desarrollaremos sus hipótesis y las contrastaremos con la situación actual de PMD S.A.:

Hipótesis 1: La capacidad para generar recursos internos (autofinanciación) incidirá de forma negativa sobre el apalancamiento. Si bien PMD S.A. cuenta con la capacidad de generar recursos propios, lo que se demostrará con el Estado de Flujos de Efectivos, la empresa siempre ha necesitado el financiamiento externo, sobre todo de las entidades bancarias.

Hipótesis 2: La intensidad de capital o proporción de activo fijo sobre activo total incidirá positivamente sobre el endeudamiento a largo plazo. Esta hipótesis no se cumple en PMD S.A. ya que en promedio entre 2015, 2016 y 2017 sólo el 14,51% del Activo es Activo Fijo.

Hipótesis 3: Las oportunidades de crecimiento de la empresa pueden incidir negativa o positivamente en su nivel de apalancamiento, dependiendo del nivel de intangibles. Esta hipótesis no es relevante para PMD S.A. ya que no cuenta con un valor significativo.

Hipótesis 4: Cuanto mayor sea la edad o años de funcionamiento de la empresa, en mayor grado se habrán podido retener reservas, incidiendo negativamente sobre el nivel de apalancamiento. PMD S.A. tiene 30 años en el mercado, y si bien cuenta con recursos propios, como se nombró en la Hipótesis 1, es recurrente en la financiación mediante préstamos bancarios y proveedores.

Hipótesis 5: Cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, mayor será su incidencia sobre el apalancamiento. Las empresas grandes son más transparentes en cuanto a su información financiera, por lo que podrán recurrir a financiamiento a largo plazo preferentemente, quedando como opción posterior el de corto plazo. Esto se cumple en PMD S.A. con el préstamo tomado por 5 años en dólares garantizado con hipoteca.

Hipótesis 6: Las estrategias de diversificación influyen positivamente en el apalancamiento. Se estima que a mayor diversificación de productos, mayor nivel de endeudamiento. En PMD S.A. se cumple esta hipótesis ya que la empresa cuenta con dos modelos de negocios bien diferenciados y distintos entre sí: “Distribuidora” y “División Industrial”.

Hipótesis 7: Las estrategias de diferenciación afectan positivamente al apalancamiento ya que permite aumentar la confianza de las entidades financieras. PMD S.A. fabrica y comercializa productos altamente diferenciados.

Hipótesis 8: Las estrategias de innovación influyen de forma negativa en el apalancamiento ya que se traduce en un mayor riesgo para la sociedad. PMD S.A. está constantemente innovando sobre productos nuevos o la mejora de los ya existentes. Si bien la financiación externa no se vio amenazada por este punto, la empresa cuenta también con programas del gobierno que fomentan a la innovación como el FONTAR.

Hipótesis 9: Las estrategias de comercio exterior influyen positivamente en el apalancamiento. PMD S.A. exporta la mayoría de la producción de división industrial e importa los bienes de distribuidora para vender en el mercado local.

Hipótesis 10: La estrategia de liderazgo influirá positivamente sobre el apalancamiento. PMD S.A. es referente a nivel mundial por sus líneas de urología y prótesis peneanas.

b) Análisis de los estados contables de la empresa PMD S.A.

A la hora de analizar los estados contables de PMD S.A. se tuvieron en cuenta los balances auditados simples de los años 2015 y 2016 y el balance presupuestado para el 2017.

Tabla 1- Cálculo Necesidad Operativa de Fondos para PMD S.A.

	2015	2016	2017
--	------	------	------

NOF	114.938.243	163.613.239	201.213.292
ACO	198.303.841	276.332.385	321.678.338
PCO	-83.365.598	-112.719.146	-120.465.046

Como primera medida se analizó la Situación financiera a corto plazo. Se comenzó con la Necesidad Operativa de Fondos (NOF). Este indicador surge como la diferencia entre el Activo Circulante Operativo (ACO) y el Pasivo Circulante Operativo (PCO). En ACO se incluyeron los rubros Caja y Bancos, Bienes de Cambio y Créditos por ventas y del rubro Otros créditos, los Créditos Fiscales y los Anticipos de Proveedores. En el PCO se incluyeron las Deudas Comerciales a corto y a largo plazo, las Cargas Fiscales a corto y largo plazo, las Remuneraciones y Cargas Sociales y los Anticipos de Clientes.

Los valores que arroja este indicador son siempre positivos, es decir en todos los casos el $ACO > PCO$, esto indica los fondos que la empresa requiere para financiar sus inversiones corrientes. En 2015 la NOF asciende a \$114.938.243, en 2016 aumenta a \$163.613.239 y para el 2017 se prevee un aumento llegando a los \$201.213.293. También se puede observar que aun teniendo en cuenta la deuda bancaria, la NOF se reduciría pero no llegaría a su valor 0.

Siguiendo con el análisis se procedió al cálculo del índice de liquidez necesaria. El mismo relaciona el plazo promedio ponderado de realización del Activo Corriente con el plazo Promedio ponderado de exigibilidad del Pasivo Corriente.

Tabla 2 – Cálculo de la Liquidez Necesaria para PMD S.A.

	2015	2016	2017
P.P.R.A.C.	94 días	88 días	85 días
P.P.C.P.C. (con Deuda Bancaria)	149 días	99 días	91 días
P.P.C.P.C. (sin Deuda Bancaria)	66 días	62 días	73 días
Liquidez necesaria con Deuda Bancaria	0,63	0,89	0,94
Liquidez necesaria sin Deuda Bancaria	1,43	1,42	1,17
Liquidez corriente	1,73	2,06	2,10
Liquidez suficiente con Deuda Bancaria	2,75	2,31	2,23
Liquidez suficiente sin Deuda Bancaria	1,94	1,82	2,50

Con este índice de logra suplir las falencias que tiene el índice de liquidez corriente como que no tiene en cuenta la composición de los AC y los PC y tampoco los plazos de realización de los AC y exigibilidad de los PC. Sin embargo, supone cuestiones de partida que no siempre se cumple. Tales como: una perfecta sincronización entre los flujos de ingresos y egresos, no tiene en cuenta los gastos de contado ni que los márgenes de ganancia de los bienes de cambio afectan el Flujo de Fondos y tampoco es los cambios futuros (Pérez, 2005).

La liquidez necesaria arroja los siguientes valores para el 2015, 2016 y 2017 sucesivamente: 0,63; 0,89 y 0,94.

Para llegar a estos valores, se analizaron uno por uno los rubros corrientes del Estado de situación patrimonial. Se obtuvo la participación de cada rubro sobre el total de Activo y de Pasivo Corriente según corresponda. Y a esta participación se la multiplicó por el plazo promedio de realización o cancelación respectivamente.

Los valores que se obtienen son exitosos, principalmente gracias a la existencia de la deuda bancaria. Es decir que PMD S.A. para no tener problemas financieros de corto plazo, necesita en los tres períodos menos de 1 peso de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente. En 2015, PMD S.A. necesitaba 0,63 pesos de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente para no tener problemas financieros de corto plazo. En 2016, 0,89 pesos de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente y en 2017 necesitará 0,94 pesos de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente.

Si bien los resultados son alentadores, como primera observación podemos concluir que la empresa necesita cada vez más pesos de Activo corriente por cada peso de Pasivo corriente para no tener problemas financieros a corto plazo.

