



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

Estudio comparativo de la estructura de financiación de las empresas del panel pymes con las del panel General-Mercado de Valores de Argentina

Dante Domingo Terreno, Silvana Andrea Sattler

Artículo publicado en Gestión Joven
Número 13, 2015 – ISSN 1988-9011



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución – No Comercial – Sin Obra Derivada 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Estudio comparativo de la estructura de financiación de las empresas del Panel Pymes con las del Panel General-Mercado de Valores de Argentina

Dante Domingo Terreno

Docente -Investigador de la Universidad Católica de Córdoba -Argentina
danteterreno@fibertel.com.ar

Silvana Andrea Sattler

Docente-Investigadora de Universidad Nacional de Córdoba-Argentina
Investigadora de la Universidad Católica de Córdoba-Argentina
silsattler@gmail.com

RESUMEN

Este estudio se focalizó en el sector de empresas del panel de pequeñas y medianas empresas (PyMEs) de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina, que despierta la atención por el alto crecimiento y el endeudamiento. El objetivo de este trabajo fue determinar las características de la estructura de financiación de las empresas que integran el panel de PyMEs, a través de su comparación con las empresas de panel general.

Los costos de agencia por el alto endeudamiento han sido mitigados a través de las garantías colaterales otorgadas y la reputación de las empresas. Éstas últimas, en la etapa de madurez se ajustan mejor a la teoría de las jerarquías financieras que en la etapa de crecimiento. Además, el estudio mostró que pueden existir distintos factores contextuales, que además del nivel de endeudamiento, determinan la probabilidad de bancarrota.

Palabras clave: Fuentes de financiación, PyMEs, teoría de las jerarquías financieras, costos de agencia.

ABSTRACT

This study focused on the sector of enterprises SME panel CNV of Argentina, it attracts attention by high growth and borrowing. The aim of this study was to

determine the characteristics of the financing structure of SMEs' firms panel, through a comparison with the general panel companies.

Agency costs for the high indebtedness have been mitigated through collateral provided and the reputation of the companies. Firms in the mature stage are best fit to the pecking order theory in the growth stage. On the other hand, the study showed that there are other contextual factors, rather than the level of indebtedness for determine the possibility of bankruptcy.

Keywords: Sources of financing, SMEs, pecking order theory, agency costs.

1. INTRODUCCIÓN

En su evolución, las empresas van atravesando distintas etapas con características diferentes hasta llegar a su máximo potencial. A su creación, le sigue un periodo posterior de fuertes inversiones, y al final se encuentra la etapa de madurez donde disminuyen las inversiones y se obtienen los excedentes. Consecuentemente con el desarrollo de la empresa, las fuentes de financiamiento también van cambiando, desde el aporte seminal del propietario hasta que se accede al mercado público de capitales (Berger y Udell, 1998).

Para el estudio de la estructura de financiación de las PyMEs es necesario contemplar la gran heterogeneidad y características de las empresas, debido a las distintas etapas del ciclo financiero que atraviesan. Entre los distintos tipos de PyMEs llama particularmente la atención las empresas de panel de PyMEs de la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV), que muestran un alto endeudamiento en contraste con lo que señala la bibliografía.

La idea de este estudio, es focalizarse en las características de este sector de PyMEs, que han logrado una importante diversificación en sus fuentes de financiación. Estas empresas, por lo general, son de una gran importancia en las economías regionales, demandan una cantidad importante de recursos financieros y son punto de referencia de los pequeños empresarios de ese sector de negocios. Por lo expuesto, es particularmente útil estudiar la financiación de dichas PYMEs en base a los estados contables publicados.

Para que este análisis sea fructífero es necesario comparar la estructura de financiación de las PyMEs con otro sector que nos sirva como punto de referencia, en especial, por las características particulares de la economía argentina. En este caso, se entiende apropiado la comparación con las empresas del panel general del la CNV de Argentina. Es por lo expuesto, que el objetivo de este trabajo es determinar las características de la estructura de financiación de las empresas que integran el panel de PyMEs, a través de su comparación con el panel general del Mercado de Valores de Argentina.

Este estudio intenta efectuar un aporte a la teoría desde un grupo específico de PyMEs, a diferencia de otros trabajos que se enfocan en una amplia gama de empresas; buscando verificar en qué medida se confirman o rechazan las teorías

previas. Desde un enfoque práctico, se pretende aportar información a los inversores, administradores y entidades financieras que les sea útil para las decisiones de financiación.

El desarrollo se organiza de la siguiente manera: en la próxima sección se presenta el marco teórico, incluyendo puntos vinculados a las decisiones de financiación, las fuentes de financiación de terceros, la teoría de las jerarquías financieras, la teoría de los costos de agencia de terceros, y por último, algunas reflexiones sobre ambas teorías. En la sección 3 se describe la metodología y las muestras utilizadas en el análisis. En la sección 4, se discuten los resultados; y finalmente, en la última, se obtienen las conclusiones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. LAS DECISIONES DE FINANCIACIÓN

Las empresas para cumplir sus objetivos de rentabilidad y crecimiento necesitan efectuar inversiones. Las decisiones de inversión deben ir acompañadas por las decisiones de financiación que le aseguren a la empresa un valor presente neto positivo. Estas últimas decisiones, tienen un fuerte impacto en los resultados actuales de la empresa, sobre las futuras decisiones de inversión y financiamiento, y además en la propiedad y administración de la empresa; pues, determinan la estructura financiera de la empresa. Myers (2001) señala que en general los investigadores se enfocan en la proporción de pasivos y capital observado en el lado derecho del estado patrimonial.

