

**Escuela de Negocios**

**Tipo de documento:** Tesis de maestría



*EMBA | Executive MBA*

## **Impacto de las Decisiones Financieras del Gerente en la Estructura de Capital de las PyMEs**

**Autoría:** Lorenzo, Sebastián

**Año:** 2012

### **¿Cómo citar este trabajo?**

Lorenzo, S. (2012). *“Impacto de las Decisiones Financieras del Gerente en la Estructura de Capital de las PyMEs”*. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/14060>

El presente documento se encuentra alojado en el **Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional  
**Dirección:** <https://repositorio.utdt.edu>

# 2012



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

## Impacto de las Decisiones Financieras del Gerente en la Estructura de Capital de las PyMEs



**MBA - Escuela de  
Negocios**

**Autor: Sebastián Lorenzo**

**Tutor: Vanessa Welsh**

**Entrega: Junio 2012**

## **RESUMEN:**

El presente trabajo se enfoca en el análisis de las distintas Teorías de la Estructura de Capital y su adaptación a uno de los principales agentes económicos: las PyMEs, considerando el impacto de sus características distintivas (falta de transparencia en la información, falta de historial crediticio, escasa diferencia entre la propiedad y la función gerencial, entre otras) en la composición del Capital (entre Deuda y Recursos Propios).

El objetivo del trabajo se centró en entender: los motivos y factores que llevan a las PyMEs a adoptar sus decisiones de financiación, y la influencia del Propietario en la toma de decisiones financieras. Analizamos como inciden en el endeudamiento de las PyMEs factores como; generación de caja, activos fijos, diversificación de negocios, realizar exportaciones, antigüedad.

Para esto además de desarrollar las distintas Teorías de Estructura de Capital, su aplicación a las PyMEs y las características de las PyMEs a nivel general y particularmente las argentinas, se realizaron encuestas con Propietarios de PyMEs y con funcionarios del sistema financiero argentino cuyo trabajo se vincula con las PyMEs.

**PALABRAS CLAVE:** Estructura de Capital, PyMEs, Decisiones de Financiación.

## **INDICE:**

INTRODUCCION.....	Pág. 1
CAPITULO 1: Teorías sobre la Estructura del Capital.....	Pág. 5
Enfoque Ingreso Neto por Operación.....	Pág. 6
Modigliani-Miller.....	Pág. 6
Teoría del Equilibrio Estático.....	Pág. 9
Teoría de la Jerarquía Financiera.....	Pág. 9
CAPITULO 2: PyMEs; Definición, contexto, características.....	Pág. 13
Tipificación / Clasificación.....	Pág. 15
Marco Legal.....	Pág. 18
Características y Particularidades.....	Pág. 19
Empresas Familiares.....	Pág. 26
Datos y Estadísticas PyMEs Argentinas.....	Pág. 26
Programas e Instrumentos diseñados para PyMEs.....	Pág. 29
Sociedades de Garantía Reciproca.....	Pág. 32
CAPITULO 3: Teorías Modernas de EC y su aplic. en las PyMEs.....	Pág. 34
Teoría del Equilibrio Estático.....	Pág. 34
Teoría de la Jerarquía Financiera.....	Pág. 35
La EC de las PyMEs en países no desarrollados.....	Pág. 36
La EC de las PyMEs según Berger y Udell.....	Pág. 36
Teoría de la Estrategia Empresarial y su impacto en la EC.....	Pág. 37
CAPITULO 4: Metodología de la Investigación y Resultados de la encuesta.....	Pág. 40
CONCLUSIONES.....	Pág. 47
BIBLIOGRAFIA.....	Pág. 51
ANEXO.....	Pág. 54

## INTRODUCCION

La importancia en la economía tanto a nivel global, regional como local de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) es cada vez mayor, en particular destacando su incidencia en la generación de fuentes de trabajo, que según informe del Banco Mundial (2003), en Latinoamérica supera en todos los países, excluyendo a Venezuela, el 59 % del empleo formal. Al medir su participación en el PBI de cada país es bastante menor, lo cual deja abierta la pregunta sobre el potencial de las PyMEs para desarrollar su competitividad incrementando su aporte al PBI.

El aumento de los niveles de rentabilidad de una empresa es una forma de desarrollar la capacidad competitiva, en este sentido la existencia o no de una “estructura de capital” que maximice el valor de la Pyme y, la “capacidad y preparación” del Gerente para tomar decisiones financieras son aspectos claves para analizar. El desarrollo de las PyMEs repercute directamente en mejoras en la distribución del ingreso.

No menos importante es entender el contexto en el cual se desenvuelven y frente a qué dificultades se enfrentan las Pymes en la actualidad; escaso acceso al financiamiento (ya sea bancario o mercado de capitales) para proyectos de inversión, ausencia de separación entre propiedad y control, toma de decisiones concentrada en una sola persona, falta de conocimiento y criterio en decisiones financieras (no cuentan con equipo gerencial), asimetría de la información, selección adversa y riesgo moral, competencia desleal (empresas del sector informal), legislación laboral, régimen tributario, baja participación en redes empresarias, etc.

El desarrollo del presente trabajo busca encontrar información para resolver las preguntas planteadas a continuación:

1. Cuáles son las variables que determinan la Estructura de Capital utilizada por las Pymes? Existe una combinación óptima entre Deuda y Recursos Propios que maximice su valor?
2. Cuanto influye en la rentabilidad de las PyMEs Argentinas, cuando las decisiones financieras y la Estructura de Capital son definidas por su Propietario y no por un Gerente Financiero Profesional?

Como objetivos nos hemos propuesto los siguientes:

Objetivo General:

-Determinar el impacto y la influencia de la Estructura de Capital en el valor de las PyMEs Argentinas, a través del estudio de las distintas Teorías sobre la Estructura del Capital, del análisis de sus características, su contexto actual y la influencia del Propietario.

Objetivos Específicos:

1. Establecer las variables que influyen y su impacto en la determinación de la Estructura de Capital de las PyMEs Argentinas.
2. Determinar el impacto negativo en la rentabilidad de las PyMEs Argentinas que genera la centralización en la toma de las decisiones financieras por parte del Propietario y no la delegación de las mismas a Gerente Financiero Profesional.

La mayoría de las PyMEs Argentinas se adaptan rápidamente a un contexto cambiante y volátil en los aspectos comerciales y propios del negocio, pero no así en los financieros, los cuales terminan siendo vitales para sostener el desarrollo de la empresa y aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento que surjan. A su vez una de las principales características de estas empresas es la toma de decisiones centralizada en una sola persona, la cual

muchas veces no está preparada, ni tiene experiencia previa, con el consecuente perjuicio para la PyME.

Las hipótesis que este trabajo de investigación intentará responder son:

**H1 (HIPOTESIS PRINCIPAL): La generación de mayores flujos de caja incidirá de forma negativa sobre el % de Deuda en el Capital (menor endeudamiento);** las empresas con mayor capacidad para generar recursos no necesitarán acudir a créditos bancarios para financiar sus proyectos. La variable a considerar aquí sería el EBITDA (Ingresos antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones) o también puede ser utilizada el resultado neto del ejercicio contable.

**H2: La existencia de Activos Fijos en cabeza de la PyME incidirá positivamente en la obtención de deuda a largo plazo (mayor endeudamiento). En el mismo sentido tener presencia en el exterior (exportar) permitirá obtener mayor financiación ajena (mayor endeudamiento);** las empresas con activos fijos tendrán mayor posibilidad de obtener financiación a Largo Plazo ya que los mismos sirven como Colateral/Garantía del crédito bancario. La variable a tener en cuenta es el valor real de los Activos Fijos que tiene la PyME. De la misma forma aquellas empresas que tengan ventas en el exterior, cuentan con un desarrollo de sus operaciones y gestión más complejo que si solo operarían en el mercado local, esta característica, junto con la ventaja de recibir divisas (por lo general dólares) permitirían a la empresa el acceso al crédito bancario, a tasas de interés menores que las empresas que operan en solo en el mercado local. La variable a considerar sería el % de ventas al exterior sobre las ventas totales.

**H3: Las decisiones financieras tomadas por un Gerente Financiero Profesional tendrán impacto positivo en el valor de la PyME;** las empresas con un Equipo Gerencial contratado, el cual incluye un Gerente Financiero o bien con Asesores Financieros, tomarán decisiones que incidirán de manera positiva en la rentabilidad del negocio. Aquí deberíamos tener en

cuenta la centralización de las decisiones en el Propietario o su delegación en un Gerente o Equipo Gerencial.

El presente trabajo se enfoca en el estudio de las distintas Teorías sobre Estructura del Capital (es decir composición del Capital entre recursos propios y deuda) y cómo las mismas aplican en la realidad actual a las *PyMEs Argentinas*. Asimismo analizamos y aportamos evidencia sobre cómo las características particulares de las PyMEs influyen en su forma de financiamiento e impactan en su rentabilidad, para lograr esto realizamos una encuesta a propietarios de PyMEs Argentinas distribuidas a lo largo y ancho del país, una encuesta a funcionarios del Sistema Financiero Argentino vinculados directamente con las PyMEs, y nos basamos a su vez en los distintos trabajos/estudios realizados sobre el tema en cuestión del Banco Mundial, Organizaciones especializadas en PyMEs y los presentados en los principales periódicos, revistas, *papers* de Finanzas como *Journal of Finance* (JoF: desde 1946), *Journal of Small Business Management* (JSBM: desde 1995), *American Economic Review* (AER: desde 1911), *Journal of Business, Finance & Accounting* (JBFA), entre otros.

El trabajo se compone de 4 Capítulos; el primero, segundo y tercero constituyen el marco teórico, los cuales desarrollan los temas que dan lugar al objeto de estudio; el primero aborda las distintas Teorías de Estructura de Capital, el segundo trata sobre las PyMEs Argentinas; su definición, contexto en el que operan, marco legal, características y estadísticas. Mientras que el tercero intenta aplicar las Teorías de Estructura de Capital para las PyMEs según su contexto y características. En el Capítulo cuatro describimos la metodología utilizada en el trabajo. Finalmente desarrollamos las conclusiones y recomendaciones sobre el trabajo.

## CAPITULO 1

### Teorías Sobre la Estructura de Capital

En este capítulo repasaremos las distintas Teorías sobre la estructura del capital y su aplicación para las PyMEs. No se realizará un análisis exhaustivo de dichas Teorías con ejemplos prácticos, sino que la finalidad del mismo es dejar planteada la base acerca de cuándo comienzan los debates sobre la importancia de las decisiones financieras, como también repasar con conceptos sencillos las distintas Teorías y como estas aplican o no en las PyMEs.

Todo análisis sobre una oportunidad de inversión está condicionado, por decisiones relacionadas con la forma de financiar dicha oportunidad; las cuales a su vez determinan la composición del capital entre deuda y recursos propios (teniendo en cuenta aspectos como costo de la deuda, presión fiscal, riesgos de quiebra, asimetría de la información, entre otros). Esto es considerado la estructura de capital adoptada por la empresa.

Antes de continuar con el desarrollo del tema, es necesario definir las siguientes tasas sobre las que nos basaremos para explicar los distintos Enfoques y Teorías:

- $k_i = \text{Cargos por Intereses Anuales (F) / Valor en el Mercado de la deuda pendiente de pago (B)}$ .

$k_i$  es el *rendimiento sobre la deuda de la empresa*, suponiendo que la deuda es perpetua.

- $k_e = \text{Utilidades de los accionistas (E) / Valor en el Mercado de las acciones en manos del público (S)}$ .

$k_e$  es el *rendimiento requerido del Capital*.

- $k_0 = \text{Utilidades Netas (O) / Valor Total de la empresa en el Mercado}$

$k_0$  es la *Tasa Global de Capitalización de la Empresa en el Mercado* (costo de capital de la Empresa), esta tasa también se la conoce como “*Costo promedio*”

ponderado del Capital”, en inglés WACC (*weighted average cost of Capital*), también se la puede definir:

$$k_0 = k_i \cdot (B/B+S) + k_e \cdot (S/B+S)$$

Lo que muestran los distintas Teorías es que sucede con estas tasas ( $k_0$ ;  $k_i$ ;  $k_e$ ) cuando varía su razón de deuda a capital (nivel de apalancamiento).

### Enfoque del Ingreso Neto por Operación

Según este enfoque  $k_e$  aumenta con el grado de apalancamiento (en forma lineal). Mientras que  $k_0$  y  $k_i$  se mantienen iguales, sin importar el apalancamiento.

La importancia de este enfoque radica en que  $k_0$  se mantiene igual, esto se debe a que el Mercado analiza a la empresa en su totalidad, por lo que la forma en que estén repartidos el Capital y la Deuda no es información a tener en cuenta; debido a que un aumento en la Deuda es compensado por el incremento en el rendimiento del Capital. Asimismo no solo el valor total de la empresa queda sin afectarse sino que tampoco afecta el precio de las acciones (luego se demuestra en el ejemplo).

El Riesgo de la empresa es cada vez mayor a medida que el nivel de apalancamiento aumente. Por tal motivo los inversores solicitan que se eleve  $k_e$  en proporción directa con el incremento en la razón deuda a capital. Mientras  $k_i$  permanezca constante,  $k_e$  será una función lineal constante de la razón deuda a capital. Y como no se puede alterar  $k_0$  por medio de apalancamiento, **este enfoque implica que no existe una estructura óptima de capital (ECO)**. Según Van Horne (1997), este enfoque aunque carece de significado conductual se apoya en la idea de la independencia del costo de capital de la empresa respecto de su estructura de capital.

### Modigliani y Miller

En 1958 entran en escena Franco Modigliani y Merton H. Miller<sup>1</sup> (MM) argumentando que la relación entre el apalancamiento y el costo de capital se

---

<sup>1</sup> MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958). The cost of capital corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

explica según el enfoque del ingreso neto de operación (ya desarrollado anteriormente).

Para MM si el Gerente Financiero desea encontrar la combinación de títulos que maximiza el valor de la empresa, lo que ellos le responden es que no tiene por qué preocuparse, ya que en un mercado perfecto cualquier combinación de títulos es tan buena como cualquier otra (Brealey y Myers, 1993).

Para aclarar esto, la posición de MM se basa en la sencilla idea de que no importa cómo está dividida la estructura de capital de una compañía, entre deuda, capital y otros conceptos hay una “conservación del valor de la inversión”, ¿qué es esto? En mercados perfectos de capitales el valor actual de dos activos combinados es igual a la suma de sus valores actuales considerados separados, si bien aquí no estamos combinando activos los estamos “fraccionando”, la aditividad del valor tiene lugar exactamente igual en sentido contrario<sup>2</sup>. Resumiendo: la suma de las partes debe ser igual al todo. Para MM el apalancamiento es irrelevante.

Los autores han desarrollado dos proposiciones las que se detallan a continuación:

1. El valor de la empresa se refleja en la columna izquierda de su balance a través de los Activos Reales; no por las proporciones de títulos de deuda y capital propio emitidos por la empresa. Resumiendo: el apalancamiento financiero no tiene efecto alguno sobre la riqueza de los accionistas.
2. La Rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente al ratio de endeudamiento (Deuda/Capital Propio), expresado en valores de Mercado; la tasa de crecimiento depende del diferencial entre *la rentabilidad esperada de una cartera formada por todos los títulos de la empresa y la rentabilidad esperada de la deuda*. Resumiendo: la rentabilidad que los accionistas pueden esperar recibir de sus acciones aumenta a medida que el ratio de endeudamiento de la empresa aumenta.

---

<sup>2</sup> VAN HORNE, J. C. (1997). *Administración Financiera*. 10º ed. Naucalpan de Juarez: Pearson Educación.

Como se mencionó la propuesta de MM tiene lugar solo en mercados perfectos, dejando de lado en el análisis el efecto de los impuestos, suponiendo que la quiebra es instantánea, ni tampoco consideran la incertidumbre.