Los indicadores se trastocan si no consideramos dentro del análisis a la deuda bancaria de corto plazo. Así se obtienen valores de liquidez necesaria de 1,43; 1,42 y 1,17 para los años 2015, 2016 y 2017 respectivamente. Aquí la situación cambia ya que, ahora se necesita más

de 1 peso de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente para no ahondarse en problemas financieros de corto plazo. De esta manera se clarifica como la deuda bancaria de corto plazo es necesaria e imprescindible para el funcionamiento de la empresa.

Junto con el índice de liquidez necesaria, analizaremos el índice de liquidez corriente, el cual si bien por sí sólo no es confiable para extraer conclusiones, en conjunto con el primero es de gran utilidad. El índice de liquidez corriente para 2015, 2016 y 2017 arroja los valores 1,73; 2,06 y 2,10 respectivamente. Es decir que la empresa en 2015 tuvo 1,73 pesos de Activo Corriente por cada peso de pasivo corriente. En 2016, 2,06 pesos de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente. Y en 2017 según el Balance proyectado, tendrá 2,10 pesos de Activo Corriente por cada peso de Pasivo Corriente. Para el cálculo de este índice solamente se compensaron las partidas que se consideraron homogéneas: anticipos de honorarios a directores con provisión de honorario a directores y las cuentas de activos y pasivos correspondientes al impuesto a las ganancias.

A simple vista, los pesos que se tiene de Activo Corriente sobre cada peso de Pasivo Corriente son mayores a los necesarios, aún en el caso que no se considere la deuda bancaria de corto plazo. Esto se cumple para todos los períodos analizados. Por ende, concluimos que hay un estado de suficiencia de liquidez.

Ahora bien, nos cabe analizar si dicha suficiencia fue generada por las propias actividades operativas o inducida por los fondos obtenidos de las actividades de financiación. Analizando los Estados de Flujo de efectivo de 2015 y 2016, el efectivo que generan las actividades operativas es siempre mayor al total del efectivo total generado o consumido, como en caso del 2016.

En 2015, este efectivo generado por las actividades operativas financia casi en la mitad a las actividades de inversión (compra de bienes de uso). La otra mitad es financiada por las actividades de financiamiento. En 2016, el efectivo generado por las actividades operativas financia, tanto a

las actividades de inversión como a las actividades de financiación, ya que comparado con el 2015 se pagaron dividendos lo que marcó la diferencia y que se pagaron más prestamos de lo que se obtuvieron. Por lo tanto, concluimos que la suficiencia es genuina. Para el 2017 no se puede realizar dicho análisis ya que no se cuenta con el Estado de Flujo de Efectivo Proyectado.

Tabla 3 - Índices de Solvencia y Endeudamiento en PMD S.A.

	2015	2016	2017
Solvencia	0,77	0,87	1,07
Endeudamiento	1,30	1,15	0,94

Si continuamos con la ayuda de las ratios, comenzaremos a analizar la situación financiera a largo plazo con los ratios de solvencia y de endeudamiento arrojan valores verdaderamente representativos. Para el 2015 y para el 2016 la solvencia es siempre menor que 1. Es decir que la empresa utiliza menos de 1 peso de capital de los propietarios por cada peso de financiamiento con terceros. En 2015 la solvencia arroja un valor de 0,77 y en 2016 de 0,87. Sin embargo, según lo proyectado para el 2017 esta situación se revierte arrojando un valor de 1,07. Es decir que en 2017 se utilizará más capital de propio que de terceros a la hora de plantear la financiación.

Con respecto al endeudamiento, se puede observar que existe una importante participación del capital de terceros en la financiación, aunque para el 2017 se proyecte una leve disminución. Frente a esta situación debemos revisar el costo del pasivo a absorber y si la deuda se cancela o no al vencimiento y con qué capitales (Pérez, 2005), aspectos que se tratarán en el punto 2.c). En conclusión, el Activo está financiado un 57% por fondos de terceros y un 43% por fondos de propietarios en 2015 y un 53% por fondos de terceros y un 47% por fondos de propietarios en 2016. Para el 2017 se estiman en 48% y 52% dichas proporciones.

Continuaremos el análisis con el cálculo de los meses que se necesitarían para cancelar todo el Pasivo con las Ventas en cada año.

Tabla 4 - Meses para la cancelación de pasivos con ventas en PMD S.A.

Concepto	2015	2016	2017
Ventas	411.576.464	630.296.297	708.787.593
Pasivos Totales	140.931.503	176.374.509	188.310.749
Meses de venta del Pasivo	4,11 meses	3,36 meses	3,19 meses

En los 3 períodos analizados, las ventas aumentan más que los pasivos, por ende el índice refleja cada vez menos meses de ventas necesarios para cancelar el pasivo.

Ahora, analizaremos el Activo de Largo Plazo. Para eso utilizaremos el índice de inmovilización del activo. Con esto buscamos medir el grado de inflexibilidad de los recursos de PMD S.A. (Pérez, 2005).

Tabla 5 - Inmovilización del Activo en PMD S.A.

	2015	2016	2017
Total activo no corriente	39.345.069	45.550.723	55.379.579
Total Activo	250.533.795	334.450.644	389.625.453
Inmovilización del Activo	15,70%	13,62%	14,21%
Financiación del capital inmovilizado (solo con PN)	2,76	3,37	3,64
Financiación del capital inmovilizado (PN+PNC)	3,26	4,21	4,16

La inmovilización del Activo no es relevante, a pesar de que la empresa tiene un monto considerable inmovilizado en Bienes de Uso, rubro más importante del Activo no Corriente. Los bienes de uso con mayor movimiento son los aparatos e instrumentales, que tanto en 2015 como en 2016 son los que presentan mayores altas y menores bajas. Tal como se explicó en el punto 1, estos son bienes cuya vida útil varía entre 5 y 10 años y son utilizados durante la cirugía previa esterilización. Por lo tanto, por lo que se puede observar, dichos bienes de uso que son necesarios e imprescindibles para el servicio de asistencia quirúrgica que provee PMD S.A. por lo cual la empresa se destaca en el mercado; no generan

problemas en la inmovilización del activo ya que su uso acompaña a la actividad principal. La razón de su valor se debe a dos razones, por un lado dichos bienes permanecen inmovilizados entre cirugía y cirugía por la esterilización necesaria de los mismos. Por otro lado, cada instrumental es un conjunto de piezas que son herramientas para el médico, si una sola pieza del conjunto se rompe, las piezas restantes quedan como repuestos de otros conjuntos.

En general, se considera que la forma menos riesgosa de financiar los Activos no Corrientes es a través de recursos propios, o con deuda de largo plazo (Pérez, 2005). El problema de incorporar pasivos a corto plazo a la financiación se debe a que a veces los activos no generan los retornos suficientemente rápido para cancelar dichos pasivos. En PMD S.A. los instrumentales, activo fijo más significativo, se financian con proveedores con un plazo de pago de 18 a 24 meses.

Tal como se enuncia en la Tabla 5, el capital propio logra cubrir la financiación del Activo no Corriente, sobrando una parte para financiar al Activo corriente, ya que su valor es mayor a 1. Lo mismo sucede si al análisis anterior, le sumamos el pasivo no corriente. Es decir, calculamos:

$\frac{\text{Activo no corriente}}{(\text{Pasivo no Corriente} + \text{Patrimonio Neto})}$
--

Sin duda en este caso vemos como se incrementa el índice entre un 15 y un 20% en todos los períodos, principalmente debido a la existencia de la deuda bancaria de largo plazo que forma la mayor parte del pasivo de largo plazo.