Existen distintas teorías que tratan de explicar cómo las empresas eligen su estructura de financiación o de capital. Cuando se habla de estructura de financiación se está haciendo referencia al capital propio y todos los pasivos (operativos y financieros), mientras que en el caso de estructura de capital se hace referencia a los capitales propios y los pasivos financieros.

A partir del estudio de Modigliani y Miller (1958) sobre la estructura de capital para mercados perfectos, se han desarrollado otras teorías que consideran las imperfecciones del mercado. Entre ellas, las más relevantes son la teoría de las jerarquías financieras (*pecking order theory*) y la teoría de los costos de agencia (*trade-off*), que si bien han sido pensadas para las corporaciones, también han sido aplicadas al estudio de la financiación de las PyMEs.

Las teorías desarrolladas para mercados imperfectos reconocen la asimetría de la información. La información es el insumo para la toma de decisiones y no se distribuye en forma simétrica, ya que una de las partes maneja información que la otra no dispone, derivándose comportamientos oportunistas. La asimetría de la información entre las partes da origen a dos problemas (Gómez Jacinto, 2008):

a) Selección adversa: se genera cuando en una transacción la parte menos informada no es capaz de distinguir entre la buena o mala calidad de lo ofrecido por la otra parte, por lo que acabará suponiendo que lo más probable es la peor posibilidad, como una manera de resguardarse. Por ejemplo, en el caso de otorgamiento de un crédito, el prestamista como no dispone de información fiable sobre la verdadera situación del deudor, exigirá una mayor tasa de interés o

garantías, como si tratase de un deudor riesgoso. Es una asimetría de información antes de la celebración del contrato.

b) Riego moral: resulta cuando una parte de la transacción puede adoptar determinadas acciones que afectan la valoración que la otra parte ha hecho al momento de la transacción y no tiene la posibilidad de controlar totalmente. Esto puede suceder en el caso de un préstamo ya otorgado, el deudor efectuó una distribución de dividendos en forma excesiva que no le permita cumplir con los pagos en forma regular.

2.2. FUENTE DE FINANCIACIÓN DE TERCEROS

Dada la distinción entre estructura de financiación y de capital, es conveniente plantear los distintos tipos de fuentes de financiación de terceros, que hacen al tema de este trabajo.

- **La deuda comercial**

Los proveedores tienen en general una ventaja sobre las entidades financieras, debido a que poseen mejor información privada acerca del sector donde operan y del proceso de producción. Además, cuentan con la posibilidad de suspender la provisión ante la falta de pago (Berger y Udell, 1998). Berlím (2002) señala que el crédito comercial es el método más eficaz de supervisión y de hacer cumplir un contrato de préstamo a las empresas riesgosas. Por lo que, en general, los proveedores obtienen préstamos de las entidades financieras y lo utilizan en financiar a sus clientes.

De acuerdo a Berger y Udell (1998), se espera una relación inversa entre las deudas financieras con respecto a las deudas comerciales. Los proveedores tienen un rol de equilibrio, en caso de contracción de la política monetaria u otros shock económicos, tienen la posibilidad pueden amortiguar el impacto en las PyMEs a través de crédito comercial, donde habitualmente las instituciones financieras están menos predispuestas a prestar dinero (Nilsen, 1998).

El crédito comercial es una de las fuentes más utilizadas por las empresas PyMEs, debido a que no tienen la posibilidad de acceder a la financiación bancaria, debido a la asimetría en la información. El crédito comercial más allá de un plazo muy corto resulta muy costoso, pero para las pequeñas empresas es de muy fácil acceso. El estudio de Petersen y Rajan (1997) señalan la inelasticidad a los descuentos en el precio, al elegir el momento del pago.

- **Deudas impositivas, laborales y previsionales**

Existe un plazo entre el devengamiento de las deudas impositivas, laborales y previsionales y el vencimiento de las mismas, en el cual no hay costo. Pero, además en algunos casos, las empresas pueden recurrir al atraso en el pago o a planes de facilidades como una fuente de financiación. El crédito comercial más las deudas impositivas, laborales y previsionales y otros pasivos operativos, constituyen los pasivos operativos de una empresa.

- **Instituciones financieras:**

Las entidades intermediarias en la financiación son entidades especializadas en las tareas de monitoreo delegada por los depositantes, debido al problema de asimetría de la información. La intermediación financiera está basada en la minimización de los costos de control de la información a efectos de resolver los problemas entre prestatarios y ahorristas (prestamistas) (Diamond, 1984).

El colateral y las garantías son una herramienta poderosa que le permite a las instituciones financieras ofrecer créditos en términos favorables a las empresas PyMEs, donde la opacidad de la información puede resultar en un racionamiento del crédito o en el otorgamiento del crédito en términos no favorables (Berger y Udell, 1998).