Para Brealey, Myers y Allen (2006) en el modelo de MM (1958):

- a) Existen costes asociados a la insolvencia financiera, aun cuando en última instancia se evite la quiebra legal;
- b) Se ignoraron los potenciales conflictos de intereses entre los propietarios de los títulos de la empresa;
- c) No se tomaron en cuenta los problemas de información que favorecen a la deuda sobre el capital propio cuando se recurre a la financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos; y
- d) No se consideró el efecto incentivador del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión y de pago de dividendos.

En **1963** MM<sup>3</sup> incorporan las ventajas fiscales del endeudamiento por el beneficio producido al considerar las deducciones por concepto de los intereses pagados de la deuda. Así, el valor de una empresa endeudada será superior al valor de una empresa sin deuda, pues los flujos de fondos obtenidos por la primera serán mayores al incorporar los beneficios fiscales por el pago de los intereses del endeudamiento. La política de endeudamiento óptima resultante es extremadamente radical: las empresas debían financiarse 100% con deuda ajena.

Aunque MM fueron muy criticados por los supuestos ideales e irreales sobre los que asientan sus proposiciones, sentaron las bases para el desarrollo de posteriores teorías que teniendo en cuenta las imperfecciones del mercado, tratan de demostrar la importancia que tiene las decisiones financieras.

En **1977** Miller<sup>4</sup> analizó el efecto no solo de los impuestos que gravan el beneficio de la empresa, sino también los que gravan las rentas recibidas por los inversores. La diferencia en el tratamiento impositivo de la renta del inversor afecta las ventajas fiscales del endeudamiento, pues el inversor considera los beneficios obtenidos teniendo en cuenta ambos impuestos.

---

<sup>3</sup> MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

<sup>4</sup> MILLER, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

### **Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital (o Teoría de intercambio o *Trade-off Theory*)**

Distintos autores incorporan al modelo de MM, una de las imperfecciones no considerada por estos últimos que son los “costos de quiebra directos” (Jensen y Meckling, 1976) donde a medida que aumenta la deuda en relación al capital de la empresa, aumenta la posibilidad de que ésta sea incapaz de pagar sus obligaciones. Por lo tanto frente a la incidencia positiva que supone el ahorro fiscal derivado del mayor endeudamiento, se encuentra la incidencia negativa derivada de la aparición de costos de insolvencia financiera (estos son dos: a-costos de quiebra y b-costos de agencia).

Según esta Teoría el equilibrio entre los costos de insolvencia financiera y los beneficios del ahorro impositivo por los intereses pagados por el endeudamiento da lugar a una estructura óptima de capital que minimiza el costo de capital y maximiza el valor de la empresa. Bajo esta teoría se admite la existencia de un índice de deuda óptimo (Myers, 1984; Taggart Jr., 1977; Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984). Entonces se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, altos beneficios y por lo tanto más impuestos por compensar, y un índice de endeudamiento bajo para aquellas empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, las cuales basaran su financiación en recursos propios (Brealey, Myers y Allen, 2006).

Sin embargo esta Teoría no puede explicar porqué las empresas más rentables son las menos endeudadas.

### **Teoría de la Jerarquía Financiera (*Pecking Order Theory*)**

Otra de las imperfecciones que no consideraban MM era la “asimetría de la información”; la que se refiere a que los directivos poseen más información acerca de la situación de la empresa, por tal motivo el resto de los agentes interpretan sus decisiones financieras como señales sobre la salud de la

empresa (expectativas, percepciones sobre el flujo de fondos que generará la empresa). Por tal motivo uno de las tareas de los Directivos es lograr que dichas señales sean lo menos perjudiciales posibles.

Basándose en la asimetría de la información, Myers y Majluf (1984) proponen esta Teoría la cual desarrolla la preferencia de las empresas a acudir a los fondos generados internamente y sólo a la financiación externa (Deuda, Bonos, Acciones) si la autofinanciación es insuficiente.

Los argumentos de la Teoría explican con éxito porque las empresas más rentables se endeudan menos, y el atractivo por los ahorros fiscales generados por los intereses pagados por concepto del endeudamiento, así como las amenazas de la insolvencia financiera, son consideraciones de segundo orden.

La teoría se desarrolla en el contexto de asimetría de información, donde los directivos tienen mayor conocimiento que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa.

Bajo el supuesto de que los Gerentes actúan a favor de los intereses de los accionistas actuales, si los primeros creen que el precio de la acción está infravalorado, recurren a la deuda pues se muestran reacios a la emisión de recursos propios e intentan que ésta tenga lugar cuando las acciones están justamente valoradas o sobrevaloradas. Pero en este último caso, los inversores penalizarán este anuncio, pagando un menor precio. Sólo en el caso de que no se disponga de capacidad de endeudamiento y exista un alto riesgo de insolvencia financiera, se recurrirá a la emisión de recursos propios.

La jerarquía en el uso de los fondos disponibles (fondos autogenerados, deuda y emisión de recursos propios) se basa en la asimetría de la información. Si bien los fondos autogenerados no tienen problemas de selección adversa, son más riesgosos que la deuda, por lo cual el inversor demandará una mayor tasa de rentabilidad para éstos.

Desde el punto de vista de la empresa, los fondos autogenerados representan una mejor fuente de financiación que la deuda, y ésta a su vez es una mejor opción que la emisión de acciones (los propietarios son reacio a la entrada de nuevos accionistas).

En función a lo expuesto, se espera que las empresas altamente rentables, generadoras de grandes flujos de caja, hagan menor uso de la

financiación externa, en comparación con las menos rentables cuyas operaciones no le permiten obtener altos volúmenes de recursos propios internos, necesitando así de la deuda.

Myers (1984) formula cuatro enunciados que sustentan a la Teoría:

- a) las empresas prefieren la financiación interna;
- b) la tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión;
- c) aunque la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital;
- d) si se requiere de financiación externa, la empresa toma primero deuda, luego obligaciones convertibles, y recursos propios como último recurso.

Según esta teoría el índice de endeudamiento de la empresa no viene dado por la necesidad de maximizar el valor de la empresa; los índices de apalancamiento varían ante el desequilibrio entre los flujos de caja internos, los dividendos netos, y las oportunidades reales de inversión. Las empresas más rentables con oportunidades de inversión limitadas mantienen bajos niveles de apalancamiento, no porque ese sea su objetivo, sino porque no lo necesitan; por el contrario, las empresas menos rentables se endeudan más porque sus oportunidades de inversión superan los fondos generados internamente.

### **Teorías Modernas de Estructura del Capital**

Tanto la Teoría del Equilibrio Estático como la de Jerarquía Financiera constituyen las denominadas Teorías Modernas de Estructura del Capital. La primera predice el ajuste gradual del índice de endeudamiento hacia el óptimo, de manera que las empresas tienden a disminuir (incrementar) su índice cuando se encuentran sobre-apalancadas (sub-apalancadas) con relación al óptimo; mientras que la segunda predice la preferencia por la financiación interna antes que la externa, y a la deuda antes que la emisión de acciones.

La bibliografía, trabajos, ensayos, modelos basados en estas teorías son muchos y de distintas índole (principalmente están realizados sobre el mercado de EEUU, Inglaterra y Europa); Marsh (1982), Bradley (1984), Jalilvand y Harris (1984), Ang (1991-2), Petersen y Rajan (1997), Berger y Udell (1998), Michaelas, Chittenden y Poutziouris (1999), Watson y Wilson (2002), Flannery y Rangan (2006). Sin embargo ninguno muestran evidencia a favor de una u otra teoría, en cuanto a si las mismas son de aplicación general.

Aquí en Argentina el Dr. Guillermo López Dumrauf ha realizado varias presentaciones y trabajos sobre la Estructura de Capital Optima (ECO); con interesantes ideas sobre ECO considerando un *trade-off* entre ventajas impositivas y dificultades financieras considerándolas como una expectativa matemática.

Según Myers (2001), ni la Teoría del Equilibrio Estático ni la Teoría de la Jerarquía Financiera proporcionan una explicación general acerca del comportamiento de la estructura de capital, aún así factores como: *los impuestos corporativos y personales, los escudos fiscales distintos a los de la deuda, la tangibilidad de los activos, las oportunidades de crecimiento, la especificidad del producto/servicio, el sector industrial, el tamaño de la empresa, la volatilidad de los ingresos, la probabilidad de quiebra, y la rentabilidad*, entre otros, guardan relación con la Estructura de Capital y actúan como determinantes del endeudamiento.

## CAPITULO 2

### PyMEs; Definición, Contexto, Características

En este capítulo se desarrollarán los aspectos de las PyMEs en general y particularmente para Argentina; definición y características que la distinguen, información estadística y marco legal, contexto en el que operan, perfiles de sus dueños. Resumiendo, intentamos desarrollar el panorama en el que operan.

No existe una definición universal de PyME, sino una gran variedad de ellas que reflejan los distintos intereses en juego. Lo que debemos considerar desde el inicio es que la mayor parte de la creación de riqueza de la sociedad contemporánea descansa en la empresa.

En un trabajo de ABAPPRA<sup>5</sup> se establece que “definir la condiciones de PyME no es una tarea literaria ni de comprensión meramente teórica. Se trata por el contrario, de saber cuándo una empresa puede beneficiarse con la utilización de los instrumentos y programas de políticas públicas diseñadas para el sector”.

Una definición simple sería que se trata de una empresa prototipo evaluando su dimensión e importancia en el marco de una estructura productiva nacional.

Ahora bien esta definición nos obliga a contestar ¿Qué es una empresa? Según Carlos Cleri<sup>6</sup>, son individuos que unen sus esfuerzos para alcanzar un beneficio económico. Precisamente ese deseo de lucro es lo que la diferencia de cualquier otra institución de la sociedad. Para María Freier<sup>7</sup>, la empresa además de articular tecnologías, capitales intangibles y relación con los mercados. Es fundamentalmente una asociación de personas, con distintos matices culturales y psicológicos, por lo tanto no es por completo racional económicamente. En su interior se produce una acumulación de patrimonio,

<sup>5</sup> Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina. “Definición PYME en la Argentina”. En Las PYMES Argentinas. Mitos y realidades. Editado por Idepyme. Buenos Aires, 2004.

<sup>6</sup> CLERI, C. (2007). *El Libro de las PyMEs*. Buenos Aires: Granica.

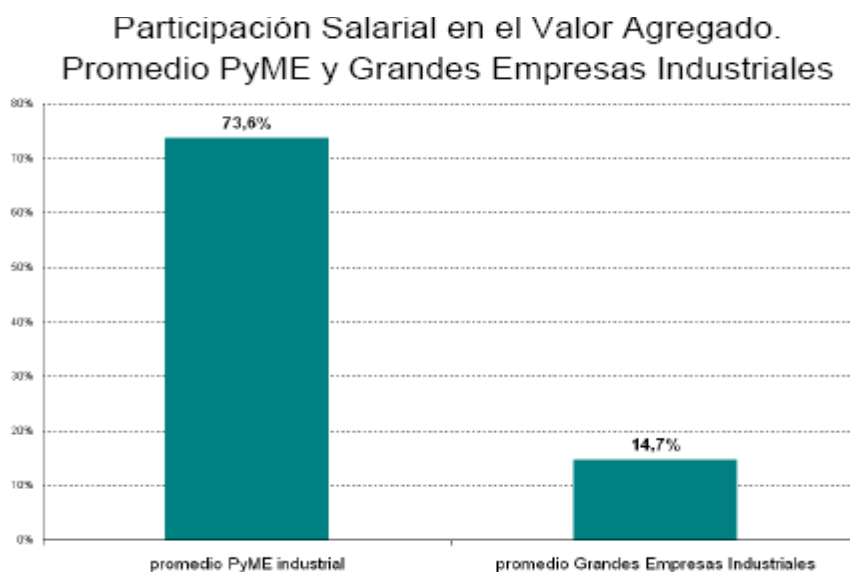
<sup>7</sup> FREIER, María (2004, Octubre): *Garantizar Noticias*, 24.

conocimientos, cultura, valores profesionales y morales, que tienen como protagonistas a todas las personas que la integran. Es así como las empresas y por ende las PyMEs *tienen mucho que decir en torno a la dinámica social*.

Es común suponer que las PyMEs constituyen el punto de partida en la evolución de la especie “empresa”. Esta falacia surge de asimilar su ciclo de vida al del hombre (nacimiento, infancia, adolescencia, madurez, envejecimiento y muerte). Pero no todas siguen esa trayectoria, y solo coinciden en el punto de partida (nacimiento). La mayoría, incluso las que se mantienen activas por mucho tiempo, se conservan pequeñas, aunque llegan a hacerse más eficientes con el pago del tiempo.

En síntesis las PyMEs son entidades diferentes a las Grandes Empresas (GE), no son su réplica pequeña, ni su etapa infantil. Son agentes económicos que no tienen poder de decisión sobre gran parte de las variables de la economía y deben sortear los mismos desafíos que las GE, pero con menos herramientas para enfrentarlos. Aún así son clave para lograr crecimiento económico y nivel de competitividad regional. Su incidencia en la generación de puestos de trabajo es notable y su aporte al PBI tiene un potencial enorme. Se comparte lo establecido por Vicente Donato, director de la Fundación Observatorio Pyme, en que *“las pymes son el gran motor de distribución positiva de la riqueza”*. Veamos el Gráfico N° 1 que se expone a continuación sobre la participación salarial en el valor agregado de las PyMEs;

Gráfico N° 1:



Fuente: Encuesta Estructural 2008. Fundación Observatorio PyME.  
Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) (2004 último dato disponible). INDEC

Lo expuesto anteriormente hace que estas organizaciones sean complejas a la hora de analizarlas.

### **Tipificación / Clasificación**

Establecer el punto de diferenciación no es fácil. Para aclarar cualquier duda el presente trabajo engloba como PyMEs a las: Microempresas, Pequeñas y Medianas.

La tipificación depende mucho de su objetivo, debido a que las variantes cambian si se realiza con un propósito de carácter político o cuando se persigue una intención sociológica, histórica o académica. La informalidad y el ocultamiento de datos por razones impositivas, dificulta la medición.

Una primera clasificación de los criterios para determinar la condición PyME permite dividirlos en criterios cuantitativos o cualitativos:

**-Cuantitativos:** la determinación se efectúa en base a elementos *cuantificables* como el número de personas ocupadas por establecimiento o monto bruto de facturación.

**-Cualitativos** la determinación de la condición PyME sea consecuencia de analizar datos como la propiedad del capital, la independencia de la empresa, etc.

En Argentina el **Ministerio de Economía** fija\* los límites entre GE y PyMEs a partir de tres elementos:

- ✓ Personas Ocupadas
- ✓ Ventas Anuales
- ✓ Activos Netos

\*Res. M. de E. N 401/89, 208/93 y 52/94

Por su parte la **Secretaría Pyme (SePyME)**, quién es el órgano oficial que atiende al Sector en el país dispuso a través de la *Resolución 21/2010*, cinco categorías de empresas y utilizó la variable “ventas anuales en pesos” (excluido el IVA) para clasificarlas; Agropecuario, Industria y Minería, Comercio,

Servicios y Construcción, a continuación el Cuadro N° 1 que resumen dicha clasificación:

Cuadro N° 1:

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

Es interesante destacar dos puntos de esta Resolución: 1) En el cálculo de nivel de ventas de la empresa que para comparar con el límite oficial se permite deducir de las ventas totales de las exportaciones realizadas, hasta un máximo del 35% del total de ventas. 2) La segunda medida establece que una vez que la empresa demuestra su calidad de PyME ante un programa público, mantiene tal condición durante 24 meses, independientemente de la evolución efectiva de sus ventas.