Por último, para finalizar el análisis de los estados contables de PMD S.A. analizaremos la situación económica de la empresa. El primer indicador será la Rentabilidad del Patrimonio Neto o ROE (return of equity). Este índice indica cuanto se gana por cada peso aportado por los propietarios. Su cálculo arroja los valores de 0,3121; 0,3923 y 0,2053 para el 2015, 2016 y 2017 respectivamente.

Continuaremos con el índice de Rentabilidad sobre los activos (ROA – return of asset), que se refiere a la eficiencia de los recursos totales, independientemente de cómo fueron financiados (con capital propio o de terceros).

Tabla 6 – Cálculo de la Rentabilidad del Activo por medio del método Du Pont para PMD S.A.

	2015	2016	2017
Activos	250.533.795	334.450.644	389.625.453
Ventas	411.576.464	630.296.297	195.473.793
Utilidad antes de impuestos (sin intereses pagados)	47.113.436	59.853.936	58.730.413
Rentabilidad (ROA)	18.81%	17.90%	15.07%
Margen sobre ventas	11,45%	9,50%	5.39%
Rotación del Activo	1.64 veces	1.88 veces	0.5 veces

Tal como se observa en la tabla 6, la rentabilidad sobre el Activo no arroja valores elevados. Esto es debido al volumen de los costos administrativos, comerciales y de investigación y desarrollo que presenta la empresa. El total de estos gastos representan 63% y el 58% del total de gastos y costos, incluido el costo de ventas y sin tener en cuenta los resultados financieros. Es por esto que el margen bruto s/ ventas arroja los siguientes valores:

Tabla 7 - % Mg Bruto sobre Ventas en PMD S.A.

Año	2015	2016	2017
Mg Bruto sobre ventas	66.44%	63.58%	63.78 %

Comparando el margen bruto sobre ventas y el margen sobre ventas del método Du Pont se puede observar que este disminuye considerablemente al tener en cuenta todos los gastos considerados como fijos, que serán tratados en el punto III.d) del presente trabajo.

Seguimos analizando la rentabilidad del activo con la rotación del activo. Como se puede presumir, por el tipo de bienes y servicios que la empresa fabrica y comercializa no hay una rotación elevada de los mismos.

En conclusión, la empresa no presenta problemas financieros ni económicos. En cuanto a la inversión corriente, si bien presenta una Necesidad Operativa de fondos positiva no tiene problemas de liquidez ya que en todos los periodos la liquidez corriente es mayor a la necesaria. Esta suficiencia de liquidez es en periodos autogenerada por actividades operativas y en algunos periodos gracias a las actividades de financiación. La empresa no tiene una clara preferencia por el capital propio o de terceros, financiando el activo casi en partes iguales entre ambos. A pesar de esto vemos que la Deuda Bancaria siempre juega un papel importante para PMD S.A. a la hora de definir su fuente de financiamiento. Por ultimo en lo que respecta a la inmovilización de capital, esta no es relevante y se cubre en su totalidad con capital propio. Además, los principales bienes de uso que componen la cartera de activos inmovilizados son los instrumentales, bienes imprescindibles para la realización de los servicios diarios que ofrece la empresa a sus clientes como complemento de las prótesis comercializadas.

c) Estudio exploratorio de la experiencia práctica sobre las fuentes de financiamiento usadas en PMD S.A.

PMD S.A. es una empresa con capitales originarios de Córdoba, Argentina destinada a la fabricación y comercialización de implantes y equipamientos médicos de complejidad.

Fue fundada en 1985 con la intención de contribuir al progreso de la medicina, mediante la investigación, fabricación y comercialización de productos para urología, uroginecología y coloproctología, para mejorar la calidad de vida de los pacientes (Modelo División Industrial). Además, se especializan en la distribución de soluciones para artroscopia y artroplastia en Argentina y Chile, y soluciones para columna, neurocirugía y cirugía reconstructiva en los mercados de Argentina, Brasil y Chile con

intención de proveer a un mercado de productos médico - quirúrgicos ávido de calidad garantizada (Modelo Distribuidora).

A partir de 1987 se incorporaron importantes líneas de productos manufacturados por firmas líderes en el mercado mundial, que actualmente son comercializados en todas las oficinas comerciales propias de PMD S.A. y en su red de distribuidores.

La empresa tiene su Headquarter en Córdoba, disponiendo además sucursales comerciales en Buenos Aires, Rosario y Santa Fe. En el mundo se encuentra en Brasil, México, Chile, Alemania y Escocia por medio de sucursales, y en muchos países más a través de distribuidores. Cabe destacar que también los distribuidores representan verdaderos socios estratégicos en las aspiraciones de crecimiento y expansión de la compañía para poder mantener una estrecha relación con médicos y pacientes de todo el mundo.

Además, la empresa trabaja en conjunto con un equipo asesor de médicos e investigadores científicos de destacada trayectoria, quienes aportan su experiencia y conocimiento para brindar soluciones cada vez más eficaces. Este modelo posibilita lograr consistencia en la calidad de los servicios y soluciones, incluyendo:

- ✓ Soporte quirúrgico capacitado.
- ✓ Excelencia en logística y entrega de productos.
- ✓ Educación médica diferencial.

Este modelo es gracias al sostén económico por medio de las fuentes de financiamiento. Es por esto que se tomaron las 3 fuentes de financiamiento más relevantes y se calculó el costo que generan las mismas para PMD S.A.

Comenzaremos analizando las fuentes de financiamiento externas a la empresa. Para eso deberemos considerar los intereses que son el principal costo explícito de estas.

Tabla 8 - Ratio de cobertura de intereses en PMD S.A.

	2015	2016
Beneficio antes de intereses e impuestos	58.953.344	94.695.214
Intereses totales	14.540.479	15.710.091
Ratio de cobertura de intereses	4,05	6,03

Tal como se observa en la tabla 8 la empresa no tiene problemas financieros para hacer frente a los intereses ni en 2015, ni en 2016. Es decir, la empresa puede hacer frente a los cargos financieros en más de una vez con sus ingresos obtenidos durante un año antes de pagar el impuesto a las ganancias.

Continuamos el análisis con la observación e interpretación del efecto palanca. Este se refiere a la contribución del capital ajeno a la rentabilidad de los recursos propios (Pérez, 2005). Este indicador se calcula como el cociente entre la rentabilidad del Patrimonio Neto y la rentabilidad del Activo. Para el 2015 arroja un valor de 1,084, para 2016 un valor de 1,427 y para 2017 un valor de 1,362. En los 3 años dicha relación supera a 1, lo que indica un efecto palanca positivo en el que el financiamiento de pasivos contribuye favorablemente al patrimonio neto. Es decir, podemos concluir que es correcto que la empresa utilice capital de terceros para su financiación, pero a priori no podemos decidir si es más o menos conveniente que el capital propio. Sin embargo, se puede inferir que la fuente de financiamiento óptima será la que presente menor costo y que a la vez este sea menor a la rentabilidad sobre el activo (ROA) calculada en el punto III.b)

En primera medida se analizó el costo de la **deuda bancaria**. Para arribar al costo de la misma se ponderaron las tasas nominales anuales de cada préstamo en función al capital que representaban sobre el total de préstamos. En 2015 arrojó un costo de 26,93% anual y en 2016 un costo de 10,3% anual. Sin embargo, el plazo promedio de cancelación de la deuda no fue muy distinto entre los 2 años. Para 2015 fue de 288 días y para 2016 de 242 días. Como se puede observar el costo disminuyó

considerablemente entre un año y otro debido a la preferencia por prefinanciaci3nes en el a3o 2016. Este tipo de pr3stamo bancario permite a PMD S.A. obtener capital y devolverlo a muy corto plazo (generalmente 180 d3as) a tasas considerablemente bajas.