La reputación y la relación con las entidades financieras son mecanismos importantes a los fines de disminuir los costos de transacción. El estudio de Brighi y Torluccio (2007) indica que la relación de las empresas con los prestamistas tiene un rol importante. En las conclusiones del trabajo, en base a análisis empíricos, señalan que cuando se incrementa el número de bancos con los que se trabaja y la proporción de deuda con el banco principal aumenta, la financiación propia disminuye. Las empresas que manifiestan sufrir racionamiento de crédito son las que tienen menos posibilidades de autofinanciarse.

• Mercado de capitales

Las empresas PyMEs en Argentina tienen la posibilidad de acceder al mercado de capitales a través de un régimen especial, que les permite acceder a la siguiente operatoria:

- ✓ Obligaciones Negociables para PyMEs.
- ✓ Cheques de pago diferido.
- ✓ Valores de Corto Plazo.
- ✓ Fideicomiso Financiero.
- ✓ Acciones.

Este régimen especial establece una menor cantidad de requisitos que el régimen para las grandes empresas. Los títulos a emitir por las empresas PyMEs pueden ser adquiridos solamente por inversores calificados y no son negociados en el mercado de valores.

2.3. TEORÍA DE LAS JERARQUÍAS FINANCIERAS

La teoría de las jerarquías financieras (*pecking order theory*), fue desarrollada por Myers (1984) y está basada en un orden de preferencias por parte de las empresas en la elección de la financiación. En primer lugar, se utiliza la autofinanciación (resultados y amortizaciones) a través de la cual las empresas tienden a ajustar su ratio de distribución de dividendos de acuerdo a las oportunidades de inversión. En segundo lugar, si tienen que financiar inversiones y no alcanza con la autofinanciación, acudirían a deuda segura que esté razonablemente lejos del riesgo de bancarrota. Tercero, si existen oportunidades de inversión y los flujos de efectivo no se arreglan a las necesidades y está cubierta la posibilidad de emitir deuda segura, se emitirá deuda no segura. Y como último recurso, se encuentra la emisión de acciones.

La teoría de las jerarquías financieras, está basada en la asimetría de la información y el efecto de la señalización. Dado que existe un mayor conocimiento de la empresa por parte de los administradores en relación a los accionistas, la emisión de acciones daría la señal de que la empresa está sobrevaluada y produciría una caída de precio de las acciones, perjudicando a los actuales inversores. En este enfoque, a diferencia del *trade-off*, el ratio de deuda-capital no resulta de un ratio óptimo, los montos de la deuda reflejarán las necesidades acumuladas de fondos externos (Myers, 1984).

Basados en la teoría de las jerarquías financiera, Berger y Udell (1998) identifican un ciclo de crecimiento financiero en las PyMEs. Definen que la principal característica de sus finanzas es su “opacidad informacional”. La pequeñas empresas van modificando el orden de preferencias en la utilización de la fuentes de financiación, a medida que crecen sus negocios se van convirtiendo en informalmente menos opacas. Estas etapas financieras están en función de la antigüedad y el tamaño. Las empresas muy pequeñas y más jóvenes son más opacas e implican mayor riesgo, probablemente no tienen bienes como garantía y no poseen una trayectoria (*track record*) que permita evaluar su comportamiento, por lo tanto la financiación va estar dada esencialmente por el aporte de los propietarios. Cuando la empresa crece y muestra un alto potencial de crecimiento, aunque un limitado *track record*, pueden financiarse con crédito comercial y préstamos a corto plazo de las entidades financieras. En una etapa posterior, las empresas de tamaño mediano, con una *track-record* y colaterales disponibles, pueden financiarse con deuda a más largo plazo de las entidades financieras y acceder al mercado de capital para emisiones privadas de acciones y obligaciones negociables, de corto y mediano plazo.

Por otra parte, Zoppa y McMahon (2002) plantean la teoría de las jerarquías financieras adaptadas a las PyMEs, con el siguiente orden de preferencias:

- a) reinversión de las ganancias, con una fuerte contribución del administrador-propietario por muchas horas de trabajo y escasos retiros;
- b) financiación con deudas de corto plazo, comenzando con el uso del crédito comercial, incluyendo el uso de tarjetas de crédito;
- c) financiación con deudas de largo plazo por parte de los propietarios, administrador-propietarios, y quizás, familiares y amigos;
- d) nuevos aportes de capital de los propietarios, administrador-propietarios y también de familiares;
- e) por último, nuevos aporte de capital por partes no involucradas hasta ahora, incluyendo nuevos propietarios o administradores-propietarios.

De igual manera que en las corporaciones, en la teoría de las jerarquías financieras para las PyMEs, los aportes de capital de terceros constituyen la última alternativa a efectos de evitar la pérdida de control de la empresa.

Briozzo, Vigier (2008) en un estudio a PyMEs de Bahía Blanca (Argentina), si bien encuentran evidencia a favor de ciclo de crecimiento financiero de Berger y Udell (1998), también hallan relevante el ciclo de vida administrador-propietario. Identifican que parte de las pequeñas empresas que se autoexcluyen de la demanda de préstamos responden a características de sus propietarios: su edad, su educación y a su objetivo respecto a la empresa, y no a un efecto de selección adversa o como anticipación del racionamiento del crédito.