Para la **Fundación Observatorio PyME**<sup>8</sup> las categorías de empresas de acuerdo al personal ocupado es la siguiente:

Industria:

Pequeña empresa: de 10 a 50 empleados

Mediana empresa: de 50 a 200 empleados

Software y Servicios Informáticos

Pequeña empresa: de 5 a 20 empleados

Mediana empresa: de 21 a 150 empleados

Servicios a la Producción y Comercio Mayorista

<sup>8</sup> Fundación Observatorio Pyme es una entidad sin fines de lucro fundada en el año 2004 por la Org. Techint, la UIA, y la Università di Bologna. La misma realiza 6000 encuestas por año tanto sectoriales o territoriales a PyMEs Argentinas. Su director es Vicente Donato, su página web: [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar)

Pequeña empresa: de 5 a 20 empleados

Mediana empresa: de 21 a 150 empleados

Construcción:

Pequeña empresa: de 5 a 50 empleados

Mediana empresa: de 51 a 150 empleados

Para tener datos comparativos sobre la definición de PyME según el personal empleado de otras regiones, detallamos la definición de PyME para la **Unión Europea, Brasil y EEUU:**

Brasil:

Industria: menos de 500 empleados

Comercio y Servicios: menos de 100 empleados

EEUU:

Todas las empresas con menos de 500 empleados

Unión Europea: adjuntamos Gráfico N° 2 con resumen de clasificación para la UE.

Gráfico N° 2:

Categoría Empresa	Ocupados	Volumen de negocios anual (Euros)	Balance General anual (Euros)
Mediana	<250	< o = 50 millones	< o = 43 millones
Pequeña	<50	< o = 10 millones	< o = 10 millones
Microempresa	<10	< o = 2 millones	< o = 2 millones

Fuente: Fundación Observatorio Pyme

Definir la “Condición de PyME” no es una cuestión literaria ni de comprensión teórica, se trata por el contrario de saber cuando una empresa

puede beneficiarse con la utilización de los instrumentos y programas de políticas públicas diseñados para el sector. En Argentina dichas políticas están bajo supervisión de la SePyME.

## **Marco Legal**

En 1995 se sancionó la ley N° 24.467 conocida como el *Estatuto Pyme*. En su artículo segundo sugiere definir las características de las empresas que serán clasificadas como pequeñas y medianas atendiendo a las peculiaridades de cada región del país y los diversos sectores de la economía en la que se desempeñan. Los criterios establecidos para la clasificación que se deberán satisfacer son: un plantel no superior a 40 trabajadores, facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión Especial de seguimiento del artículo 104 de esta ley<sup>9</sup>.

Esta ley es modificada por la ley N° 25.300 sancionada en 2000, en la cual se establecen que serán considerados como criterios cuantitativos el valor de las ventas anuales, la cantidad de ocupados y el valor de los activos destinados al proceso productivo. Con la salvedad de que las empresas que aún reuniendo los criterios cuantitativos enunciados, estén vinculadas o controladas por otras empresas o grupos económicos que no cumplan con estos requisitos, no serán consideradas pymes. Agregando así un criterio cualitativo de independencia de la unidad productiva o empresa<sup>10</sup>.

Esta combinación de criterios para la clasificación de empresas según sus tamaños es dejada de lado por la resolución de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SePyME) N° 24 de 2001. Se pretende establecer en ella una definición única puesto que “la coexistencia de definiciones diversas provoca un tratamiento diferente para empresas que son consideradas MiPyMEs o no revisten tales características”<sup>11</sup>. La justificación para dejar de lado estos diferentes criterios relacionados es que los mismos se encuentran subsumidos en la variable ventas anuales (excluidos los impuestos al valor agregado e internos) porque ésta “indica por sí sola la dotación de

---

<sup>9</sup> Ley 24.467. Año 1995.

<sup>10</sup> Ley 25.300. Año 2000.

<sup>11</sup> Resolución SePyME N° 24, 15/02/2001

factores que la empresa afecta a su negocio”. Se establecen distintos topes según los sectores económicos: agropecuario, industria, minería, comercio y servicios.

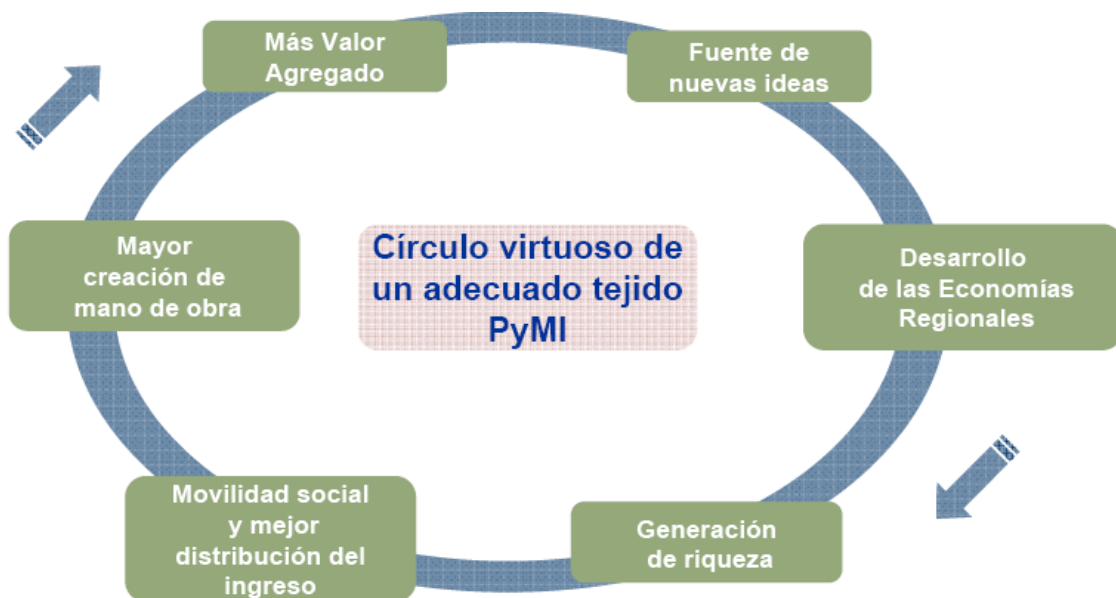
Dichos valores establecidos en el 2001 han quedado desfasados producto de la devaluación, razón por la cual han sido actualizados por la resolución de la SePyME N° 675 de 2002<sup>12</sup>. Los mismos fueron actualizados posteriormente por la Resolución N° 1477 de 2006<sup>13</sup> y la N° 21 de 2010<sup>14</sup> (detallada anteriormente en el presente capítulo).

### **Características y Particularidades de las PyMEs**

Las características de las PyMEs se pueden encarar desde muchos aspectos, siendo estos muy diversos.

Comenzaremos con las principales virtudes que generalmente se menciona que tienen las PyMEs, las cuales generan un círculo virtuoso, el Gráfico N° 3 es tomado de la *Fundación Observatorio PyME*.

**Gráfico N° 3:**



<sup>12</sup> Resolución SePyME N° 675, 25/10/2002

<sup>13</sup> Resolución SePyME N° 147, 23/10/2006

<sup>14</sup> Resolución SePyME N° 21, 10/08/2010

Buscando un mayor detalle continuaremos entonces por enunciar las principales *diferencias que tienen con las GE*, para luego agrupar las características en aquellas que son consideradas *fortalezas* y las que son *debilidades*. Finalmente agruparemos en 5 áreas los problemas a los que se enfrentan las PyMEs.

#### Diferencias con las GEs:

- ✓ Menor tamaño.
- ✓ Escasa diferencia entre la propiedad y la función gerencial.
- ✓ La visión de la empresa se mezcla con el proyecto personal del dueño.
- ✓ Mayor compromiso con el proyecto.
- ✓ Mayor flexibilidad y adaptación a los cambios.
- ✓ Menor poder de negociación ante clientes y proveedores.
- ✓ Mayor escasez de recursos económicos y técnicos.
- ✓ Dificultad de acceso a información y herramientas.
- ✓ Baja participación en redes empresarias.
- ✓ Mayor vulnerabilidad frente a las crisis.

#### Fortalezas:

- Flexibilidad: Al ser una organización pequeña y dinámica les otorga elasticidad para amoldarse al actual ambiente incierto y cambiante.
- Carácter Pionero: Revitalizan la sociedad con sus emprendimientos novedosos.
- Proveedoras de las GEs: Las GEs logran mayor eficiencia a través de la delegación de aspectos sensibles o que no son *core* de su negocio.
- Innovadoras y Creativas: Alimentan la especialización y diferenciación de productos acordes a las exigencias. Dinamizan la economía.
- Principales empleadores de Mano de Obra: Son el más potente agente de contratación laboral.
- Sostén de la demanda: Como contraprestación al trabajo se abonan salarios que se traducen en poder de compra.
- Permiten el equilibrio regional: Nacen alentadas por las realidades locales y por lo general se mantienen afincadas en su territorio de origen.

- Ayudan a la movilidad social de los ciudadanos: Muchos obreros y empleados se independizan, abriendo sus talleres u oficinas.
- Aportan a la Productividad Global: Su baja productividad es compensada por la dinámica que provocan (entradas y salidas).

#### Debilidades:

- Volatilidad: Presentan una alta tasa de mortalidad, que se explica por la debilidad constitutiva.
- Sensibilidad a los entornos negativos: Son susceptibles a los ambientes adversos, potenciado por los ambientes hostiles característicos de los mercados subdesarrollados.
- Falta de Información: La información es fuente de negocios, se requiere de información precisa, los datos debe ser elaborados y lo cual es un gasto que muchas PyMEs no pueden afrontar. Se agrava en mercados subdesarrollados.
- Problemas de Volumen: Operan con volúmenes limitados, lejos de la economía de escala, perjudicando la productividad.
- Producción excesivamente diversificada: Genera debilidades operativas.
- Superposición de Funciones: Los puestos se vinculan a puestos simples como: Ventas, Compras, Contabilidad, Mantenimiento, etc. Por lo general muchas de estas funciones son realizadas por la misma persona, forjando ineficiencias, falta de control, pérdida de sinergias.
- Retraso Tecnológico: Se requiere de fondos y plazo para desarrollar un producto, fabricarlo, y tener el equipamiento adecuado, esto aleja a las PyMEs de la tecnología adecuada (*Acá es donde el Estado debe intervenir, alineado a Bancos, Universidades, otorgando financiación a Largo Plazo y a tasas subsidiadas*).
- Baja Productividad: por volumen y atraso tecnológico.
- Dificultades de acceso al financiamiento: Al crecer la necesidad de capital se incrementa y supera la capacidad de autogeneración. El otorgamiento de créditos bancarios se ve limitado por la asimetría de la información, poca historia crediticia, falta de garantías. Asimismo aquellos créditos que si son

otorgados como ven en la PyME un riesgo elevado, los Bancos exigen spreads altos, haciendo que la tasa sea perjudicial para la empresa.

- Carencia de Estrategia: Funcionamiento anárquico y no planificado, basado en el instinto del dueño.
- Gestión Inadecuada y Problema de Formación: Management (si no está al frente el dueño) mal preparado y desactualizado. Empleados no formados técnicamente.
- Falta de Comunicación: Información circulante en la empresa es escasa, poco trabajada, atesorada en la cúspide.
- Organizaciones Jerárquicas y Autoritarias: Excesivo nivel de centralización en la gestión. La desconfianza en los demás deriva en estructuras piramidales.
- Crecimiento no Planificado: La expansión descontrolada es una cuestión compleja, la expansión descontrolada termina estrangulando a la firma.
- Falta de mentalidad exportadora: Menos del 20% de las PyMEs Argentinas actuales exportan; Exportar es una fortaleza competitiva global. Si la PyME exporta además de la eficiencia en la gestión que implica, quiere decir que está en condiciones de ingresar otros mercados y defender el suyo. Permite no depender de las condiciones actuales del mercado (En el caso de Argentina si apenas cae un poco el tipo de cambio o se bajan las barreras arancelarias, habría una invasión externa de productos brasileños o chinos).

Basándonos en Ayuzabet (2000) los problemas a los que se enfrentan las PyMEs se agrupan en 5 áreas:

#### Área administrativa

- Son empresa de tipo familiar constituidas en base a las necesidades personales del dueño.
- La primera generación de propietarios son emprendedores y propensos al riesgo.
- No cuentan con un equipo Gerencial Completo para dirigir la empresa.
- Esquemas de compensación altamente flexibles.
- Falta de separación entre propiedad y control.
- Motivación de los dueños por mantener el control.

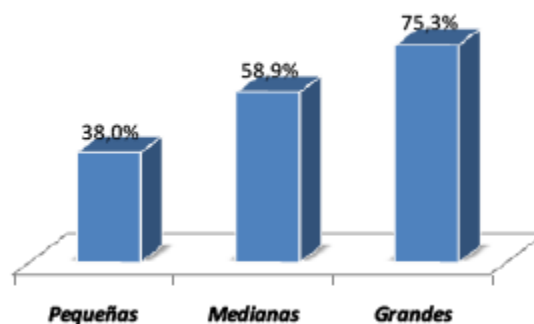
- Su estructura organizativa está poco diferenciada.
- Carecen de sistemas administrativos modernos.

#### Aspecto financiero (*Clave para el trabajo en curso*)

- Se caracterizan en recurrir al ahorro autogenerado como primer instrumento de financiación.
- Afrontan dificultades de acceso al crédito debido a la falta de transparencia en la información y la falta de historial financiero (Información asimétrica). Adjuntamos Gráfico N° 4 de IERAL 2010 para Argentina: donde se vislumbra esta dificultad. Similar escenario sucede en América Latina (adjuntamos Gráfico N° 9 en Anexos).

#### Gráfico N° 4

**Empresas argentinas con préstamos bancarios o líneas de crédito (2010)**  
Porcentaje del total de empresas

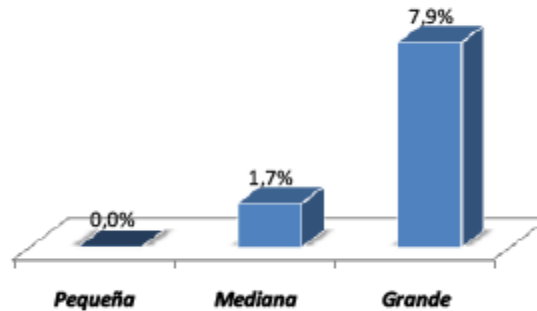


Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

- Esa dificultad para acceder al crédito bancario, les genera problemas para financiar sus proyectos de inversión (los cuales son a largo plazo), llevando a las mismas a basar su crecimiento en Deuda a Corto Plazo como segundo instrumento de financiación.
- Son consideradas por el sistema financiero como de alto riesgo por lo que afrontan elevados spreads en las tasas de interés.
- Restringido acceso al mercado de capitales (costo, conocimiento, tamaño del mercado). Adjuntamos Gráfico N° 5 de IERAL 2010 para Argentina, vislumbrando dicha restricción. Similar escenario sucede en América Latina (adjuntamos Gráfico N° 10 en Anexos). En Argentina solo cotizan dos PyMEs para el Mercado de Valores ([www.merval.sba.com.ar](http://www.merval.sba.com.ar)): Insumos Agroquímicos (INAG) y Ovoprot (OVOP).