A diciembre de 2016 la empresa tiene vigente una prefinanciaci3n que es en d3lares y cubre un capital de 400.000 USD que al tipo de cambio de cierre forman \$6.356.000. El resto de los prestamos son en d3lares y en pesos. El pr3stamo de menor plazo es de 12 meses y el m3s relevante en plazo y capital cubierto es un pr3stamo en d3lares (pr3stamo total : 2.500.000 USD), que al 31/12/2016 la parte a pagar asciende a \$ 42.71230. En total el capital cubierto al 31/12/2016 asciende a \$63.424.170,48.

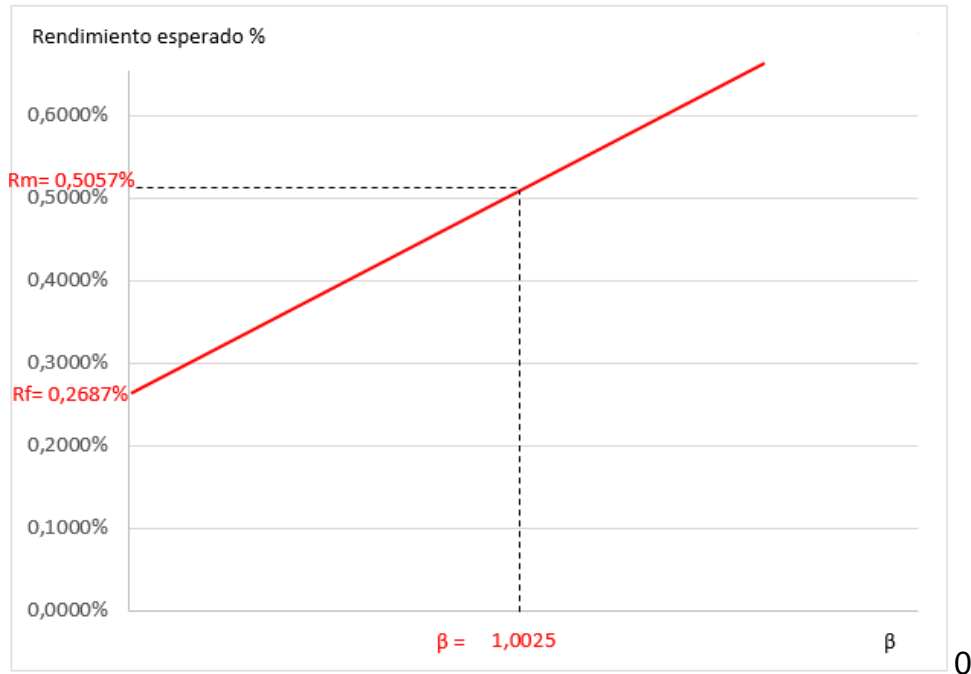
Por 3ltimo, se calcul3 una aproximaci3n al **costo del capital propio** de PMD S.A. al 31/12/2016. Para esto se utiliz3 el modelo SML (Security Market Line) bajo el siguiente c3lculo: $R_i = R_f + \beta (R_m - R_f)$. En donde "Rf" es la tasa libre de riesgo, la cual se llega a su valor adicionando a la tasa de los T-Bond a 30 a3os el riesgo pa3s de Argentina; llegando al valor de 12.83%

" β " es la sensibilidad de la acci3n a los retornos accionarios del mercado en su conjunto. Como la empresa en cuesti3n no cotiza en bolsa, se busc3 una empresa que si lo haga en Argentina, pero no se encontr3. Entonces se seleccion3 uno de sus socios estrat3gicos "Empresa Z" que s3 cotiza en bolsa en Estados Unidos y se tom3 su beta apalancada. Dicho dato se obtuvo de Google finance. Posteriormente a ello, se desapalanc3 la Beta anterior utilizando la tasa de impuestos de estados unidos y la estructura pasivos / patrimonio neto de la empresa comparable. Finalmente se apalanc3 la beta del punto anterior con los valores de PMD S.A. arrojando un valor de 1.0025. Es decir que el rendimiento de la empresa aumenta (o disminuye) casi en la misma proporci3n que aumenta (o disminuye) el rendimiento del mercado.

Lo 3ltimo que se calcul3 fue el riesgo sistem3tico, es decir $R_m - R_f$ que arroj3 un valor de 0.24% Reemplazando los valores anteriores en la

fórmula obtenemos una aproximación al costo del capital propio del 13,07%.

Gráfico 1- Determinación del costo del Capital propio de PMD S.A.



El capital que cubre esta tasa es el Patrimonio Neto, es decir que al 31/12/2016 el Patrimonio Neto de 153.562.764 tiene un costo de 13,07%, que es similar al costo que arrojaba la deuda bancaria al 31/1/2016 (10,3%). A simple vista si bien la deuda bancaria presenta un menor costo, cubre menos capital que el Capital Propio, pero ambas opciones de financiamiento son opciones validas ya que su costo es inferior al ROA para el 31/12/2016 (18,67%). Sin embargo, PMD S.A. históricamente opta por la deuda bancaria por su facilidad de obtención en cuanto a plazos y tasas. Tal como se trataron en las hipótesis de la teoría de Pecking Order del punto III.a) donde se evidencia que la empresa por su tamaño, transparencia, diversificación de productos, la diferenciación y las estrategias de innovación influyen positivamente en el apalancamiento de la empresa.

Tabla 9 - Costo de las fuentes de financiamiento de PMD S.A. al 31/12/2016

Fuente de financiamiento	Costo	Capital cubierto en pesos
Deuda Bancaria	10,03%	63.424.170,48
Capital Propio	13,07%	153.562.764

Si bien también se podría tratar el análisis del financiamiento con **proveedores**, no lo consideramos relevante ya que como se nombró anteriormente, las relaciones con los mismos son en su mayoría alianzas estratégicas en donde se intenta mantener una cierta calidad de la materia prima, el producto o el servicio adquirido. Por ello es que dichas relaciones son contractuales, no hay una tasa de interés explícita ni tampoco existen costos implícitos de financiamiento.

d) Medición por medio del Cuadro de Mando Integral focalizada en la utilidad de las fuentes de financiamiento.

El CMI es una herramienta de gestión imprescindible para dirigir las empresas en el corto y largo plazo. Este se basa en la estrategia de la empresa, definiendo para cada una de sus perspectivas los indicadores relevantes (Dávila, 1999).