Watson y Wilson (2002) en un estudio para Gran Bretaña, encuentran evidencia a favor de la teoría de las jerarquías financieras y sostienen que resulta más acentuada en las empresas administradas por sus propietarios, donde existe una mayor preferencia por los resultados retenidos por sobre las deudas, debido a la mayor asimetría en la información. Sánchez-Vidal y Martín Ugedo (2004) en un estudio sobre empresas españolas, verifican que las empresas medianas se ajustan más a la teoría de las jerarquías financieras, mientras que en las pequeñas y grandes empresas la fuente más importante son los aportes de capital. Las pequeñas empresas son financiadas por los socios mayoritarios o familiares. Además, cuando se divide a las empresas por el criterio de crecimiento, tamaño y niveles de endeudamiento se constata que el mayor o menor crecimiento es el factor que determina la política financiera de la empresa. Las empresas de mayor crecimiento recurren mayoritariamente a financiación a largo plazo, y especialmente a recursos propios, tanto internos como externos. Los estudios de Forte, Barros y Nakamura (2013) para Brasil y Mac an Bhaird, Lucey (2011) para Irlanda confirman la teoría de la jerarquía financiera, y encuentran que el crecimiento de los activos está positivamente relacionado con el ratio de endeudamiento. Bulan y Yan (2010) en un estudio para la grandes empresas de Estados Unidos, encuentran que las decisiones financieras son mejor explicadas por la teoría de las jerarquías financieras en la etapa de madurez que en la etapa de crecimiento.

2.4. TEORÍA DE LOS COSTOS DE AGENCIA DE LA DEUDA (TRADE-OFF)

El segundo enfoque que explica la estructura de capital, es la teoría de los costos de agencia, donde el punto óptimo de la deuda es aquel que maximice el valor de la riqueza y disminuya los costos de agencia (Zambrano Vargas y Acuña Corredor, 2011). Lo importante de esta teoría es que pone de manifiesto la contraposición de intereses entre las partes. Esta teoría fue desarrollada por Jensen y Meckling (1976).

Una relación de agencia surge cuando una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) realizar un determinado cometido en su nombre. En una relación de agencia, si ambas partes de la relación son maximizadores de utilidad, existe una buena razón para creer que el agente no siempre actuará de la mejor manera para el principal. La existencia de situaciones derivadas de intereses divergentes y de la asimetría de información entre las partes contratantes, da lugar a los problemas de agencia (Jensen y Meckling, 1976).

Los problemas de agencia pueden ser entre administradores y los accionistas, y entre los accionistas y acreedores. El conflicto entre los administradores/accionistas surge de la posibilidad del administrador de utilizar los recursos de la empresa en su propio beneficio, en vez de generar mayor valor de la empresa. El endeudamiento puede ser una manera de mitigar el problema de agencia, cuando hay exceso de fondos y supera las oportunidades de inversión a efectos de evitar la realización de inversiones improductivas (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986)

En el conflicto accionistas y acreedores, de acuerdo a Jensen y Meckling (1976), el endeudamiento está limitado por distintas razones. Los accionistas/administradores tienen incentivo a realizar actividades con altas posibilidades de rentabilidad, y si sale bien, obtienen importantes ganancias, en caso contrario, los acreedores soportan los mayores costos. Además, existe el incentivo de los administradores,

cuando aumenta la probabilidad de bancarrota, de transferir riqueza de los acreedores a los accionistas por medio de la sustitución de activos, pago de dividendos o dilución. Los acreedores pueden poner limitaciones al accionar de los administradores (convenios de restricción) que disminuyen la rentabilidad, incurriendo en costos de monitoreo e incentivos. No obstante, el mayor componente de los costos de la agencia de la deuda es la existencia de los costos por bancarrota.

En las PyMEs, la característica de propietario/administrador resuelve el problema de agencia entre propietarios y administradores. Pero el problema de agencia entre acreedores y propietarios es exacerbado, motivado por la asimetría de la información de la falta de información pública (Mac an Bhaird y Lucey, 2011). El nivel óptimo del ratio de endeudamiento depende del *trade-off* entre los beneficios de la deuda y costos de agencia de la deuda. El costo de bancarrota es el principal costo de agencia de la deuda y está relacionado directamente con el nivel de deuda.

Las PyMEs pueden introducir mecanismos para disminuir los costo de agencia, como una buena reputación hacia terceros (Ang, 1992). De acuerdo a la teoría del *trade-off* las empresas más pequeñas son más riesgosas que las grandes, por lo tanto debería haber una relación positiva entre endeudamiento y tamaño de la empresa.