Gráfico N° 5:

**Empresas argentinas que son sociedades anónimas y cotizan en bolsa (2010)**  
Porcentaje del total de empresas



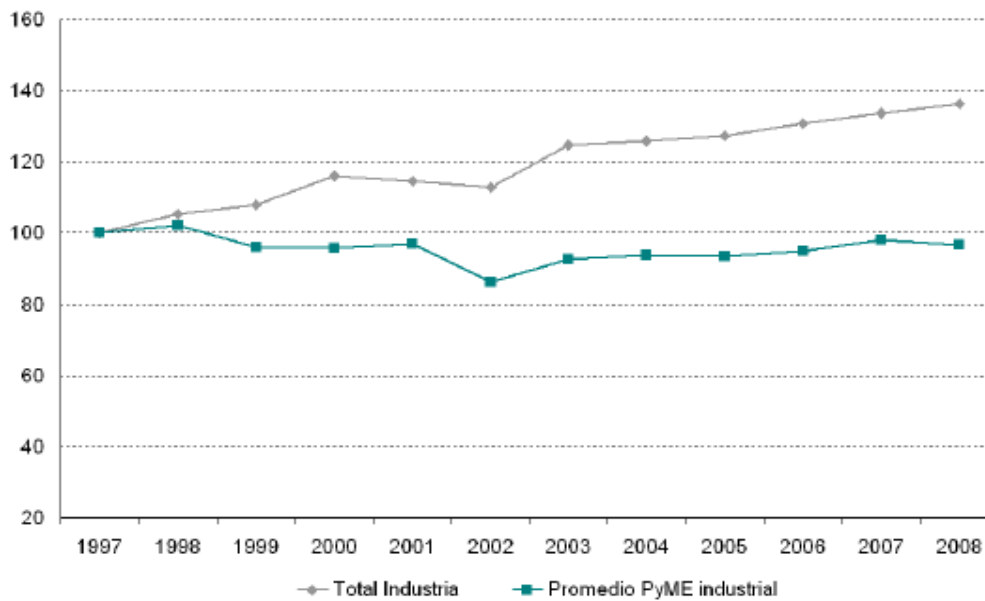
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

- Presentan altos rendimientos sobre la inversión.
- Sus sistemas de cobranza son insuficientes.
- Se caracterizan por su reducido margen de ganancia, poca liquidez y rentabilidad.
- No cuenta con un adecuado control de actividades económico financieras ni con una evaluación correcta de sus costos.
- Desconocen los diversos instrumentos financieros.

Tecnología, calidad, productividad, producción y competitividad

- Bajo nivel de inversiones en tecnología, aplicable no solo a la decisión del dueño sino también al escaso acceso al crédito bancario.
- La Producción no es planificada.
- El control de calidad por lo general lo establecen de modo visual sin considerar normas y estándares establecidos a nivel internacional.
- Su mercado de productos y servicios es competitivo, sin embargo, no consideran significativo la atención al cliente, ni el acceso a la información sobre sus mercados actuales o nuevos mercados (internos y externos).
- Los niveles de productividad son bajos: Ver Gráfico N°6 sobre Productividad Laboral PyME Industrial Argentina (1997-2008), la brecha entre PyME y GEs continúa aumentando.

Gráfico N° 6:



Productividad laboral = Cantidades vendidas/Ocupados

Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales (1996-2008). Fundación Observatorio PyME Índice de Obreros Ocupados (IOO), Índice de Volumen Físico (IVF), Encuesta Industrial Mensual INDEC

- Los costos de producción y gastos de operación son igualmente altos. Además, enfrenta una mala selección de materias primas, y les falta un control de inventarios y una producción con valor agregado.

### Situación económica actual

- La mayoría de las PyMEs surgen como resultado del desempleo.
- Comparadas con las empresas grandes tienen menos posibilidades de crecimiento a causa de la reducida capacidad productiva.
- No cuentan con los medios ni con la capacidad para conseguir las mejores condiciones de compra; son empresas que continuamente están en peligro de cierre masivo por ser vulnerables a su ambiente económico.

### Características Frecuentes en el dirigente, dueño o administrador PyME

- Tiene una visión a corto plazo.
- Orienta la cultura organizacional de acuerdo con su personalidad.
- Concibe la capacitación como un gasto no como inversión.
- Tiene preferencia por el trabajo individual.
- Cree que sus fórmulas son las mejores.
- Es más intuitivo que analítico.

## **Empresas Familiares**

Si bien la Empresa Familiar (EF) no es el objeto del presente trabajo, es de mi interés abordar brevemente el tema para dejar en claro las diferencias entre una PyME y una EF.

Según la consideración popular la EF es sinónimo de PyME, pero lo cierto es que no es el tamaño, ni la calidad de gestión lo que la identifica sino la propiedad y conducción en mano de uno o más miembros de un Grupo Familiar<sup>15</sup>. Aproximadamente el 20% de las GEs son EF.

En este tipo de empresas el nivel de conflicto es superior a las empresas no controladas por un Grupo Familiar ya que se mezclan los conflictos familiares y los empresariales en la misma empresa. Esto genera que solo un 30% de las EFs sobreviva a los 3 años de vida y menos del 7% llega a la tercera generación<sup>16</sup>. Detectar, y evitar los conflictos familiares a tiempo es un útil método de prevención.

Entonces, resumiendo, que una empresa sea categorizada como EF no indica necesariamente que tenga la condición de PyME; para esto deberemos considerar los distintos aspectos desarrollados en el presente capítulo en la parte: “Tipificación – Clasificación”.

## **Datos y Estadísticas PyMEs Argentinas**

A continuación expondremos algunos datos y estadísticas respecto al contexto actual de las PyMEs en Argentina, se detalla entonces información obtenida de la SePyME y se la comparará con información obtenida de la Fundación Observatorio PyME, para finalmente exponer un Gráfico del Banco Mundial:

---

<sup>15</sup> DODERO, S. (2008, Agosto). *El Secreto de las Empresa Familiares Exitosas*. 2da. ed. Buenos Aires, Avellaneda: El Ateneo.

<sup>16</sup> DODERO, S. (2008, Agosto). *El Secreto de las Empresa Familiares Exitosas*. 2da. ed. Buenos Aires, Avellaneda: El Ateneo.

Información según la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (www.sepyme.gob.ar):

- ✓ Las PyMEs (se recuerda que se incluyen las Micro empresas) en Argentina representan el 99,5% de las 985.000 unidades económicas.
- ✓ El segmento PyME está formado por un 85% de microempresas, 13% de pequeñas empresas y 2% de firmas medianas.
- ✓ Generan el 70% del empleo formal (18% lo generan microempresas, 24% pequeñas y 27% medianas) y representan el 42% del PBI (el dato coincide con lo informado por el Ministerio de Industria).
- ✓ Las exportaciones de las PyMEs son, en promedio, el 15% del total de las exportaciones nacionales.
- ✓ El 20% de las PyMEs son exportadoras.
- ✓ Desde el 2003 al 2011, la cantidad de pymes que venden al exterior creció un 20%, en cerca de 2.000 empresas. Y el valor exportado subió casi 80%, creciendo en más de usd 6.700 millones.
- ✓ Dentro de las PyMEs, el Comercio concentra 28,4% de empresas; los Servicios el 24,7%; la Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura 18,2%; la Industria 10,7%; Transporte 10,7%; Construcción 4,7%; Hotelería y Restaurantes 2,3%; Minería 0,2%; y Electricidad, Gas y Agua 0,1%.
- ✓ Desde 2003 al 2011, se crearon 140.000 PyMEs; el 60% está encabezada por jóvenes emprendedores (18 a 30 años).
- ✓ De las nuevas PyMEs creadas 15.000 son PyMEs industriales, las que crearon cada una 15 empleos nuevos por año.

Información según la Fundación Observatorio PyME (FOP):

- ✓ Existen alrededor de 1.800.000 PyMEs (a diferencia de la SePyME se incluyen los monotributistas)
- ✓ Alrededor del 40% está concentrado en la Capital Federal y el Conurbano Bonaerense, en un territorio que es menos del 3% del nacional.
- ✓ Otros núcleos territoriales muy densos son: Mendoza Capital y San Rafael; Córdoba, Rosario, Reconquista, Venado Tuerto y Rafaela.
- ✓ Alrededor del 20% de las PyMEs exportan.

- ✓ Al compararse en materia de exportación con PyMEs Italianas (referentes mundiales en la materia) Argentina se encuentra muy rezagada, el 45-50% de sus PyMEs exportan.
- ✓ La proporción de empresas exportadoras Argentina es de las más altas de la región, aunque hay países que se le están acercando muy rápido, como Colombia, Brasil y Chile.
- ✓ La FOP coincide con que las PyMEs generan el 70% del empleo formal pero hace la salvedad de que a pesar del crecimiento de la economía del país en los últimos años se nota un freno en la contratación del personal, los motivos argumentados son: inflación, presión impositiva, riesgo laboral.
- ✓ A su vez desataca los problemas que las PyMEs tienen para captar recursos humanos calificados: El 80% de las empresas tiene dificultades medio altas para conseguir operarios calificados, técnicos de nivel terciario; 40% para encontrar mano de obra no calificada; y 30% de las pymes tienen problemas para conseguir profesionales jóvenes con formación universitaria.
- ✓ En contraposición la información sobre esta dificultad de captar recursos humanos brindada por la FOP, La NACION (Urien, 2012, Abril 15) menciona que las personas que trabajan en relación de dependencia prefieren hacer escuela en las GEs, y luego se vuelcan a las PyMEs, debido a: 1) tomar más responsabilidades, 2) mejorar la calidad de vida. Validando un 10% menos en los salarios frente a los percibidos en la GEs.

#### Gráfico N° 7 Banco Mundial (Agosto del 2003)

El mismo compara los indicadores de Producción y empleo de distintos países de Latinoamérica y la UE, según datos del promedio de 1990-1999, la fuente del mismo es el informe para el Banco Mundial de Meghana Ayyagari, Thorsten Beck, Aslh Demirguc-Kunt: “*Small And Medium Enterprise across the Globe, a New Database*”.

### Importancia de las MiPyMEs en la producción y el empleo (Varios años)

Países	Participación de las MiPyMEs en el empleo formal	Contribución de las MiPyMEs al PBI
Argentina	70,2%	53,7%
Brasil	59,8%	34,3% <sup>6</sup>
Chile	63,0% <sup>7</sup>	20,4% <sup>7</sup>
Colombia	67,2%	38,7%
Ecuador	55,0%	20,0%
México	75,0% <sup>8</sup>	62,0% <sup>8</sup>
Paraguay	77,0% <sup>3</sup>	-
Perú	67,9%	55,5%
Uruguay	68,5% <sup>4</sup>	-
Venezuela	38,1% <sup>5</sup>	-
Argentina CNE 2004 <sup>1</sup>	66,3%	50,2%
UE-27 2005 <sup>2</sup>	67,1%	57,6%

Fuente: Meghana Ayyagari, Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt. *"Small and Medium Enterprises across the Globe, A New Database"*. Banco Mundial, Agosto de 2003, presenta datos del promedio de 1990-1999. Las casillas coloreadas fueron completadas con información recopilada de otras fuentes, según se indica a continuación:

1: Datos calculados a partir del CNE 2004 definiendo a PyMEs como empresas con menos de 100 empleados.

2: Datos obtenidos de Eurostat para PyMEs del sector no financiero de 27 países europeos. Año 2005.

3: Dato extraído de los indicadores PyMEs por países del Banco Mundial. Año 1997.

4: Dato extraído de los indicadores PyMEs por países del Banco Mundial. Año 2000.

5: Dato extraído de los indicadores PyMEs por países del Banco Mundial. Promedio de 1991 a 1995.

6: Dato estimado a partir de la facturación bruta total, IBGE – Censo Cadastro, 1994. Extraído del trabajo *"Observatorio MIPYME: Compilación estadística para 12 países de la Región"* de Carlos Guaipatín, Abril de 2003.

7: Dato estimado a partir de ventas, Encuesta Nacional Industrial Anual, 1996. Extraído del trabajo *"Observatorio MIPYME: Compilación estadística para 12 países de la Región"* de Carlos Guaipatín, Abril de 2003.

8: Participación en el valor agregado, Censo Económico 1998, INEGI. Extraído del trabajo *"Observatorio MIPYME: Compilación estadística para 12 países de la Región"* de Carlos Guaipatín, Abril de 2003.

### Programas e Instrumentos diseñados para las PyMEs

Como mencionamos anteriormente, la "Condición de PyME" les permite a las empresas el acceso a múltiples Programas, Asesorías, Instrumentos diseñados para el sector con importantes beneficios; los cuales en el común de los casos son desconocidos por las PyMEs.

La SePyME en su web ([www.sepyme.gob.ar](http://www.sepyme.gob.ar)) describe muchos de ellos:

**-Expertos PyMEs:** tiene como objeto transferir conocimientos especializado de profesionales con experiencia en las distintas áreas que hacen al funcionamiento de la empresa. Beneficio: Se financia el 100% de los Gastos del Diagnóstico y Elaboración del Plan de Mejoras.

**-PACC Empresas:** Programa de Acceso al Crédito y la Competitividad, incluye asistencia técnica para lograr mejoras en la Competitividad, innovación de productos y procesos, ascenso en la escala tecnológica y certificaciones de calidad. Beneficio: Reintegro de la Asistencia Técnica entre el 40% y el 70% hasta \$130.000

**-PACC Emprendedores:** la SePyME busca asistir con Aportes No Reembolsables (ANR), a través del Programa de Apoyo a la Actividad Emprendedora para comenzar un emprendimiento o para hacer despegar el ya iniciado hace menos de 2 años. Beneficio: Reintegro del 100% hasta \$3.000 no computables dentro del ANR aprobado.

**-Crédito Fiscal:** instrumento que permite a las pymes obtener reintegros por sobre la inversión que realicen en la capacitación de sus recursos humanos, ya sea en actividades abiertas (dictadas en instituciones públicas o privadas) o cerradas (cursos a medida de la empresa). Beneficio: Se reintegrará hasta el 70% (se puede ampliar hasta el 95%) del monto de las actividades de capacitación tanto para actividades abiertas como cerradas.

**-Sistemas Productivos Locales:** brinda asistencia técnica y económica a Grupos Asociativos para implementar, desarrollar y/o fortalecer proyectos productivos que beneficien a todas las empresas participantes y a la comunidad a la que pertenecen. Beneficios: ANR hasta un máximo de \$600.000 según el programa (siempre como tope hasta el 60% del proyecto).

**-Fonapyme:** Financiación para la compra de bienes de capital, construcción o instalaciones, siendo estos los requisitos necesarios para el crecimiento de las pymes. Beneficio: La Tasa Nominal Anual es del 9% fija y en pesos, según el

proyecto depende el plazo (de 60 a 84 meses según el monto). Monto desde \$100.000 hasta \$1.500.000 dependiendo del proyecto.

**-Bonificación de Tasas:** Régimen por el cual las pymes pueden obtener financiamiento con la tasa bonificada por la SePyME. Beneficio: dependiendo de la línea (Capital de Trabajo, Inversiones Productivas, Desarrollo Regional) puede obtenerse una reducción de la tasa de interés hasta 8 puntos.

**-Parques Nacionales:** Financiar obras de infraestructura dentro y fuera de los parques industriales públicos, y asimismo fomentar la radicación en ellos de Pequeñas y Medianas Empresas, mediante la bonificación parcial de la tasa nominal anual que establezcan las entidades financieras. Beneficio: Créditos a tasa fija del Banco Nación Argentina (BNA) de hasta \$1.500.000, con una TNA del 11% fija en pesos hasta 60 meses.

**-Renovación de Flota:** Permitir a las Pymes la adquisición de una unidad cero kilómetro mediante la entrega para destrucción de una unidad de antigüedad superior a 30 años. Beneficio: se obtiene una suma entre \$25.000 y \$35.000 por la unidad entregada y un crédito con garantía prendaria del BNA a tasa bonificada (2 ptos.) por hasta la suma de \$160.000

Estos son algunos de los Programas de la SePyME, existen más en su página web, así como también existen Programas, y muy buenos, del Banco Nación, Banco Inversión y Comercio Exterior (BICE), Consejo Federal de Inversiones (CFI), Ministerio de Economía, Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, Ministerio de Desarrollo Social, Ministerio de Industria y de la Universidad de Buenos Aires, entre otros.

Si bien no son datos actualizados en el año 2010 solo fueron beneficiados con planes de la SePyME 10.000 PyMEs sobre 700.000 existentes a esa fecha. El Presupuesto de este organismo para ese año era por \$176 millones, y solo se ejecuto el 85%.

La intención de describirlos es continuar publicitando su existencia, y hacer **ENFASIS** en el vital impacto que pueden tener los mismos para el desarrollo de las PyMEs.