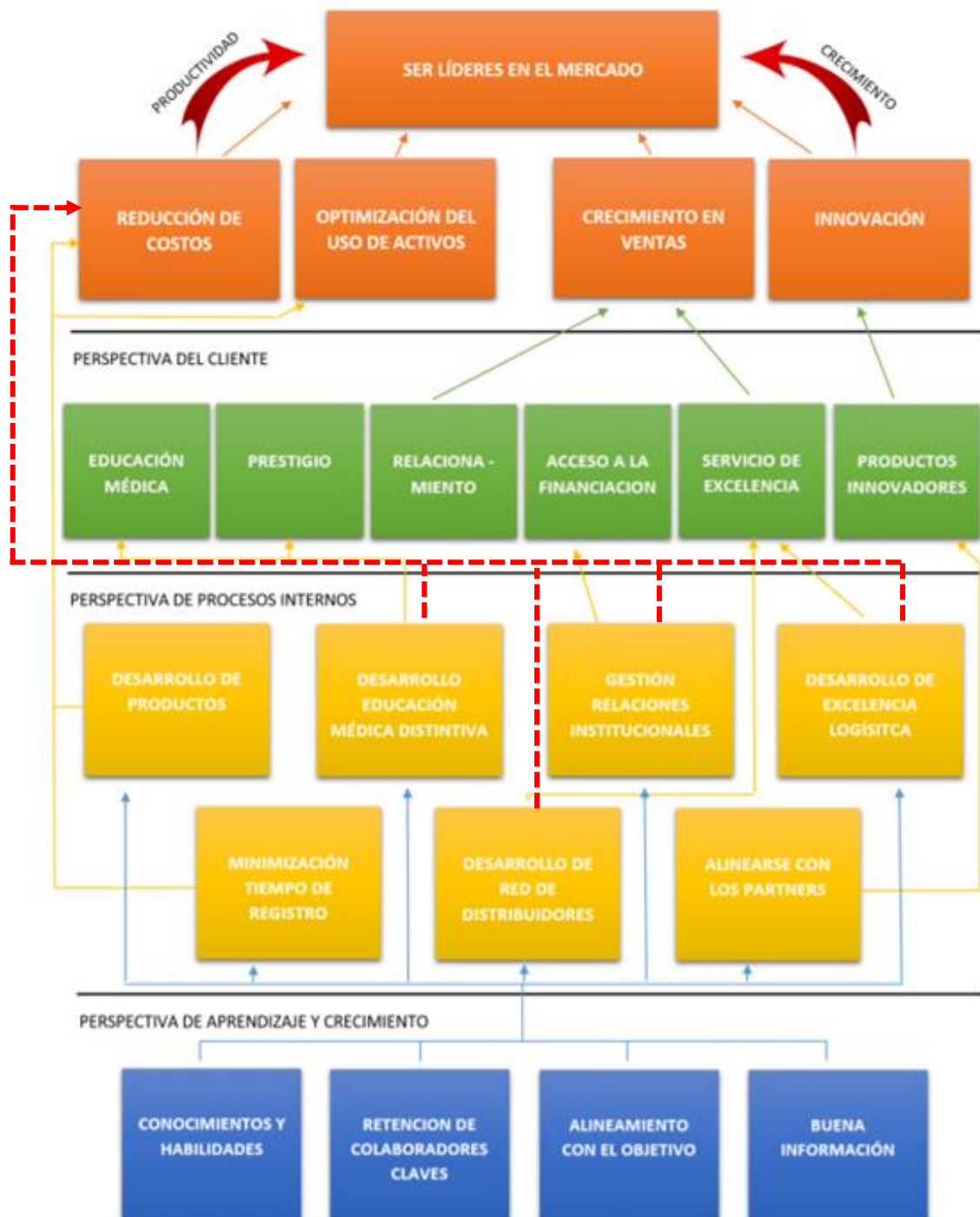
La definición de un CMI trae aparejada ciertos beneficios para PMD S.A. Como primer beneficio, facilita el consenso por parte de toda la empresa del modelo de negocio adoptado y clarifica como la consecución de las acciones necesarias contribuyen al buen funcionamiento del negocio. Lo que es más, por medio del CMI se pueden comunicar los planes de acción aunando esfuerzos y permitiendo conocer al negocio (Dávila, 1999).

Según la entrevista realizada con el Manager Corporativo de Planeamiento Estratégico se confeccionó el cuadro de mando integral, previa definición de la estrategia. Cabe señalar que las metas son fijadas conjuntamente entre los altos directivos y los responsables de la medición

de los indicadores, con el objetivo de que sean desafiantes pero alcanzables.

El cuadro de mando integral que presenta la empresa es el siguiente:

Ilustración 1 - Cuadro de Mando Integral de PMD S.A.



La empresa ha establecido que el grado de cumplimiento de cada meta dependerá de los resultados obtenidos para cada objetivo. Es por ello que se considerará “no cumplida” (color rojo) cuando se haya logrado menos del 90% de ella, y “parcialmente cumplida” (color amarillo) cuando su porcentaje de cumplimiento se encuentre entre el 90% y el 99%. Cuando se alcance hasta el 110% de la meta, la misma se encontrará “cumplida” (color verde); y finalmente sólo se la categorizará como “superada” aquella meta que logre más del 110% (color azul).

Para cada perspectiva se analizaron los resultados en función a la estrategia del 2016. Como conclusión general PMD S.A. cumple con las metas establecidas para el año 2016 (color verde).

Se eligió para trabajar el objetivo de la perspectiva financiera: “Optimizar los gastos fijos”, ya que en este objetivo no se lograron las metas y consideramos que los gastos fijos pueden ser un gran demandante de financiación, más aún porque se analizaron los márgenes brutos y los resultados son más que favorables. Para este objetivo PMD S.A. tiene el siguiente indicador:

$\text{Reducción de costos} = \frac{\text{costos por actividad}}{\text{año actual}} - \frac{\text{costos por actividad}}{\text{año anterior}}$
--

Por gastos fijos se entienden todos los gastos que no forman parte de la utilidad neta, enunciados en el Estado de Resultados como: gastos de comercialización, gastos de administración, gastos de investigación y desarrollo. Es decir se considera como costo fijos los gastos no activables al costo de ventas. Frente a estos gastos se analizó según el Anexo de gastos del balance cuales eran los costos que habían incrementado su volumen representativamente. Se tomaron aquellos gastos cuyo incremento fue mayor al 15% respecto al 2015, excluyendo del análisis a los sueldos, las depreciaciones y los impuestos y tasas. Se excluyen a los sueldos del análisis porque el incremento se debe a los incrementos normales y habituales del costo salarial por los incrementos de sueldos

acordados con los correspondientes sindicatos. Se excluye a las depreciaciones del análisis por ser gastos no erogables. Por último, los ingresos y tasas se excluyen, porque tal como se definió en el alcance no se tendrán en cuenta para ningún análisis en el presente trabajo.

Frente a los gastos seleccionados se los dividió en los siguientes grupos, independientemente de su clasificación en el cuadro de gastos:

Tabla 10 - Gastos de PMD S.A.

Grupo (Rubro)	Gasto (Subrubro)	Indicador comparación
Ventas	Promoción	% incremento en las ventas entre 2015 y 2016
	Exportación	
	Desarrollo	
	Viajes	
	Viáticos y movilidad	
Productos	Honorarios contratados	% incremento en el costo de ventas entre 2015 y 2016
	Seguros sobre productos	
	Fletes y franqueros	
	Comisión y servicios esterilidad	
Personal	Atención al personal	
	Seguros Rodados	
	Capacitación	
Activos inmovilizados	Mantenimiento	
	Servicios de limpieza y seguridad	
	Seguros multicobertura	

Se relacionó a cada gasto con los indicadores según el grupo, trabajaremos sólo con los grupos de Ventas y Producción ya que son los más relevantes. Se propone el siguiente indicador financiero por cada gasto:

$$\% \text{ de reducción de costos} = \frac{\text{costos por subrubro del año actual} - \text{costos por subrubro del año anterior}}{\text{costos por subrubro del año actual}}$$

La meta será que el incremento sea menor al incremento de las ventas o del costo de ventas según sea el grupo. En función de cuanto exceda el costo se tornará de amarillo a rojo en el balance scorecard o, en el caso

de cuanto menor sea a los porcentajes tomados como referencia de amarillo a azul pasando por verde.