2.5. TEORÍA DE LAS JERARQUÍAS FINANCIERAS O DE COSTOS DE AGENCIA DE LA DEUDA?

Este punto fue abordado por Myers (2001), quien sostiene que ninguna de las teorías da una explicación general de las estrategias de financiación. Estas teorías no fueron diseñadas para ser generales. Cada una enfatiza ciertos costos y beneficios de las estrategias de financiación. Los investigadores pueden encontrar resultados estadísticos consistentes con ambas teorías, ya que se trabaja con muestras parciales, pudiendo resultar que un particular indicador (*proxy*) responda a más de una teoría. En el caso de la teoría de las jerarquías financieras la posibilidad de ofrecer activos tangibles como colaterales reduce el problema de la asimetría en la información, selección adversa y el riesgo moral, lo que permite un mayor endeudamiento (Berger y Udell, 1998). Este argumento de que los activos tangibles tienen una relación positiva con el nivel de endeudamiento es sostenido también por la teoría del *trade-off*, debido a la disminución de los costos de la bancarrota (Meyer ,2001).

Fama y French (2002) en un estudio predictivo sobre la capacidad de las jerarquías financieras y *trade-off* sobre la estructura de capital, no encuentran evidencias concluyentes a favor de ninguna de las dos teorías. En general, en los estudios sobre PyMEs la evidencia apoya a la teoría de las jerarquías financieras, pero las evidencias a favor de dicha teoría no son totalmente concluyentes. Las evidencias también muestran la existencia de una reversión a un valor medio del endeudamiento (Forte, Barros y Nakamura ,2013).

3. CONTEXTO DE LA ECONOMÍA ARGENTINA

Tabla Nº 1- Datos económicos

Año	Variación del PBI a precios 2004 (1)	Variación anual IPC (2)
-----	--------------------------------------	-------------------------

2013	2.90	31.94%
2012	0.90	23.01%
2011	8.60	23.28%
2010	9.10	27.03%
2009	0.10	18.47%
2008	3.10	20.60%
2007	8.00	21.52%

Fuente: Elaboración propia en base a: 1) datos del INDEC, 2) de la Dirección de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis.

La Tabla Nº 1 muestra la tasa de crecimiento y de inflación de la economía Argentina. El Producto Bruto Interno (PBI) muestra un muy importante crecimiento, salvo en los años 2008 y 2009 a causa de la crisis intencional. A partir del año 2012, se observa una nueva desaceleración, en este caso, producto de problemas económicos internos.

Por otro lado, la economía argentina viene atravesando un fuerte proceso inflacionario, que se acelera a partir del año 2013. Los índices precios utilizados corresponden a los publicados por la Dirección de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis, debido a que los índices publicados por el organismo oficial, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), no resultan confiables.

Otro aspecto importante, es que a partir de fines de 2011 ante la pérdida de reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) se ha impuesto un control de cambios e importaciones, que conjuntamente con otras medidas anteriores, muestran una economía regulada por el estado.

4. METODOLOGÍA

La investigación que se desarrolla en este trabajo es de tipo descriptiva, en el contexto de las empresas que integran el panel de PyMEs y el panel general de la CNV, en el espacio temporal 2007-2013 y 2007-2012, respectivamente. El método de recolección de datos es de archivos¹, en base a los estados contables publicados y los prospectos de emisión de obligaciones negociables en el sitio web² de la CNV.

Para definir las PyMEs se tuvo en cuenta la Resolución General 582/2010 de la CNV, que determina la categorización de empresas en PyMEs en base al promedio de las ventas de los tres últimos años.

¹ Archivos se define como "estudios en los que los investigadores, o un tercero, ha recogido los datos de la investigación y en la que los datos tienen cantidades objetivas tales como el ingreso neto, ventas, honorarios, etc." (Coyne, J.G.; Summers, S.L.; Williams, B.; Wood, D.A. , 2010, pp. 634)

² www.cnv.gob.ar

La muestra corresponde a 42 empresas del panel de PyMEs y 84 empresas del panel general, que han publicado sus estados contables en forma completa. De la muestra fueron excluidas:

- a) las empresas con actividades financieras;
- b) las empresas con un patrimonio neto negativo;
- c) ventas y activos inferiores a un millón de pesos.

Entre las limitaciones de este estudio se encuentran:

- a) en algunos casos los estados contables de panel de PyMEs han omitido información sobre la composición de los pasivos;
- b) el efecto de la inflación que distorsiona la información contable, en los ratios que se consideraron necesarios los datos fueron ajustados por Índice de Precios de Consumidor (IPC) de la Dirección de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis (DPEyC –San Luis).

El estudio se puede realizar desde dos enfoques:

- Estudio estático:

Estos ratios permiten examinar la estructura de financiación a un momento del determinado, y son los siguientes:

$$\text{Endeudamiento total} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Total de activos}}$$

$$\text{Ratio deudas financieras CP} = \frac{\text{Deudas financieras de corto plazo}}{\text{Total de activos}}$$

$$\text{Ratio deudas financieras LP} = \frac{\text{Deudas financieras de largo plazo}}{\text{Total de activos}}$$

$$\text{Ratio deudas operativas} = \frac{\text{Pasivo total} - \text{Deudas financieras}}{\text{Total de activos}}$$

$$\text{Ratio deudas comerciales} = \frac{\text{Deudas comerciales}}{\text{Total de activos}}$$

Donde:

$$\text{Deudas comerciales} = \text{Cuentas a pagar} + \text{Anticipos de clientes}$$

$$\text{Ratio otras deudas operativas} = \frac{\text{Pasivos totales} - \text{Ds. financieras} - \text{Ds. comerciales}}{\text{Total de activos}}$$

Dado que la inflación distorsiona el valor de los activos valuados al costo, los bienes de uso y los activos intangibles fueron ajustados por el IPC (DPEyC –San Luis). Estos rubros de acuerdo a la Normas Contables Profesionales (NCPs) de la Argentina se miden al costo.