## **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR's)**

Tal como hemos mencionado en las características de las PyMEs muchas veces sucede que para aumentar la capacidad productiva (equipamiento) se gasta capital de trabajo y se toman créditos. Los que no se tiene en cuenta es que el progreso incrementa la necesidad de fondos; por lo que la resolución de dicha necesidad en el corto plazo se encara recurriendo a créditos usureros que perjudican a la empresa. *Por tal motivo es que muchas PyMEs no necesitan un crédito sino un socio.*

Esto es analizado comúnmente por las SGR's.

### **Que es una SGR?**

Es un tipo de sociedad comercial creada por la Ley 24.467 sancionada en 1995 y modificada parcialmente por la Ley 25.300 del año 2001.

Plantea una nueva alianza entre empresas grandes, medianas y pequeñas para facilitar el financiamiento PyME, con el apoyo de incentivos fiscales que hacen viable e interesante el sistema para las partes involucradas.

Su objetivo es otorgar garantías líquidas a sus socios partícipes para mejorar sus condiciones de acceso al crédito bancario. La SGR garantiza las llamadas “operaciones activas de crédito”, a cualquier término o plazo, solamente de los socios partícipes que requieran este tipo de operaciones. También pueden brindar a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin.

Las SGRs están constituidas por dos clases de socios:

- Partícipes: son únicamente los titulares de pequeñas y medianas Empresas, sean personas físicas o jurídicas, y deben ser como mínimo de 120 titulares.
- Protectores: son todas aquellas personas físicas o jurídicas que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo de las SGR.

Los beneficios son los siguientes:

#### **Para los socios partícipes:**

- Facilitar el acceso al crédito bancario.
- Reducir los requerimientos de garantías.
- Reducir la tasa de interés de los créditos.

- Mejorar el desempeño en áreas de financiamiento, gerenciamiento y equipamiento.

Para los socios protectores:

- Beneficios impositivos en los aportes y contribuciones.
- Mejorar el desempeño de las PyMEs vinculadas.
- Fortalecer el vínculo con ellas.

Para las entidades financieras

- Transferencia del riesgo asociado a los créditos PyME.
- La evaluación de los proyectos se encara desde la SGR.
- Mejor seguimiento del sujeto de crédito.

## CAPITULO 3

### Teorías Modernas de Estructura de Capital y su aplicación en las PyMEs

En el capítulo 1 se hizo referencia a la cantidad y calidad de los estudios empíricos que se han realizado con el objeto de validar en qué medida las decisiones de financiación aplican según las Teorías Modernas de Estructura del Capital. Confirmando que si bien los resultados obtenidos comprueban que muchos de los argumentos planteados por las Teorías son válidos para las Grandes Empresas, ninguna es de aplicación general.

Ahora bien cuando se hace foco en la Estructura de Capital de las PyMEs, estas teorías no se adaptan tan fácilmente a las “particularidades” (mencionadas en el capítulo 2) de las mismas.

En este capítulo se abordaran las distintas Teorías y qué aspectos de las mismas aplican a la Estructura de Capital de las PyMEs; confirmando que los supuestos de la Teoría de la Jerarquía Financiera (sobre todo la asimetría en la información) aplican en mejor medida a las PyMEs.

En el final del capítulo se comenta brevemente dos trabajos sobre la Estructura de Capital de las PyMEs: “Ciclo de Crecimiento Financiero” (Berger y Udell, 1998) y la “Teoría de Estrategia Empresarial”, desarrollada por Aybar Arias, Casino Martinez y Lopez Gracia (2003).

#### **Teoría del Equilibrio Estático:**

Desde esta perspectiva el nivel de apalancamiento de las PyMEs tiende a ser bajo. Por un lado, los bajos niveles de rentabilidad de las PyMEs no les permite el aprovechamiento significativo del ahorro fiscal por concepto de intereses pagados por el endeudamiento, además se enfrentan a tasas fiscales marginales bajas lo que implica un menor pago de impuestos y por lo tanto un menor monto potencial a deducir.

Adicionalmente, la alta probabilidad de quiebra que las caracteriza incrementa el riesgo financiero de la deuda. Así, los bajos beneficios

impositivos y los altos costos de quiebra, inducen a una *reducción el endeudamiento de las PyMEs*.

### **Teoría de la Jerarquía Financiera:**

Los supuestos de esta Teoría podrían proporcionar una mejor explicación de la estructura de capital adoptada por las PyMEs;

- Asimetría de la información,
- Motivación de los accionistas actuales por mantener la propiedad y el control empresarial,

Sumando alguna de las características de las PyMEs;

- Falta de transparencia de la información,
- Presencia de activos intangibles o basados en el conocimiento,

Generarían problemas de selección adversa y riesgo moral; la información privilegiada disponible para los propietarios, le concede una posición ventajosa frente a los potenciales inversores o acreedores, pues enfatizan las fortalezas de la inversión, al tiempo que ocultan las debilidades de la empresa (selección adversa), para así tomar ventaja de la asimetría de la información en perjuicio de terceros (riesgo moral).

Con relación a la motivación, frecuentemente las PyMEs son dirigidas por un solo gerente, quien al mismo tiempo es propietario de la mayoría o todas las acciones. Ello se traduce en la preferencia por las fuentes de financiación que no impactan en el control empresarial.

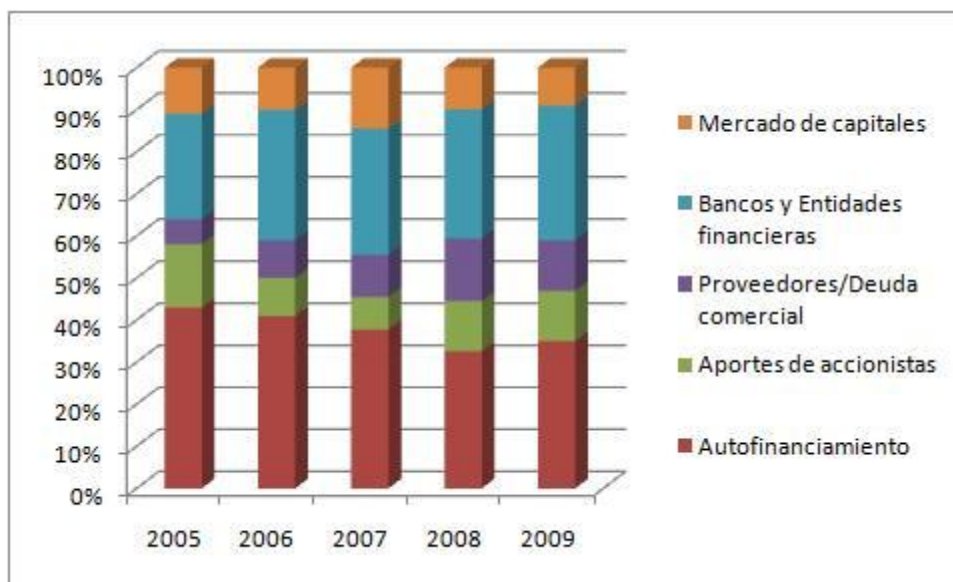
Lo expuesto anteriormente deja a entrever una jerarquía similar a la descrita por Myers y Majluf (1984): la empresa primero haría uso de los recursos autogenerados, luego recurriría a la deuda (préstamos bancarios), y finalmente, a la emisión de nuevas acciones. En algunos casos, la emisión de acciones no es una opción de financiación para las PyMEs, ya que puede no estar disponible o no es considerada por el propietario ante la posible pérdida del control de la empresa.

## La Estructura de Capital de las PyMEs en países no desarrollados:

Las decisiones de financiación de las PyMEs en países no desarrollados se limitan a los recursos propios generados y a los préstamos bancarios, pues su principal problema de financiación, lo constituye el acceso limitado/nulo a los mercados de capital, esto se conoce como *brecha de financiamiento (finance gap)*. El mismo viene dado por restricciones en los fondos disponibles o de elevado costo (*brecha de acceso o supply gap*) y por un conocimiento limitado acerca de las posibilidades de financiación externa y una falta de comprensión de las ventajas y desventajas del endeudamiento (*brecha de conocimientos o knowlegde gap*).

Veamos el caso de las PyMEs Argentinas en el Gráfico N° 8 (según estudio de la Consultora Ernst & Young) donde se corrobora lo expuesto: en el año 2009 el 80% del financiamiento de las PyMEs fue vía recursos propios, proveedores y bancos, siendo solo un 20% acciones y aportes de capital.

Gráfico N° 8:



## La Estructura de Capital de las PyMEs según Berger y Udell: Ciclo de Crecimiento Financiero

Tal como comentamos al inicio del presente capítulo, la evidencia empírica de los estudios realizados hasta la fecha no parece ser definitiva en

cuanto a la capacidad explicativa de la Teoría del Equilibrio Estático o de la Teoría de la Jerarquía Financiera con relación a la Estructura de Capital.

Según Berger y Udell (1998) (BU) ello puede obedecer al hecho de que las PyMEs atraviesan por varias etapas de cambio en su evolución hacia una gran empresa, de manera que es posible que una sola teoría no pueda explicar la estructura de capital adoptada. Por lo que es lógico que una u otra teoría ayuden a explicar el comportamiento de la estructura de capital en cada una de las etapas del desarrollo de la empresa.

En función a esta idea BU proponen el Ciclo del Crecimiento Financiero, quienes toman como supuesto de partida la evolución constante de las PyMEs en términos de tamaño, edad y disponibilidad de la información, los cuales actúan como determinantes de su estructura de capital.

En la medida en que la empresa crece, adquiere mayor experiencia y disminuye la falta de transparencia de la información, cambian sus necesidades financieras y las opciones de financiación (ver Gráfico N° 11 en Anexos).

En una primera etapa de su desarrollo, las empresas más pequeñas y jóvenes recurren a fuentes internas de financiación (aportes de los propietarios, familias, amigos), al crédito comercial y/o a business angels (individuos que invierten directamente en empresas pequeñas).

A medida que crece, se incrementa el acceso de la PyME a la financiación de carácter intermedio como inversores de capital riesgo (actividad financiera profesionalizada para proporcionar capital a las PyMEs bajo la figura de fondos propios de manera temporal y minoritaria), bancos, instituciones financieras.

Eventualmente, si la empresa no se extingue y permanece en crecimiento, podrá acudir al capital público y a los mercados de la deuda.

## **Teoría de la Estrategia Empresarial y su impacto en la Estructura de Capital**

Desarrollada por Aybar Arias, Casino Martinez y Lopez Gracia (2003), deriva de los postulados de la teoría sobre Organización Industrial, trata de interrelacionar las estrategias empresariales seguidas por la PyME con sus

decisiones de financiación, la misma se basa en los trabajos de Jordan, Lowe y Taylor (1998).

Este enfoque emergente argumenta que la estrategia del negocio influye de diversas formas a la estructura de capital. La necesidad del Propietario de la PyME de conseguir fondos para encarar un nuevo proyecto, puede venir condicionada por el tipo de estrategia empresarial encarada.

Las estrategias que presentan un *alto grado de riesgo* pueden restringir el acceso al mercado de crédito o, por lo menos, obligar al pago de elevados spreads de compensación. Por el contrario, las estrategias que *ofrecen garantías* para el repago de los fondos; como la existencia de sólidos colaterales o las de diversificación del riesgo (existencia de varias líneas de negocio o segmentación de mercados), facilitan el acceso a nuevas fuentes de financiación externa. Desarrollando esta cuestión, las estrategias competitivas basadas en *diferenciar productos, en innovar procesos o en reducir costos*, se centran en activos únicos o muy específicos, que mejoran la rentabilidad de la empresa pero que dificultan el acceso a los mercados de crédito al ser aquellos poco apropiados como garantías de los fondos prestados.

El track record financiero de las PyMEs, con poco historial de crédito y afectadas con asimetría en la información, difieren de las Grandes Empresas, más consolidadas y con mayor infraestructura organizativa para implantar estrategias con éxito. Dicho esto, las estrategias de diversificación podrían ser percibidas por los mercados de créditos como una señal negativa de gestión, dada la necesidad de que las empresas consoliden fuertemente un determinado negocio antes de emprender nuevos negocios. Ahora bien si existe una diversificación de negocios sólida, anima a los prestamistas a financiar un proyecto ya que incrementa las posibilidades de repago. En este sentido un fuerte nivel de diversificación de activos o productos, estará asociado con un nivel alto de apalancamiento.

Las estrategias de liderazgo en costos, tendrían más posibilidades de éxito en Grandes Empresas, que disponen de mayor capacidad para invertir en tecnologías que permiten una operación más eficiente.

Las estrategias de diferenciación de productos, requieren de importantes inversiones en activos intangibles (marcas, patentes) y requieren una adecuada

infraestructura organizativa; los mercados de crédito deben captar una señal positiva antes este tipo de actitudes, llevando a un mayor apalancamiento.

Los proyectos con un fuerte potencial de innovación o cambio tecnológico (por lo general de alto riesgo) inciden en un menor nivel de deuda, dado que los mercados de crédito son reacios a financiar los mismos.

Las estrategias orientadas al comercio exterior, así como las estrategias de liderazgo, implican una buena organización y madurez en la gestión, lo que genera una señal positiva al mercado de crédito de permanente cambio y capacidad de adaptación a los requerimientos del mercado, en este sentido se obtendría mayor acceso al financiamiento.

## **CAPITULO 4**

### **Metodología de la Investigación y Resultados de la Encuesta**

El último capítulo describe la metodología de la investigación utilizada para dar respuesta a los objetivos y problemas planteados en la introducción. Se exponen también los resultados de la encuesta realizada, sobre los mismos con el apoyo teórico de los anteriores capítulos basaremos las conclusiones del presente trabajo.

#### **Herramientas utilizadas**

Hemos realizado dos tipos de encuestas online a través del sitio web: **e-encuesta** ([www.e-encuesta.com](http://www.e-encuesta.com)), ambas consistían en una serie de preguntas relacionadas con el tema del trabajo (las mismas se encuentran en el Anexo junto los resultados totales): una a los Propietarios de PyMEs Argentinas y la otra a Funcionarios del Sistema Financiero vinculados a las PyMEs.

A continuación los detalles de las encuestas:

#### **❖ *Propietarios PyMEs:***

Link: <http://www.e-encuesta.com/answer.do?testid=+emL2AWhc0A=>

#### **Comentarios y Detalles:**

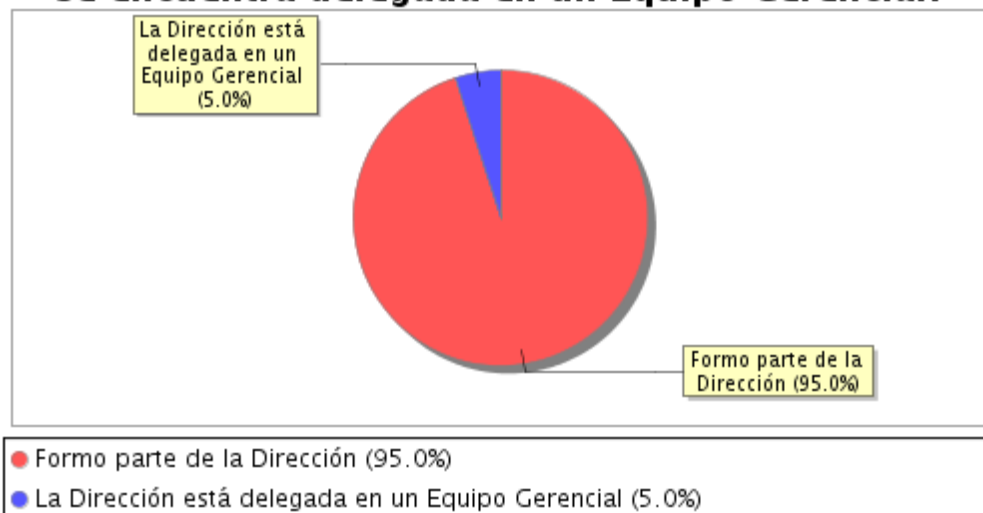
Dirigida a 20 propietarios (no a los Gerentes, solo a los dueños que pueden o no ejercer funciones de Management) de PyMEs. Si bien la muestra no abarca un número importante de PyMEs (recordando que según la SePyME hay 980.000 aprox.), entendemos que si tiene significancia dado que las PyMEs encuestadas pertenecen a los distintos sectores de la economía (Servicios, Comercio, Industria, Agro) y a su vez se encuentran distribuidas en las distintas regiones del país.