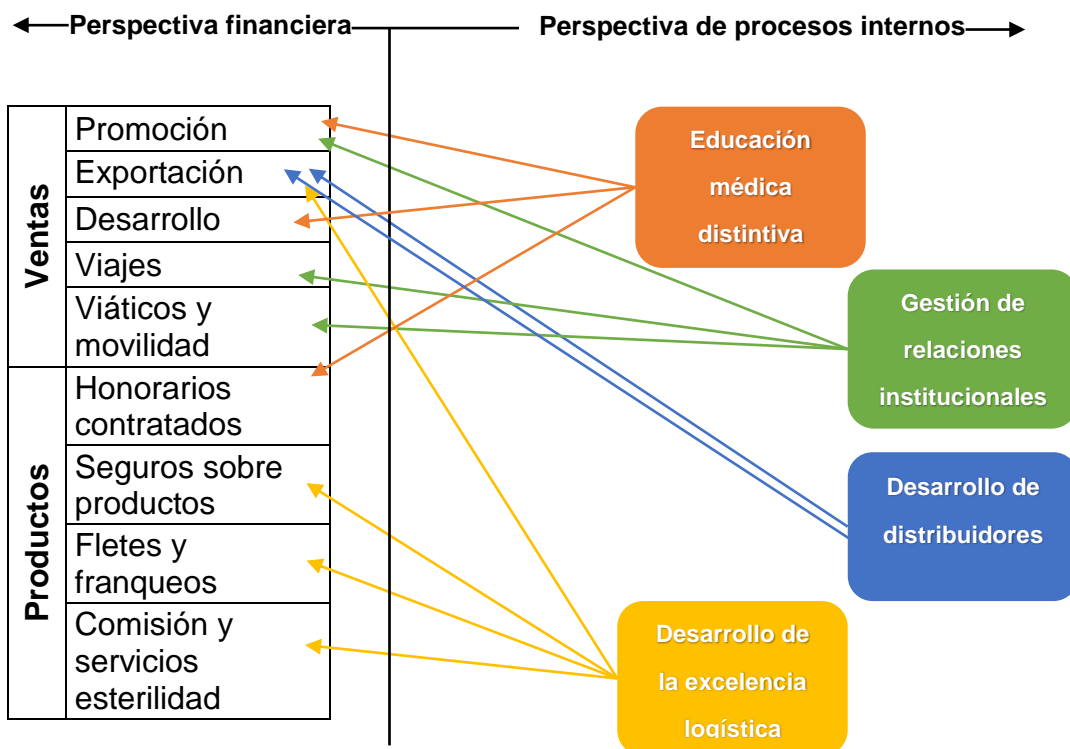
Como resultado, en el 2016 se obtuvo que los gastos relacionados al primer grupo que exceden el % de incremento de ventas son: gastos de exportación y viáticos y movilidad. El único gasto que excede el % de incremento del costo de ventas es el de Desarrollo.

Ahora nos focalizaremos en el que tiene impacto que tienen los distintos gastos analizados anteriormente con los objetivos de la perspectiva procesos internos (ver líneas rojas de la figura 1), quedando demostrada así la importancia del nuevo indicador de la perspectiva financiera sugerido.

Al impacto de los objetivos de procesos internos de minimización del tiempo de registro y desarrollo de productos en el objetivo de optimizar los costos

fijos, ahora se le suma el impacto de:

Ilustración 2 - Nuevas relaciones del Cuadro de Mando Integral de PMD S.A.



La interpretación de la medición del objetivo de “Educación médica distintiva” será mejor si se considera la medición de los gastos de promoción, los honorarios contratados y los gastos de Desarrollo. Los primeros ya que, la educación médica constituye uno de los gastos de promoción de PMD S.A. Se relaciona con los honorarios ya que allí están incluidos los honorarios pagados a médicos por consultoría. Por último el análisis de la variación de gastos de desarrollo se tiene en cuenta ya que incluyen los cursos, congresos y eventos pagados a los médicos.

La interpretación del cumplimiento del objetivo “Gestión de relaciones institucionales”, se realizará de manera más completa si se tiene en cuenta la medición de los gastos de promoción, viajes y viáticos y movilidad y los gastos de Desarrollo. Dentro de los gastos de promoción, están también incluidas todas las erogaciones que hacen a la relación de la marca con sus clientes, por medio de la cual promocionan sus bienes y servicios y generan buenas críticas. Dentro de los viajes, se encuentran las erogaciones realizadas por gerentes y directivos realizadas entre otras cuestiones para mantener las relaciones institucionales. Lo mismo los viáticos, pero para el resto de los colaboradores. Los gastos de desarrollo incluyen además de los cursos, congresos y eventos como ya se vio los gastos comerciales por aprobación de productos para la venta y equipamientos y patentes necesarios para su comercialización.

La medición del objetivo “Desarrollo de distribuidores” se complementa teniendo en cuenta la medición de los gastos de promoción y los de desarrollo. De esta manera se podría observar si a los gastos erogados en cuestión de fomento a los distribuidores se le saca el provecho que se debería.

Por último, trataremos el objetivo “Desarrollo de la excelencia logística”. Su medición e interpretación se complementa teniendo en cuenta la medición de los gastos de exportación necesarios para hacer llegar los productos de división industrial a destino. Además, se debería tener en cuenta las erogaciones en seguros para los productos, que resguardan la carga durante los traslados; las erogaciones en fletes y franqueos no

facturados a los clientes y las comisiones y servicios de esterilidad. Estas últimas erogaciones, sobre todo, ya que la esterilidad es una de las principales características que hacen a la excelencia del producto.

En conclusión, recalcamos la importancia del cuadro de mando integral a la hora de tomar los distintos cursos de acción posibles. Como se puede observar la empresa tiene internalizada dicha herramienta en su gestión diaria. Sin embargo, al prestar atención en el objetivo de “Optimización de los gastos fijos” que podría generar desfasajes en la Necesidad Operativa de Fondos, propusimos nuevos indicadores. Esto generó relaciones con otros objetivos, lo que permitirá una medición más integral de los mismos.

e) Propuesta para la mejora de la selección de fuentes de financiamiento para PMD SA.

La propuesta que se realiza para optimizar las fuentes de financiamiento de PMD S.A. consiste en la emisión de obligaciones negociables, siguiendo la corriente de aumento de emisión de las mismas (en 2016 se emitió un 125% más obligaciones negociables que en 2015).

Basándonos en la teoría de Pecking Order, esta opción puede considerarse la última antes de la emisión de acciones, debido a que los dueños de PMD S.A. son reacios a la apertura de capital a terceros ajenos a la sociedad. (Larsen y otros, 2013).