- Estudio dinámico:

Para el análisis de cómo las empresas financian el crecimiento de sus activos, se utilizará la identidad contable planteada por Watson y Wilson (2002) y Sánchez-Vidal y Martín Ugedo (2004):

Donde, el incremento de activos se calcula como:

$$\Delta \text{Activo}_t = \frac{[(\text{Activo})_t - \text{Activo}_{t-1}]}{\text{Activo}_{t-1}}$$

De igual forma se calculan el resto de los incrementos.

El primer miembro indica el incremento del activo en forma porcentual (lado izquierdo del estado de situación patrimonial) respecto al ejercicio anterior, el segundo miembro (lado izquierdo del estado de situación patrimonial) explica qué partidas en forma porcentual financiaron el incremento de los activos. En este punto, no se considera necesario ajustar los activos por inflación, ya que los aumentos corresponden a operaciones del último ejercicio.

El análisis de los datos se hace en base a la mediana del promedio por empresa en el periodo estudiado. Cuando los ratios poseen mucha variabilidad es conveniente utilizar la mediana de los mismos, debido a que no toma en cuenta los valores extremos (muy pequeños o muy elevados) que pueden distorsionar el promedio.

5. PRESENTACIÓN DE LOS RESULTADOS

- Estudio estático

Tabla Nº 2- Ratios de endeudamiento
(en base a la mediana de los promedios por empresa)

Ratios	Panel de PyMEs	Panel General
Endeudamiento total	63.71	47.66
Deudas financieras totales	24.67	11.99
Deudas financieras de corto plazo	14.38	6.65
Deudas financieras de largo plazo	6.83	5.34
Deudas operativas	32.76	28.35
Deudas comerciales	20.54	13.40
Otros pasivos operativos	9.09	11.76
Endeudamiento total -sin ajuste (1)	69.19	53.22
Activos (es millones de pesos)	43	459

Estos indicadores son calculados en base al activo ajustado por inflación, salvo ref. (1)

Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV.

En la Tabla Nº 2 se presentan los valores de los ratios que muestran comparativamente la estructura de financiación de las empresas del panel de PyMEs en relación las grandes empresas del panel general. Como es de suponer, se observa una importante diferencia en el monto de los activos entre ambos tipos de empresa, las empresas del panel general tienen un activo, aproximadamente, 10 veces superior.

Lo primero a destacar, es que el nivel de endeudamiento de las empresas PyMEs es superior a las grandes empresas. El endeudamiento total, incluyendo deudas financieras y operativas, de las PyMEs es bastante superior al de las grandes empresas, en un 16,05%. Si se compara este índice de endeudamiento ajustado por inflación con el no ajustado la diferencia entre ambos no es muy significativa.

Las deudas financieras de las empresas PyMEs son superiores por casi el doble, respecto al de las grandes empresas, esto se corresponde con un mayor nivel de deudas financieras de corto plazo, en cambio las deudas financieras de largo plazo son solo levemente superiores. Esto contradice la bibliografía en general, por ejemplo (Ang, 2001), que sostiene que la grandes empresas tienen una mayor capacidad de endeudamiento por el menor riesgo de bancarrota.

De la lectura de las notas a los estados contables de las PyMES con mayores deudas financieras, surge la siguiente composición: cheques de pago diferido, obligaciones negociables, arrendamientos financieros, préstamos con entidades financieras con garantía prendaria e hipotecaria y préstamos con varias entidades financieras, de entre 5 a 9 entidades distintas. De la revisión de los prospecto de emisión de las obligaciones negociables surge que todas están garantizadas por hipoteca, fideicomisos o empresas de garantía reciproca, lo que implica que las deudas financieras están garantizados por colaterales, con el fin de disminuir los costo de agencia por el riesgo de bancarrota. Esto indica que la mayor parte de la deuda financiera está garantizada por colaterales.

Las deudas operativas del panel de PyMEs son superiores a las del panel general, lo que es explicado por una mayor utilización por parte de las empresas PyMEs del crédito comercial. Esta manera de financiación resulta más costosa y tiene menores requisitos para su obtención, pudiendo estar justificado si las empresas lo utilizan para financiar sus activos corrientes.

Las PyMEs tienen su mayor parte del endeudamiento a corto plazo, coincidiendo con las jerarquías de Zoppa y McMahon (2002), y con un menor costo de agencia que implican las deudas de corto plazo (Shyam-Sunder y Myers, 1999).

• **Estudio dinámico**

Tabla Nº 3- Participación de las fuentes de financiación en los aumentos de activos (en base a la mediana de los promedios por empresa)

Ratios	Panel de PyMEs	Panel General
Incremento de las ventas	28.92	19.52
Incremento de los activos	30.40	10.14
Incremento deudas financieras totales	9.27	1.27
Incremento de deudas financieras CP	6.12	1.06
Incremento de deudas financieras LP	1.62	0.21
Incremento de deudas operativas	12.62	6.42
Incremento de deudas comerciales	6.17	3.26
Incremento de otros pasivos operativos	3.46	3.16
Resultados retenidos	3.76	2.66
Aportes de capital	-	-
Incremento de los activos corrientes	25.05	-

Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV.