En la misma se buscó entender el rol del Propietario de la PyME y su influencia en la toma de decisiones financieras, a la vez que se indago sobre los problemas que afrontan las PyMEs y cómo las características/estrategias de cada una influyen en el acceso al crédito.

Los aspectos más relevantes que surgen de la misma son:

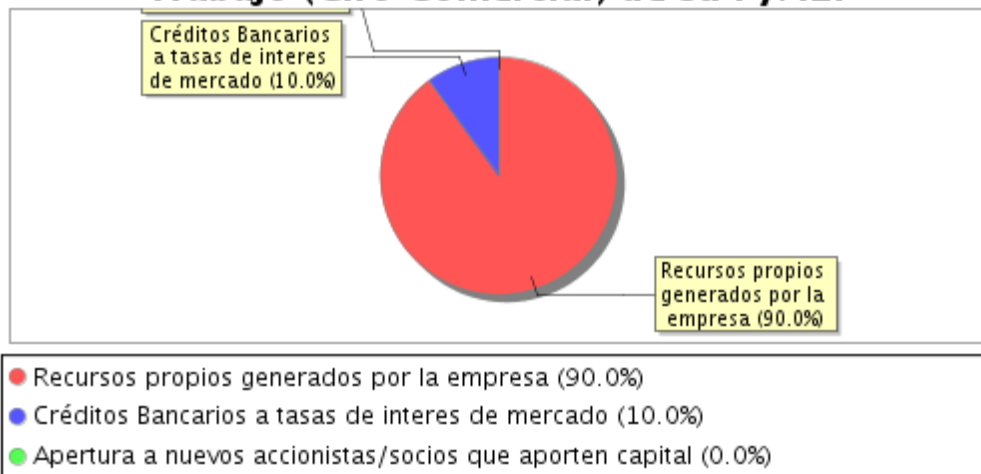
- ✓ El 65% de los encuestados tiene entre 18 y 40 años, se encuentra en línea con la gran cantidad de jóvenes emprendedores que constituyen PyMEs en los últimos años.
- ✓ Mas del 65% de los Propietarios considera que su conocimiento en Finanzas es Intermedio / Nulo.
- ✓ El 95% forma parte del Managment de la PyME.

### **Forma parte de la dirección de la PyME o la misma se encuentra delegada en un Equipo Gerencial?**



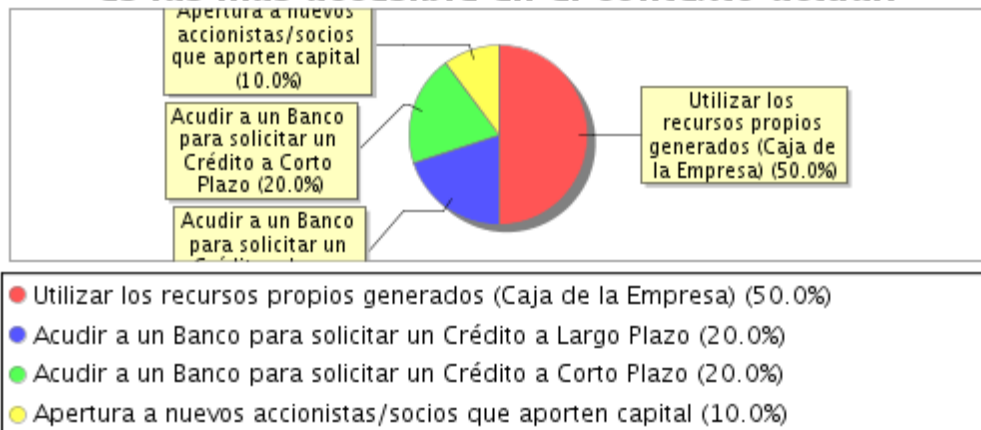
- ✓ El 35% no cuenta con Equipo Gerencial, lo cual implica que las decisiones están centralizadas en el Propietario.
- ✓ El 90% considera que para financiar el Capital de Trabajo de la empresa es conveniente utilizar los recursos propios generados.

**Según su experiencia, cuál es la opción mas adecuada para Financiar la necesidad de Capital de Trabajo (Giro Comercial) de su PyME?**



- ✓ Mientras que el 50% considera que para financiar una inversión importante también es conveniente utilizar los recursos propios generados.

**Según su experiencia, al momento de decidir como financiar una inversión para su PyME (que implique un monto considerable para la misma) que opción es las mas accesible en el contexto actual?**

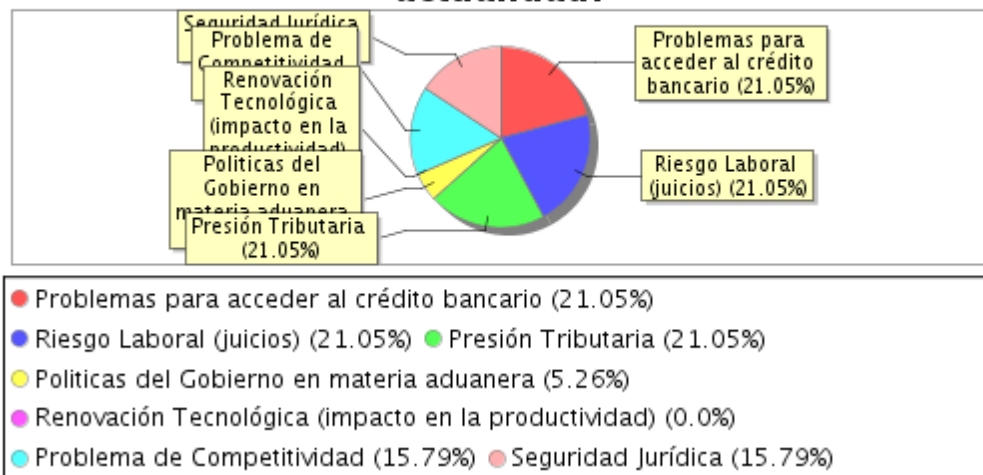


- ✓ El 80% entiende que la existencia de Activos Fijos influye positivamente al otorgamiento de un crédito a Largo Plazo.
- ✓ El 75% entiende que la diversificación de productos influye positivamente al acceso al crédito; las estrategias de diversificación y su aplicación en la EC se encuentra desarrollado en el Capítulo 3 con la Teoría de la Estrategia Empresarial de Aybar Arias, Casino Martinez y Lopez Gracia (2003), que si

bien tiene en cuenta que dichas estrategias pueden ser percibidas como una señal negativa de gestión, dada la necesidad de que las empresas consoliden fuertemente un determinado negocio antes de emprender nuevos negocios, desarrolla sus conceptos basándose en la existencia de una diversificación de negocios sólida, la cual anima a los prestamistas a financiar un proyecto ya que incrementa las posibilidades de repago. Por tal motivo un fuerte nivel de diversificación de activos o productos, estará asociado con un nivel alto de apalancamiento.

- ✓ Más del 65% de los encuestados exporta o le gustaría exportar sus productos o servicios.
- ✓ Para los encuestados los principales obstáculos que deben afrontar las PyMEs Argentinas son: 1) Acceso al Crédito Bancario. 2) Riesgo Laboral. 3) Presión Tributaria.

### Cuál consideraría Ud. que es el principal obstáculo que deben enfrentar las PyMEs Argentinas en la actualidad?



### ❖ **Funcionarios del Sistema Financiero Argentino:**

Link: <http://www.e-encuesta.com/answer.do?testid=1t2jgO0h/8o=>

Comentarios y Detalles:

Dirigida a 45 funcionarios cuyo trabajo está relacionado directamente con las PyMEs, de los siguientes Bancos: Santander, Galicia, Francés, HSBC, Macro, Patagonia, Nación, Credicoop, Ciudad y Citibank.

Las actividades de los encuestados son las siguientes:

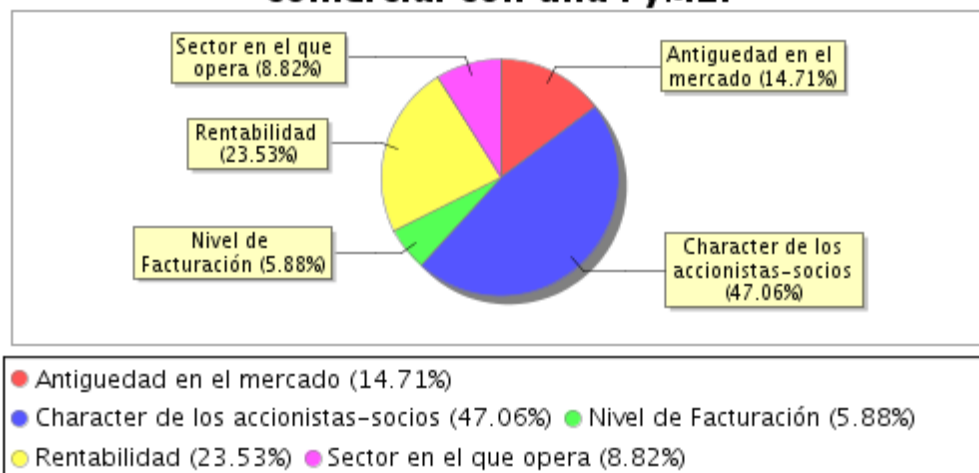
- ✓ Nivel Comercial: como Gerentes de Centro de Empresas, Gerentes de Sucursales, *Team Leaders*, Oficiales de Empresas.
- ✓ Nivel Análisis de Crédito y Riesgo: Gerentes de Crédito, Analistas Senior.
- ✓ Nivel Productos: Jefe de Producto, Analistas.

En la misma buscamos una visión contrapuesta a la de los Propietarios de las PyMEs, con preguntas a funcionarios bancarios sobre los problemas que vislumbran las PyMEs, las características que influyen positivamente para su calificación de crédito / relación comercial, etc.

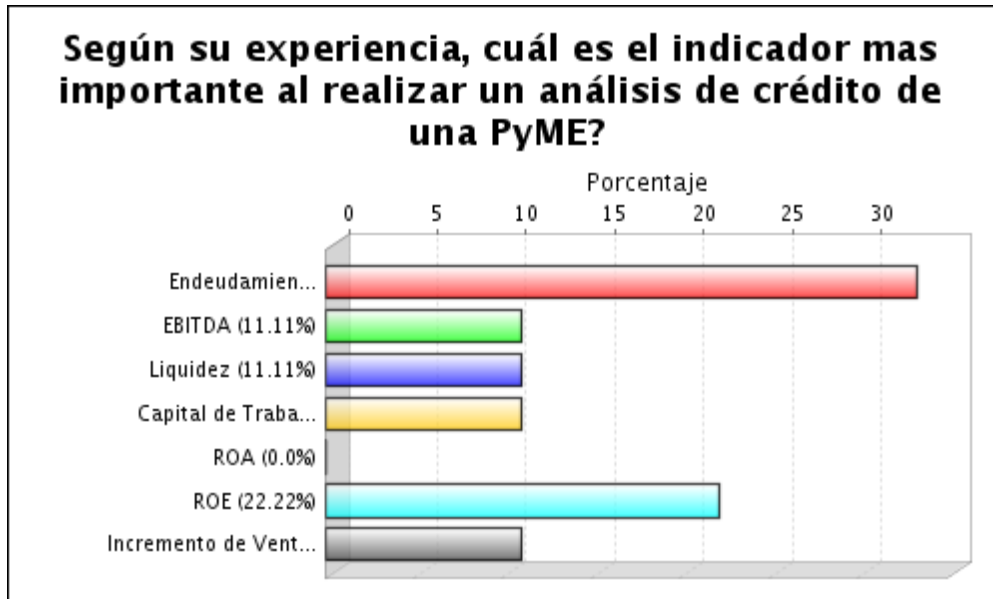
Los aspectos más relevantes que surgen de la misma son:

- ✓ Al iniciar una relación Comercial con una PyME el “Caracter de los accionistas/socios” es el aspecto más importante a considerar para más del 47% de los encuestados.

### Según su experiencia, cuál es el aspecto mas importante a tener en cuenta al iniciar una relación comercial con una PyME?

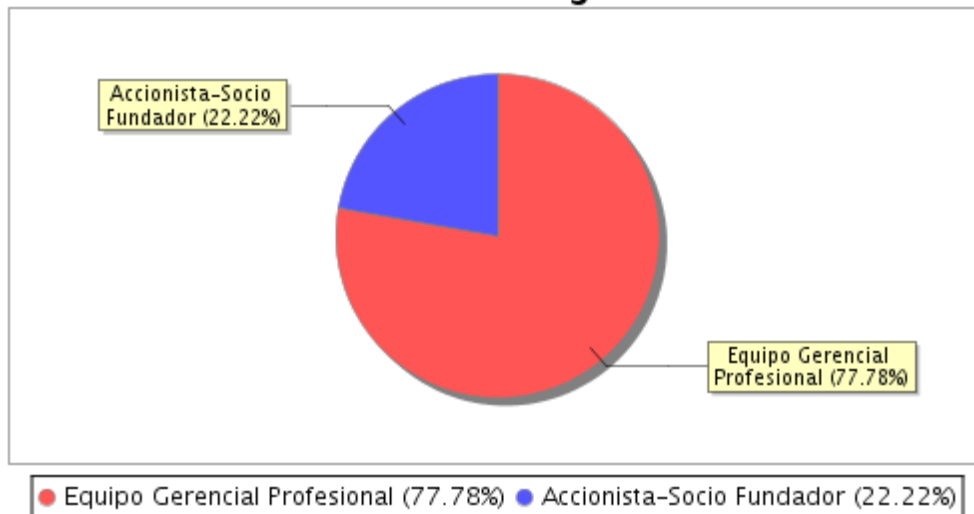


- ✓ Para más del 30% de los encuestados el “Endeudamiento” es considerado el indicador más importante al realizar un análisis de crédito.

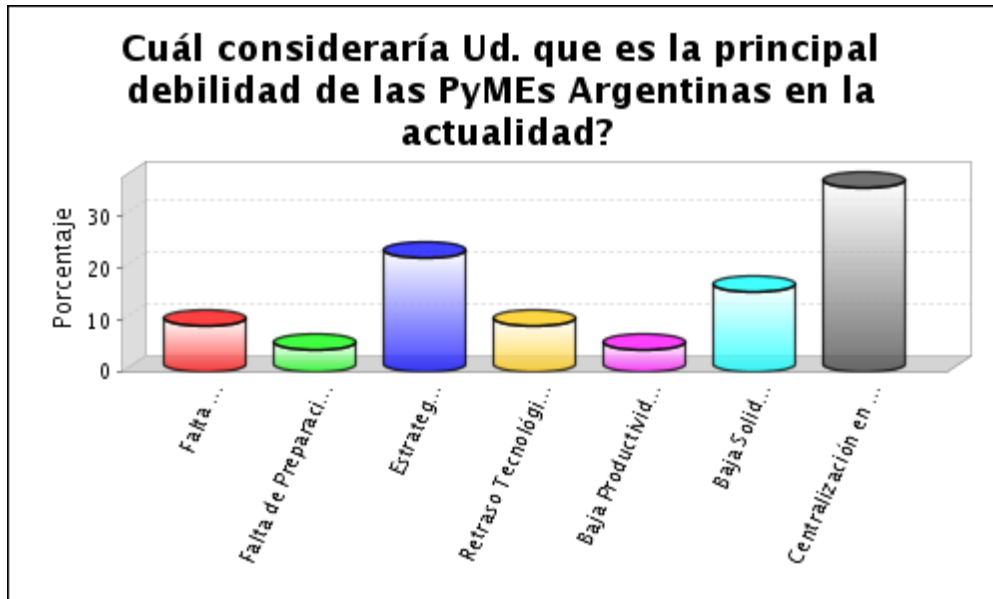


- ✓ Para más del 77% de los funcionarios bancarios la Dirección de una PyME es más eficiente a cargo de un Equipo Gerencial que de sus Accionistas/Socios.