El siguiente análisis se realizó siguiendo los costos informados por Larsen M. y otros (2003), en su artículo “Financiamiento de Pymes mediante Obligaciones Negociables”. Se supone una emisión de Obligaciones Negociables por un Valor Nominal de 2.500.000 USD (equivalente a un valor de \$40.000.000 considerando un tipo de cambio vendedor = 16\$/USD), a la par y a un plazo de 5 años; siendo el valor de emisión y el plazo similares a las condiciones del préstamo más importante tomado por la empresa en el 2016; para lograr una comparación, tal como se puede apreciar en la tabla 11.

Tabla 11 - Comparación de las condiciones entre un préstamo bancario modelo y la emisión de O.N. para PMD S.A.

	Préstamo	Obligaciones Negociables
Monto Capital en USD	2.500.000	2.500.000
Monto Capital en \$	43.459.200	40.000.000
Tipo de cambio usado para convertir de USD a \$	17,38368	16
Plazo	5 años	5 años
Período de amortización	Mensual	trimestral
TNA	6%	7%

Independientemente de la tasa de interés que deberá pagar la empresa a los inversores por la adquisición de sus obligaciones negociables surgen los siguientes costos:

Tabla 12 - Cálculo del costo de emisión de Obligaciones Negociables con VN=2.500.000 USD para PMD S.A.

Componentes del costo total de emisión		\$
Interés		7.350.000,00
Costos de Transacción	Inscripción en el Registro Público de Comercio	250,00
	Derechos de cotización anual B.C.B.A. (con bonificación del 50%)	70.440,13
	Publicación Boletín Oficial	90,00
	Honorarios legales: abogados	400.000,00
	Honorarios legales: Registro Público de Comercio y Caja de Valores	400.000,00
	Honorarios de contadores	3.071.255,28
	Comisiones del agente organizador y del colocador	480.000,00
Costo de Señalización: aval S.G.R.		800.000,00
Costo Total de emisión de ON por VN=2.500.000 USD (40.000.000 \$)		12.572.035,41

1- Costos de transacción:

- a) Inscripción en el Registro Público de Comercio: el costo del formulario de inscripción para la emisión de Obligaciones Negociables es de \$250.

- b) Derechos de cotización anual por la emisión de Obligaciones Negociables a abonar a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Según la Resolución Nro. 351/98 del Ministerio de Economía y Servicios Públicos de la Nación Argentina, se compone por un monto fijo más un porcentaje. Para la emisión que se va a estudiar, el monto es de \$5.830 + 0,1% sobre el excedente de \$17.653.950. Sobre este valor, se puede acceder a una bonificación del 50% si dichas Obligaciones Negociables son negociadas en la rueda tradicional de bolsa. Suponemos el acceso a dicha bonificación, por lo que el costo del derecho es de \$14.088,03 por año y \$70.440,13 para los 5 años.
- c) Publicaciones a realizar en el Boletín Oficial que son obligatorias para las sociedades que operan en la Bolsa. Según la ley 23.962 en su artículo 10 indica que la emisora debe publicar por 1 día en el Boletín Oficial un aviso informando la emisión. Dicho aviso tiene un costo de \$90 diarios bajo el trámite normal y de \$150 bajo el trámite urgente. Supondremos a los fines de la simulación el primer valor.
- d) Honorarios profesionales:
1. Honorarios legales:
 - i. En la ley 21.839 de Aranceles y Honorarios Profesionales de abogados y procuradores se establecen aranceles entre el 1% y el 5% sobre el valor de la emisión para la redacción de contratos. Se supone el 1% sobre el valor de la emisión.
 - ii. Adicionalmente se considera un costo del 1% sobre el total emitido por asesoramiento del Registro Público de Comercio y el registro en la Caja de Valores.
 2. Honorarios de contadores: para el cálculo de este costo se tomó la Ley Provincial N°7626 del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de Córdoba, que

regula los honorarios de los profesionales de ciencias económicas. Se tomó dentro de esta ley el punto 6, del artículo 71 del título VI, que regula los honorarios en caso de cesiones de partes sociales, cuotas y acciones. El honorario a cobrar por el contador es del 2% al 5% sobre el Patrimonio Neto. Suponiendo que se abona al contador un 2% sobre el Patrimonio Neto, el costo por la emisión sería de 3.071.255,58; valor calculado sobre el Patrimonio Neto del 2016.

e) Comisiones del agente organizador y del colocador. Para la simulación se supone que dichos agentes son la misma persona y que el costo que genera es de 1,2% sobre el valor de la emisión, valor tomado de Larsen y otros (2003). Para la emisión prevista alcanza un valor de \$480.000.

2- Costos de señalización: se refiere al aval abonado a una Sociedad de Garantía Recíproca o al costo abonado una Calificadora de Riesgo, quienes calificarán las Obligaciones Negociables de PMD S.A. en cuanto a la capacidad y voluntad de pago del capital y los intereses de la emisión frente a los inversores. De esta se elimina, al menos parcialmente la asimetría de la información entre la empresa emisora y el mercado.

Las Pymes generalmente optan por adherirse a Sociedades de Garantía Recíproca. El costo para acceder a un aval de estas es la inmovilización del capital por la inversión temporaria inicial más un porcentaje sobre el monto total de la garantía. Generalmente varía entre el 1% y el 2,5% sobre el valor de la emisión. Para la simulación se toma el 2% del valor nominal de la emisión.

Según el Informe de Diciembre de 2016 de la Comisión Nacional de Valores, la tasa promedio de interés de las emisiones de Obligaciones Negociables en USD en el 2016 osciló entre 6,8% y 9,9% nominal anual.

Supondremos una tasa del 7%. Lo que generará un interés de 7.350.000 \$ (459.375 USD).

Hay que tener en cuenta además que, los gastos e intereses generan cierto ahorro fiscal según el artículo 37 de la Ley 23.962: “. *Asimismo serán deducibles los gastos y descuentos de emisión y colocación*”. Por ende los únicos gastos que tendrá al fin y al cabo son los intereses. El hecho de entrar al mercado de capitales, parece ser muy costoso aunque no lo es directamente, probablemente el mayor costo sea implícito : la publicación de información sensible.

Comparando los gastos entre el préstamo bancario y la opción de la emisión de Obligaciones Negociables podemos concluir que si bien las condiciones de emisión son bastante similares, por lo que prácticamente la empresa podría adoptar una u otra opción indistintamente. Sin embargo, somos conscientes de que al tratarse de una empresa joven y familiar , con recelo a hacer su información pública, la opción de las Obligaciones Negociables no sería la opción de financiamiento más óptima, aun cuando en cuanto a sus costos no difiere de la deuda bancaria. Pero podría considerarse como una alternativa posible si llegan a existir problemas en el acceso a los préstamos bancarios.

Conclusión

Las empresas necesitan recursos para cumplir con sus actividades operativas y con sus actividades de inversión. Estos recursos que constituyen fuentes de financiamiento pueden ser internas o externas. Las que elegirán según el costo, los requisitos que establezcan quienes proveen de esos fondos, y los objetivos estratégicos de la empresa.

PMD S.A. adopta la teoría de Pecking Order, aunque no hay una marcada preferencia por el financiamiento interno, donde las actividades operativas siempre son generadoras de fondos. Es por esto que se realizó un cálculo aproximado del capital propio, que arroja valores al costo de la deuda bancaria, pero con una capacidad de cubrir más capital que esta última.