Tabla Nº 4-Correlación de Pearson entre el incremento de los activos y las fuentes de financiación –Panel de PyMEs.

Variables	Incremento de activos	Incremento de activos corrientes	Incremento de deudas financieras CP	Incremento de deudas financieras LP	Incremento de deudas comerciales	Incremento de otros pasivos operativos	Resultados retenidos	Aportes de capital
Incremento de activos	1							
Incremento de activos corrientes	0.5336	1						
Incremento de deudas finan. CP	0.4279	0.5863	1					
Incremento de deudas finan. LP	0.5940	-0.1233	0.0654	1				
Incremento de deudas comerciales	0.4641	0.6056	0.2062	-0.2449	1			
Incremento de o. pasivos oper.	0.5197	-0.0919	-0.0421	0.3728	0.0523	1		
Resultados retenidos	0.4637	0.4429	-0.0448	0.1127	0.3084	0.1121	1	
Aportes de capital	0.1464	0.1872	0.1583	-0.0355	0.0622	-0.1898	-0.3576	1

Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV.

La Tabla Nº 3 se muestra el porcentaje de incremento de las distintas fuentes de financiación a efectos de financiar el crecimiento de activos, y en la Tabla Nº 4, la correlación entre los ratios de la tabla anterior para el panel de PyMEs.

Lo primero a destacar, es el mayor crecimiento de los activos y de las ventas de las empresas PyMEs en relación a las grandes empresas. Esto parecería indicar que el ingreso al mercado de capitales de las PyMEs es por la necesidad de financiar una creciente inversión. El crecimiento de los activos y de las ventas mostraría que la mayor parte de las empresas del panel de Pymes están en la etapa de crecimiento, mientras que las empresas del panel general están, en su mayoría, en la etapa de madurez (Anthony y Ramesh, 1992; Mueller, 1972).

En las PyMEs, el incremento de los activos fue financiado en primer lugar por las deudas comerciales y en segundo lugar por deudas financieras a corto plazo, si bien

la diferencia entre ellas es mínima. En tercer lugar, el incremento de los activos fue financiado por los resultados retenidos, que de acuerdo a la teoría de las jerarquías financieras deberían ser la fuente principal de financiación. En cuarto lugar fue financiado por otros pasivos operativos, que tienen un valor próximo al de los resultados retenidos. Estas deudas incluyen una heterogeneidad de partidas como las deudas fiscales y sociales, cuenta particulares, provisiones, etc. En el quinto y último lugar, el incremento de los activos fue financiado por aportes de capital, en concordancia con la teoría de las jerarquías financieras.

Las jerarquías de las fuentes de financiación de las PyMEs, mencionados en el párrafo anterior, no se ajustan totalmente a la teoría de las jerarquías financieras, debido a que las deudas comerciales y financieras de corto plazo son preferibles a los resultados retenidos. La elevada utilización de deudas a corto plazo es coincidente con lo que señalan algunos autores (Zoppa y McMahon, 2002; Berger y Udell, 1998) sobre las fuentes de financiación de las PyMEs. Respecto a la utilización de las deudas comerciales se debe considerar que las mismas están asociadas al incremento en el nivel de ventas, el aumento de los activos corrientes y a la necesidad de resguardarse de la inflación, y no a tanto a decisiones directas de financiación. Por otro lado, los aportes de capital no son una fuente habitual de financiación, pero no son totalmente inexistentes como parecería indicar de valor de la mediana.

Los coeficientes de correlación de Pearson confirman una importante relación entre el incremento del activo total con las fuentes de financiación, salvo con los aportes de capital. La existencia de una correlación negativa de los aportes de capital con los resultados retenidos (-0,3576), indicaría que los aportes son realizados a efectos de cubrir pérdidas. Por otra parte, hay una importante correlación entre los activos corrientes con las fuentes de financiación, salvo con las deudas financieras de largo plazo, otros pasivos operativos y los aportes de capital.

En el caso de las empresas del panel general, la principal fuente de financiación del incremento de los activos la constituyen las deudas operativas, que representan más de la mitad del total de la financiación. Y dentro de las deudas operativas la mitad corresponde a deudas comerciales. Si se excluyen las deudas operativas, que en general obedecen a un aumento del activo corriente y el poder de negociación, los resultados retenidos son la principal fuente de financiación, coincidiendo con las teorías de las jerarquías financieras. El último lugar, corresponde a los aportes de capital.

De la comparación de las empresas del panel de PyMEs con las empresas del panel general, surge que estas últimas empresas financian un 63,29% de los aumentos de sus activos por medio de las deudas operativas, en cambio las empresas PyMEs un 41,52%. Pero si dejamos de lado las deudas operativas, por la razones apuntadas anteriormente, la principal fuente de financiación lo constituyen, en las empresas grandes las utilidades retenidas, mientras que en las PyMEs la deuda financiera de corto plazo. Los resultados retenidos son mayores en las PyMEs que en las grandes empresas, pero son insuficientes ante los requerimientos de fondos por un alto crecimiento.