**La Dirección de una PyME, la considera Ud. más eficiente a cargo de:**



- ✓ Para más del 35% de los encuestados la principal debilidad de las PyMEs es la “Centralización de las decisiones en el Propietario”, seguido por “Estrategia Empresarial mal definida” con el 22,22%.



- ✓ Solo la mitad de los encuestados considera que ser una PyME exportadora influye positivamente en el análisis de crédito.
- ✓ Más del 85% considera que tener Activos Fijos y tener los productos diversificados en los mercados influyen positivamente en el análisis de crédito.

## CONCLUSIONES

Porqué las PyMEs no logran la eficiencia financiera que sí tienen las GE, siendo que estas últimas son por lejos menos flexibles y se adaptan más lentamente a los cambios que las primeras.

El presente trabajo intentó exponer a lo largo de sus Capítulos, el origen de las teorías acerca de la EC y las actualizaciones / modificaciones que fueron apareciendo hasta la actualidad, con el objeto de entender qué aspectos tienen en cuenta las empresas al momento de tomar decisiones de financiación. Asimismo abordamos a las PyMEs desde su definición, características y contexto en el que operan, con el objeto de aplicar dicha Teoría a las PyMEs y así poder acercarnos a responder los distintos objetivos e hipótesis planteadas del presente trabajo: los cuales giran en torno a como la EC de las PyMEs y las decisiones de su Propietario impactan en el valor de las mismas.

La **primer hipótesis** (H1 – Principal) indicaba que la generación de mayores flujos de caja por parte de la Pyme incidirá en un menor endeudamiento de esta; **el resultado obtenido en la investigación aportaría evidencia en su favor**, ya que de las teorías modernas mas aceptadas: Estática y Jerarquía Financiera, la última es la de mayor aplicación a las PyMEs y confirma la preferencia de las empresas a acudir a los fondos generados internamente, lo que implica que aquellas empresas con mayor generación de caja incurrirían en mayor financiación interna y un menor endeudamiento. Asimismo de la encuesta surge que tanto para financiar la necesidad de Capital de Trabajo (el 90%) como para las inversiones (el 50%), los Propietarios prefieren recurrir a los recursos autogenerados por la PyME. Probablemente la decisión de recurrir a fondos propios esté sesgada por la dificultad del acceso al crédito bancario para las PyMEs, cuyo origen se encuentra en las estrictas políticas de crédito de los Bancos y debido a alguna de las principales características de las PyMEs como: asimetría de la información, centralización en la toma de decisiones por parte del propietario, falta de conocimiento en materia financiera del mismo, escaso historial

financiero, debilidad patrimonial, estrategia mal definida. Estas características hacen de las PyMEs un sujeto de crédito más riesgoso por lo que los Bancos aplican mayores *spreads*, haciendo que el endeudamiento sea más caro, desincentivando la utilización del mismo por parte de las PyMEs (círculo vicioso).

La **segunda hipótesis** (H2) mencionaba el impacto positivo para el acceso al crédito bancario de largo plazo que tiene la existencia de Activos Fijos en cabeza de la PyME, **el resultado obtenido en la investigación aportaría evidencia en su favor**; el 80% de los Propietarios encuestados entiende que la existencia de Activos Fijos influye positivamente al otorgamiento de un crédito a Largo Plazo, mientras que más del 85% de los Funcionarios del Sistema Financiero vinculado a PyMEs considera que tener Activos Fijos es condición indispensable para obtener financiación a Largo Plazo.

Asimismo la hipótesis (H2) plantea que el carácter de exportador de una PyME, permitiría obtener mayor financiación ajena, **el resultado obtenido en la investigación no aportaría evidencia en su favor**; ya que si bien en la Teoría se consideraría que las empresas con ventas en el exterior tienen un desarrollo sus operaciones y gestión más complejo que si solo operarían en el mercado local, de las encuestas tanto la de Propietarios como la de Funcionarios se vislumbra que no es una característica clave al momento del acceso al crédito bancario; solo el 50% de los Funcionarios Bancarios lo ven como un aspecto positivo y al consultarle a los Propietarios si exportan o les gustaría exportar el 35% menciona su falta de interés. Es importante destacar que las conclusiones acerca del carácter exportador de una PyME Argentina están sesgadas dado del contexto de las mismas y el Mercado Financiero Argentino donde el tipo de cambio si bien flotante, se encuentra controlado por el BCRA y la inflación real local es cada vez mayor (muy superior a la variación del tipo de cambio); las consecuencias de esta situación es una pérdida de competitividad de los productos exportables y una disminución en la rentabilidad de las PyMEs.

La **tercer hipótesis** (H3), indicaba el impacto positivo en el valor de las PyMEs de las decisiones tomadas por un Gerente Financiero profesional, a diferencia de aquellas tomadas por el Propietario de la PyME, **el resultado**

***obtenido en la investigación aportaría evidencia en su favor***; nos basamos en que todas las Teorías desarrolladas en el presente trabajo consideran como característica negativa de las PyMEs la centralización en la toma de decisiones por parte del Propietario (también manifestada como la falta de separación entre propiedad y control o *managment*). Asimismo en las encuestas visualizamos como los Funcionarios Bancarios: señalan como principal debilidad de las PyMEs la centralización en toma de decisiones, mientras que más del 77% cree que la Dirección de una PyME es más eficiente en manos de un Equipo Gerencial Profesional. Para entender la relevancia de las decisiones financieras, de la encuesta surge que más del 30% considera que el endeudamiento es el indicador más importante al realizar un análisis de crédito. Por su lado los Propietarios en su encuesta nos confirman esta característica de falta de delegación: el 95% cumple a la vez funciones de *managment*, y solo el 5% cuenta con un Equipo Gerencial de tres o más Gerentes.

Se intenta con el presente trabajo resaltar la importancia de las PyMEs como agentes económicos del país (generando empleo, valor agregado e ideas). Pero a su vez se considera que para el desarrollo de las mismas se requiere del compromiso de tres pilares claves: 1) el *Estado* con políticas, programas e instituciones que apoyen, subsidien y protejan a las PyMEs. 2) el *Sistema Financiero Privado*, cambiando sus estrategias y políticas de financiamiento a PyMEs, en búsqueda de ser más flexibles y estar más cerca de las necesidades de las mismas. 3) las *PyMEs* buscando corregir sus típicas debilidades, principalmente;

- ***La Separación de Propiedad y Managment***; resulta clave que las PyMEs cuenten con un Equipo Gerencial con división de tareas definida como financieras, administrativas, comerciales, de producción, etc. el cual reporte periódicamente al Propietario.
- ***La Transparencia en la Información***; en este aspecto se recomienda establecer manuales de procedimiento, invertir en sistemas informáticos eficientes y contar con auditores serios.
- ***Historial Crediticio***; a pesar de las dificultades para acceder al crédito bancario y que las PyMEs prefieren los recursos autogenerados a la Deuda Bancaria; aún así se debe afrontar los procesos de calificación de crédito

con los Bancos, si bien las líneas aprobadas sean insuficientes y puedan o no ser utilizadas, a través del proceso los Bancos logran conocer más de cerca el negocio y las PyMEs se benefician con el *feedback* que obtienen de los Bancos respecto a su calificación. Este conocimiento mutuo es un aspecto clave en el análisis de un requerimiento de fondos, una oportunidad de inversión o negocio importante. Recomendando que se tengan calificaciones de crédito vigentes con por lo menos dos Bancos.-

Para finalizar el trabajo intenta aportar conocimientos y recomendaciones para los Propietarios de las PyMEs Argentinas en búsqueda de que tomen decisiones adecuadas al momento de financiación, inversión y dirección del negocio, que permitan el crecimiento de la empresa y la obtención de una rentabilidad mayor a la habitual.

## BIBLIOGRAFIA

- ANG, J.S. (1991): Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *Journal of small business finance*, 1(1), 1-13.
- ANG, J.S. (1992): On the Theory of Finance for Privately Held Firms, *Journal of small business finance*, 1(3), 185-203.
- AYBAR ARIAS, C., CASINO MARTINEZ, A. y LOPEZ GRACIA, J. (2003). Estrategia y Estructura de Capital en la PYME: una aproximación empírica. *Estudio de Economía Aplicada*, 21(1), 27-52.
- BANCO MUNDIAL (1997-2000), Base de datos de Indicadores Micro Pequeñas y Medianas Empresas. <http://www.bancomundial.org/>.
- BRADLEY, M. y JARREL, G. (1984). On the existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debts markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), 613-673.
- BREALY, R. MYERS, S. y ALLEN, F. (2006). Fundamentos de Finanzas Corporativas. 8 ed. Madrid: McGraw-Hill.
- BREALY, R. y MYERS, S. (1993). Fundamentos de Financiación Empresarial. 4 ed. Madrid: McGraw-Hill.
- CHITTENDEN, F., HALL, G. y HUTCHINSON, R. (1996). Small Firma Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
- CLERI, C. (2007). *El Libro de las PyMEs*. Buenos Aires: Granica.
- DODERO, S. (2008, Agosto). *El Secreto de las Empresa Familiares Exitosas*. 2da. ed. Buenos Aires, Avellaneda: El Ateneo.
- FLANNERY, M. J. y RANGAN, K. P. (2006). Partial Adjustment toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- FREIER, María (2004, Octubre): *Garantizar Noticias*, 24.
- FUNDACION OBSERVATORIO PYME: [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar)

- JALILVAND, A. y HARRIS, R. S. (1984). Corporate Behaviour in Adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, 39(1), 127-145.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Cost and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JORDAN, J., LOWE, J. y TAYLOR, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 25(1), 1-27.
- MARSH, P. (1982). The Choice between Equity and Debt: An empirical study. *Journal of Finance*, 37(1), 121-144.
- MICHAELAS, N., CHITTENDEN, F. y POUTZIOURIS, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SME: Empirical Evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- MILLER, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958). The cost of capital corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- MYERS, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 572-592.
- MYERS, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 81-102.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. S. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions when Firms have information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- LOPEZ DUMRAUF, G. (2001). *La Estructura de Capital Óptima*. Recuperado de <http://www.cema.edu.ar/u/ql24>.
- URIEN, P. (2012, Abril 15). Los Empleados prefieren las pymes. *La Nación, Economía & Negocios*, p.9.
- PETERSEN, M. y RAJAN, R. (1997). The Effect of the Credit Market Competition on lending Relationships. *Quarterly Journal of Economics*, 407-443
- TAGGART JR., R. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *Journal of Finance*, 32(5), 1467-1484.

-VAN HORNE, J. C. (1997). *Administración Financiera*. 10º ed. Naucalpan de Juarez: Pearson Educación.

-WATSON, R. y 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(3-4), 557-578.

-[www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)

-[www.merval.sba.com.ar](http://www.merval.sba.com.ar)

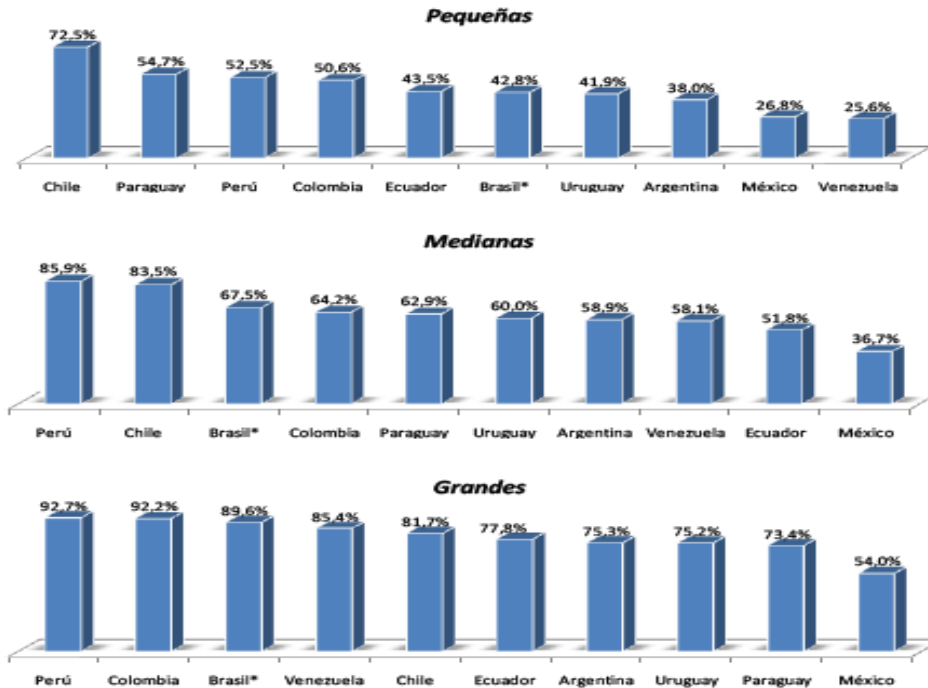
-[www.sepyme.gob.ar](http://www.sepyme.gob.ar)

-[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

## ANEXOS

### Gráfico N° 9:

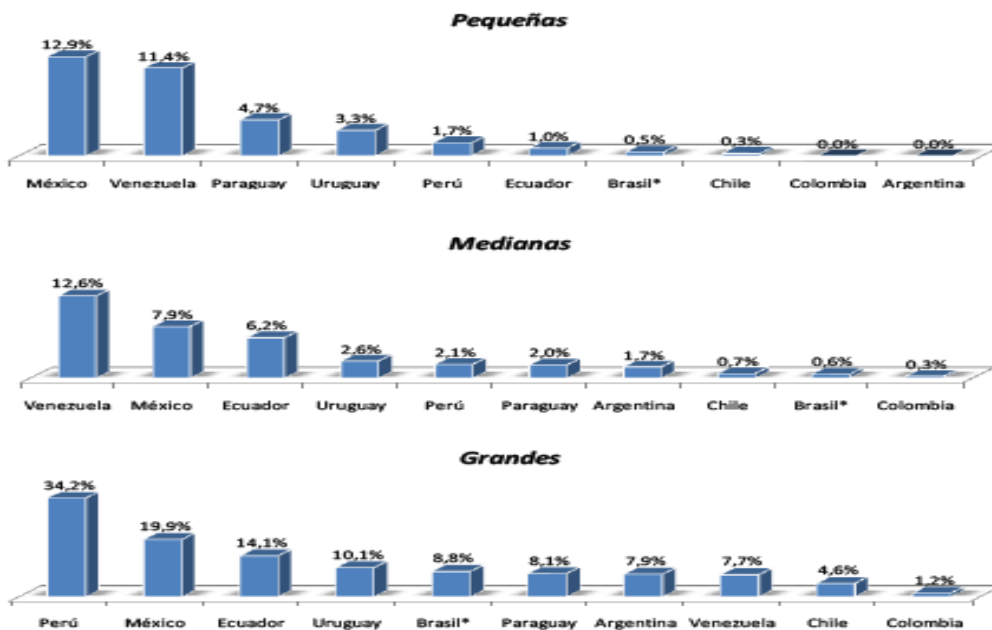
**Empresas con préstamos bancarios o líneas de crédito (2010)**  
Porcentaje del total de empresas



\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.  
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