Llama bastante la atención que la empresa aún sin poseer problemas financieros de corto ni de largo plazo, ni tampoco económicos presente una rentabilidad sobre activos moderada. Bajo el análisis del método Du Pont se llegó a la conclusión que la rentabilidad está condicionada por el elevado valor en los gastos administrativos, comerciales y de investigación y desarrollo. Estos gastos se tomaron como punto de partida a la hora de proponer mejoras en el Cuadro de Mando Integral, estableciendo nuevos indicadores para su medición.

PMD S.A. presenta un exitoso Índice de liquidez necesaria para todos los períodos analizados, principalmente debido a la presencia de la deuda bancaria. Si no fuera por esta, el índice tomaría valores mayores a 1, dejando en evidencia la fuerte dependencia que la empresa tiene frente a la deuda bancaria y la explica los resultados de los índices de solvencia y endeudamiento. Sin embargo, teniendo en cuenta el abultado pasivo de PMD S.A., no se presentan problemas en cuanto al plazo de cancelación del pasivo ni a los intereses.

Es por esto que se analizó la opción de emitir obligaciones negociables. Esta es la última opción a considerar en una empresa que adopta la teoría de Pecking Order, no porque sea la más costosa como ya se demostró sino porque implica hacer pública la información financiera de la empresa, aspecto que probablemente no sea del agrado de los dueños.

La fuente de financiamiento externo de menor costo está representada por los proveedores, cuya relación está respaldada por contratos. Esta fuente principalmente se usa en el caso de la adquisición de productos o servicios claves en cuanto a su calidad y oportunidad de obtención.

En conclusión , tal como enuncia la teoría de Pecking Order, no hay una estructura de fuentes de financiamiento modelo. Hay que analizar cada caso en particular, ya que cada empresa en función a su actividad y sus objetivos estratégicos realiza elecciones diferentes en cuanto a sus fuentes de financiamiento.

Bibliografía

- 1- Arévalo Briones K.P, Pastrano Quintana E.V (2015), Diagnóstico de las fuentes no tradicionales de financiamiento empleadas por PYMES del Cantón Quevedo. Ecuador. *Revista Publicando*, 2 (2), 149-162.
- 2- Baños Caballero S, García Teruel P.J, Martínez Solano P. (2014), Estrategias de financiación de las necesidades operativas de fondos y rentabilidad de la empresa, *Universia Business Review*, (44), 104-121.
- 3- Bollet Ramirez F. (2014), Propuesta de un modelo de gestión estratégica aplicando el Cuadro de Mando Integral, para la mejora del desempeño de la empresa Kaniman SRL en la ciudad de Pucallpa 2012, *Logos*, 4 (2).
- 4- Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G., & Speroni, M. C. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Estudios Gerenciales*, 32(138), 71-81.
- 5- Ceñedo A.R, Vinueza E.J (2015), El flujo de caja libre, operativo y del accionista, los elementos creadores de valor, los value drivers o inductores de valor corporativos, *INNOVA Research Journal*, 1 (3), 21-75.
- 6- Cisneros Ruiz, A; Dieguez Soto J.(2000). Determinación de la solvencia empresarial desde el Plan General de Contabilidad. *Técnica Contable*, 7 (613).31-54.
- 7- Comisión Nacional de Valores República Argentina (2016). Informe mensual de financiamiento en mercado de capitales.Diciembre 2016, versión 1.1.
- 8- Dávila, A. (1999). El cuadro de mando integral. *Revista de antiguos alumnos IESE*. 34-42.
- 9- Fernandes Mogrão, S.S (2013), El Cuadro de Mando Integral en el control de desempeño estratégico de una PYME, Disertación no publicada. Universidad del Valle de Atemajac (UNIVA), XVII Congreso Internacional de Investigación en Ciencias Administrativas A.C. (ACACIA).

- 10- Garcia N.; Quadro M.; Werbin E., (2015), *Fundamentos de Contabilidad II*, Córdoba, Argentina. Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas de la U.N.C-
- 11- Genoni, G. y Zurita Lillo, S. (2004).Capital de Trabajo, Gestion de Tesoreria y Valuacion de Empresas, *Revista Estudios de Administración*, 11 (1), 39-53.
- 12- Herrera, H. V. (2015). Complementariedad de las inversiones a largo plazo y de capital de trabajo ante oportunidades de negocios y consideraciones de liquidez en países latinoamericanos. *Estudios Gerenciales*, 31(137), 364-372.
- 13- Jimenez Sánchez J.I, Rojas Restrepo F.S, Ospina Galvis H.J (2013), La importancia del ciclo de caja y cálculo del capital de trabajo en la gerencia PYME, *Clío América*, 7 (13), 48-63.
- 14- Jiménez, N. S. (2014). ¿ A una empresa le conviene endeudarse con el banco?. *Industrial Data*, 10(1), 048-054.
- 15- Larsen, M, Vigier H.P. , Guercio M.B., Briozo A.E. (2014), Financiamiento mediante Obligaciones Negociables. El problema de ser PYME, *Visión de Futuro*, 18(2), 134-153.
- 16- Ley 2576. Obligaciones Negociables, creación de un nuevo título de deuda, Honorable Congreso de la Nación Argentina. Buenos Aires, Argentina. 29 de junio de 1988.
- 17- Loarte, J. P., Atúncar, C. Q., & Colottar, G. S. (2014). Pronóstico financiero: métodos rápidos de estimación del fondo de maniobra o capital de trabajo estructural-Caso de una empresa comercial. *Industrial Data*, 16(1), 029-036.
- 18- Luna C. (2016), ¿Cómo se toman las decisiones organizacionales? Una revisión clásica Sociológica, *Sociológica*, 31 (87), 43-78.
- 19- Martínez Lemus C. J, Cepeda Chaves J.C, García Diaz C.M. (2013), Emisión de deuda Vs financiamiento tradicional como fuentes de capital de trabajo: Caso Colvanes S.A. (ENVÍA CASE), *Contexto*, 2 (1), 119-140.

- 20- Martínez, C. E., Ledesma, J. S., & Russo, A. O. (2014). Modelos de cálculo de las betas a aplicar en el Capital Asset Pricing Model: el caso de Argentina. *Estudios Gerenciales*, 30(131), 200-208.
- 21- Pereiro, L., & Galli, M. (2000). La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica. Trabajo de investigación. Buenos Aires: Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato Di Tella.
- 22- Pérez J.O,(2005), *Análisis de estados contables: un enfoque de gestión*. Córdoba, Argentina. Editorial de la Universidad Nacional de Córdoba.
- 23- Resolución Técnica nro. 8. Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E), Jujuy, Argentina, 11 de diciembre de 1987.
- 24- Resolución Técnica nro. 9. Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E), Jujuy, Argentina, 11 de diciembre de 1987.
- 25- Resolución Técnica nro. 16. Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E), Chubut, Argentina, 8 de diciembre de 2000.
- 26- Resolución Técnica nro. 17. Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E), Chubut, Argentina, 8 de diciembre de 2000.
- 27- Resolución Técnica nro. 18. Federación Argentina de Concejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E), Chubut, Argentina, 8 de diciembre de 2000.
- 28- Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios gerenciales*, 18(84), 31-59.
- 29- Sanchez Quinteros J (2003), Estrategia Integral para PYMES Innovadoras, *Escuela de Administración de negocios*; 1 (47), 34-45.
- 30- Salloum, D., & Vigier, H. (1999). Sobre la Determinación de la Estructura de Capital en la Pequeña y Mediana Empresa. *XXXIV Reunión Anual de la AAEP*, 1-25.