6. CONCLUSIONES

Las empresas del panel de PyMEs de la CNV han alcanzado un importante desarrollo financiero por el de acceso a una diversidad de fuentes de financiación. Estas empresas que se encuentran expansión, con un importante incremento de sus activos y sus ventas, sin duda que la gran necesidad de fuentes de financiación las impulsa al ingreso al mercado de capitales.

Se observa en las empresas del panel de PyMEs un alto endeudamiento concentrado en proveedores y deudas financieras a corto plazo, muy superior a las empresas del panel general, en particular por las deudas financieras de corto plazo. Los costos de agencia por el endeudamiento, han sido mitigados por las garantías colaterales otorgadas y la reputación de las empresas, que les permite tener un elevado endeudamiento; o quizás también, en parte porque los acreedores no estén evaluando suficientemente los riesgos.

Analizando comparativamente las decisiones de financiación de las PyMEs y las grandes empresas, y excluyendo las deudas operativas y/o comerciales, la teoría de las jerarquías financieras explica mejor el comportamiento de las grandes empresas que las PyMEs. En razón de que las grandes empresas tienen como principal fuente de financiación la autofinanciación, mientras que en las PyMEs son las deudas financieras a corto plazo. Esto lleva a coincidir el estudio de acuerdo a Bulan y Yan (2011), donde las empresas en la etapa de madurez se ajustan mejor a la teoría de las jerarquías financieras que en la etapa de crecimiento, y no dependiendo del tamaño de la empresa. Por otra parte, el estudio muestra que pueden existir distintos factores contextuales, más que el nivel de endeudamiento que determina la posibilidad de bancarrota.

7. BIBLIOGRAFÍA

Ang, J.S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, 1, pp. 1-13.

Ang, J.S. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. Management, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, 3, pp. 185-203.

Anthony, J.H. y Ramesh, K. (1992). Association between performance and measure accounting measure and stock prices. A test of life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp. 203-227.

Berger, A.N. & Udell, G.F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, **Finance and Economics Discussion Series 1998-15*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Berlin, M (2003). Trade credit: why do production firms act as financial intermediaries?, *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Q3, pp. 21-28. Obtenido de <http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/business-review/2003/q3/brq303mb.pdf> [30/08/2014].

Brighi, P y Torluccio, G. (2007). Evidence on Funding Decisions by Italian SMEs: A Self-Selection Model?, *Working paper University of Bologna Department of Management and CREDIF*. Obtenido de papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1629988 [30/08/2014].

Briozzo, A. y Vigier, H. (2008). Los ciclos de vida de las pequeñas empresas: su relación con la estructura de capital, *Anales de XLIII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP)*. Obtenido de <http://www.reporteeconomico.com/admin/getfile.asp?descarga=si&file=investigaciones1863381.pdf> [30/08/2014].

Bulan, L. y Yan, Z. (2010). Firm Maturity and the Pecking Order Theory. *International Journal of Business and Economics*, Vol. 9, 3, pp. 179-200.

Diamond, D.W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 3, pp. 393-414.

Fama, E.F. y French, K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, 1, pp. 1-33.

Forte, D.; Barros, L.A. y Nakamura, W.T. (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises, *BAR - Brazilian Administration Review*, Vol. 10, 3, pp. 347-369.

Gómez Jacinto, L.G. (2008). Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral. Actualidad Empresarial, 170. Obtenido de http://www.undec.edu.ar/compat/index.php?option=com_docman&task=doc_download&qid=1581&Itemid=182 [31/09/2014].

Jensen, M. C. y Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 4, pp. 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76, 2, pp. 323-329.

Mac an Bhaird, C.; Lucey, B. (2011). An empirical investigation of the financial growth lifecycle, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 18, 4, pp. 715 – 731.

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48, pp. 261-297.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, 3, pp. 575-592.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, 2 Spring, pp. 81-102.

Nilsen, J. H. (2002). Trade Credit and the Bank Lending Channel, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, 1, pp. 226-253.

Mueller, D.C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 20, 3, pp. 199-219.

Petersen, M.A. y Rajan, R.G. (1997). Trade credit: theories and evidence, *Review of Financial Studies*, Vol. 10, 3, pp. 661-691.

Sánchez-Vidal, J; Martín Ugedo, J.F.; (2004) Preferencias Dinámicas de Financiación de las Empresas Españolas: Nueva Evidencia de la Teoría de la Jerarquía, *Economic Analysis Working Papers (EAWP)*, 3, pp.1-23. Obtenido de <http://xiforofinanzas.ua.es/trabajos/1046.pdf> [30/08/2014].

Shyam-Sunder, L. y Myers, S.C. (1999). Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.

Watson, R. and Wilson, N. (2002). Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, pp. 557–578.

Zambrano Vargas, S.M. y Acuña Corredor, G. A. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica, *Criterio Libre*, Vol. 9,15, pp. 81-102.

Zoppa, A. y McMahon, R. (2002). Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey [online], *Small Enterprise Research: The Journal of SEAANZ*, Vol. 10, 2, pp. 23-42.