### Gráfico N° 10:

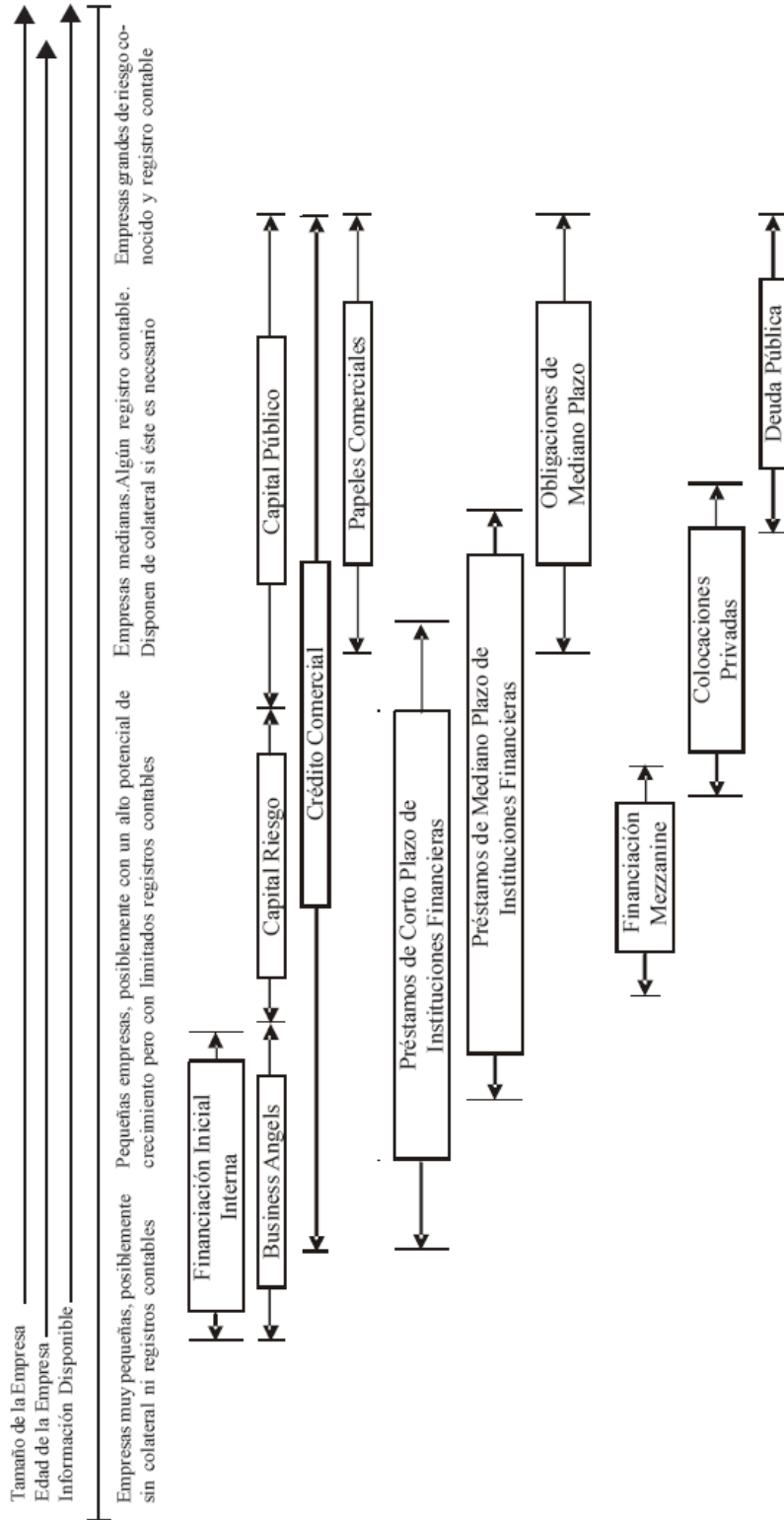
**Empresas que son sociedades anónimas y cotizan en bolsa (2010)**  
Porcentaje del total de empresas



\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.  
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

**Gráfico N° 11:**

**El Ciclo del Crecimiento Financiero de la Empresa**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de BERGER, ALLEN N.; y UDELL, GREGORY F. 1998. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 22. N° 6-8. Agosto 1998. Amsterdam, Holanda. p. 623.

**ENCUESTAS:****1) ENCUESTA A PROPIETARIOS PyMEs:****1.Cuál es su Edad?**

	<b>Porcentaje</b>	<b>Respuestas totales</b>
18 a 30 años	25%	5
31 a 40 años	40%	8
41 a 50 años	25%	5
51 a 60 años	5%	1
Más de 60 años	5%	1
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**2. Desde hace cuanto tiempo es Accionista/Socio Propietario de su PyME?**

	<b>Porcentaje</b>	<b>Respuestas totales</b>
Hace menos de 1 año	5%	1
De 1 a 5 años	15%	3
De 5 a 10 años	35%	7
Más de 10 años	45%	9
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**3. Como considera Ud. sus conocimientos en materia Financiera:**

	<b>Porcentaje</b>	<b>Respuestas totales</b>
Experto	0%	0
Avanzado	35%	7
Intermedio	50%	10
Escaso	15%	3

Nulo 0%

**Total Respondentes 20**

#### 4. Forma parte de la dirección de la PyME o la misma se encuentra delegada en un Equipo Gerencial?

	Porcentaje	Respuestas totales
Formo parte de la Dirección	95%	19
La Dirección está delegada en un Equipo Gerencial	5%	1
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

#### 5. Cada cuanto tiempo Ud. se reúne con el Equipo Gerencial?

	Porcentaje	Respuestas totales
Una vez por semana	100%	1
Cada 15 días	0%	0
Una vez por mes	0%	0
Cada 3 meses	0%	0
<b>Total Respondentes</b>		<b>1</b>

#### 6. Con cuantos Gerentes cuenta la Estructura Administrativa de su Empresa?

	Porcentaje	Respuestas totales
Gte Comercial + Gte Administrativo + Gte Financiero (o más)	5%	1
Gte Comercial + Gte Financiero	15%	3
Gte Comercial + Gte Administrativo	25%	5
Solo Gte Financiero	5%	1
Solo Gte Administrativo	0%	0

Solo Gte Comercial	15%	3
No cuento con Gerentes	35%	7
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**7. Según su experiencia, cuál es la opción más adecuada para Financiar la necesidad de Capital de Trabajo (Giro Comercial) de su PyME?**

	Porcentaje	Respuestas totales
Recursos propios generados por la empresa	90%	18
Créditos Bancarios a tasas de interés de mercado	10%	2
Apertura a nuevos accionistas/socios que aporten capital	0%	0
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**8. Según su experiencia, al momento de decidir cómo financiar una inversión para su PyME (que implique un monto considerable para la misma) que opción es la más accesible en el contexto actual?**

	Porcentaje	Respuestas totales
Utilizar los recursos propios generados (Caja de la Empresa)	50%	10
Acudir a un Banco para solicitar un Crédito a Largo Plazo	20%	4
Acudir a un Banco para solicitar un Crédito a Corto Plazo	20%	4
Apertura a nuevos accionistas/socios que aporten capital	10%	2
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**9. Al momento de enfrentar un análisis por un Crédito a Largo Plazo como entiende Ud. que los Bancos consideran la existencia de Activos Fijos (Inmuebles, Máquinas, Vehículos) en la empresa.**

Porcentaje	Respuestas totales
------------	-----------------------

Muy Importante	15%	3
Importante	45%	9
Suma positivamente al análisis	20%	4
No lo ven importante	10%	2
Ni lo consideran	10%	2
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**10. Considera Ud. que al tener productos o servicios que se comercializan en distintos mercados (mitigando así el riesgo sectorial de la PyME en su conjunto) tendría un mayor acceso al crédito en el sistema financiero?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	75%	15
NO	25%	5
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**11. Considera Ud. que las PyMEs en Argentina tienen acceso a financiarse a través del Mercado de Capitales (Bolsa de Comercio)?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	10%	2
NO	90%	18
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

**12. Conoce Ud. los Programas/Políticas del Estado para las PyMEs (como lo de la SePyME, Ministerio de Producción, Economía, Desarrollo Social, Agricultura, Gandería y Pesca)?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	45%	9
NO	55%	11

**Total Respondentes 20**

**13. Que probabilidad le asigna Ud. al acceso de su PyME a uno de los Programas/Políticas del Estado donde los beneficios serían tasa de Interés subsidiada y plazos superiores a 48 meses? Siendo 1) Casi Imposible, 2) Poco Probable 3) Probable 4) Muy Probable y 5) Seguro**

1	2	3	4	5	Media Aritmética
15% (3)	35% (7)	45% (9)	5% (1)	0% (0)	2,4
<b>Total Respondentes</b>					<b>20</b>

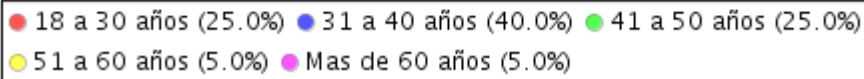
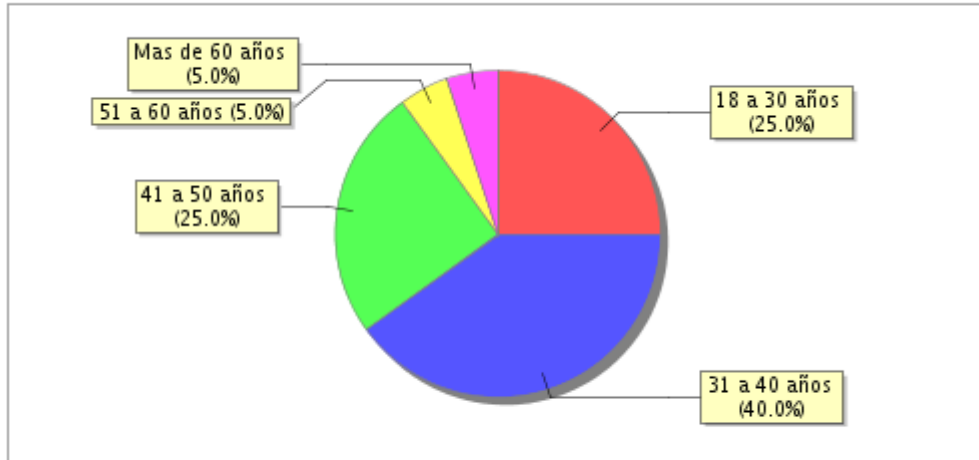
**14. Exporta o le gustaría exportar sus productos, bienes o servicios?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	65%	13
NO	35%	7
<b>Total Respondentes</b>		<b>20</b>

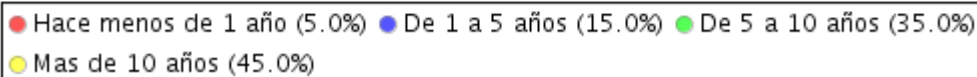
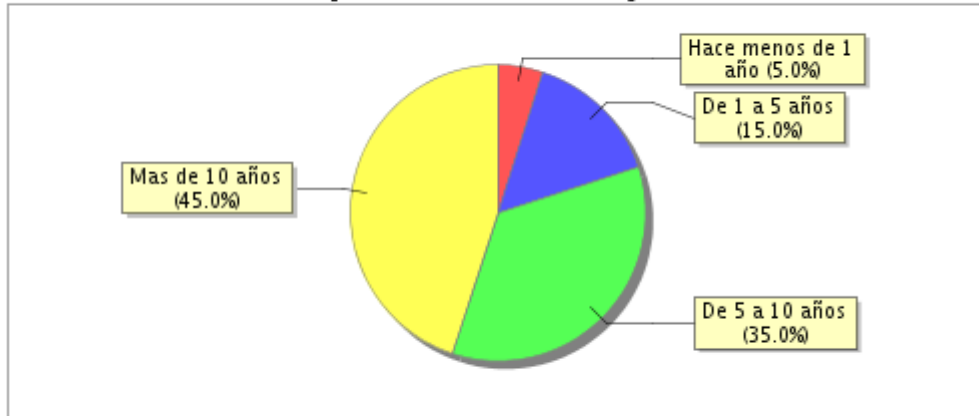
**15.Cuál consideraría Ud. que es el principal obstáculo que deben enfrentar las PyMEs Argentinas en la actualidad?**

	Porcentaje	Respuestas totales
Problemas para acceder al crédito bancario	21,05%	4
Riesgo Laboral (juicios)	21,05%	4
Presión Tributaria	21,05%	4
Políticas del Gobierno en materia aduanera	5,26%	1
Renovación Tecnológica (impacto en la productividad)	0%	0
Problema de Competitividad	15,79%	3
Seguridad Jurídica	15,79%	3
<b>Total Respondentes</b>		<b>19</b>

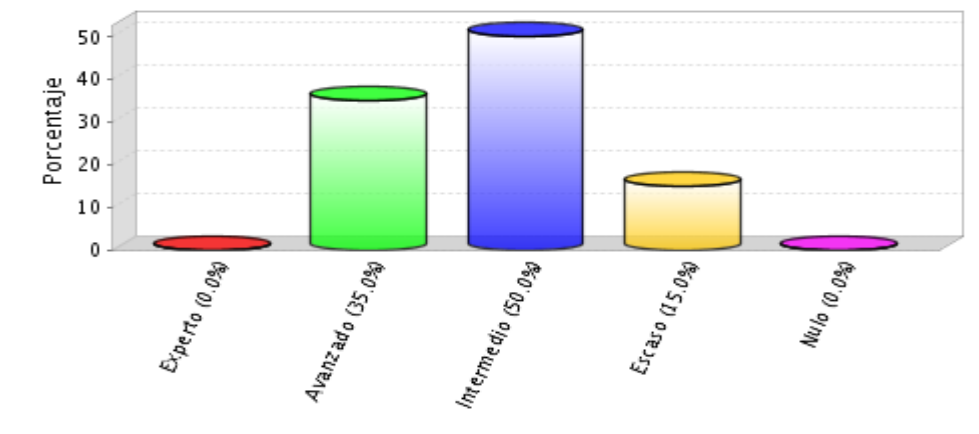
### Cuál es su Edad?



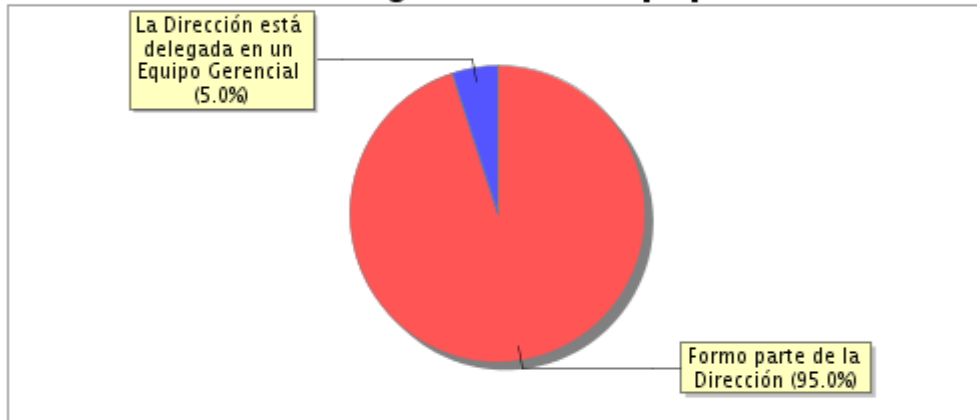
### Desde hace cuanto tiempo es Accionista/Socio Propietario de su PyME?



### Como considera Ud. sus conocimientos en materia Financiera:

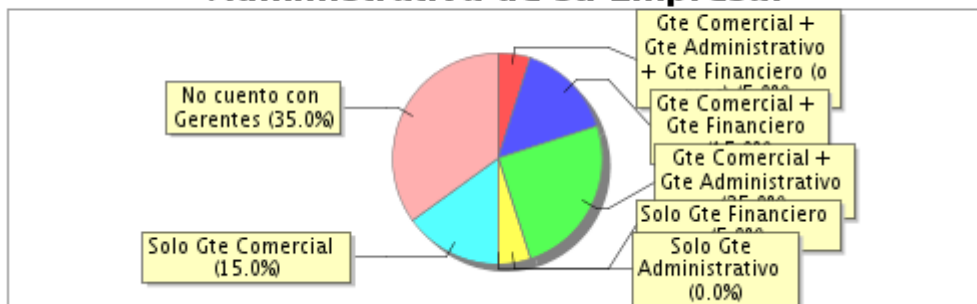


### Forma parte de la dirección de la PyME o la misma se encuentra delegada en un Equipo Gerencial?



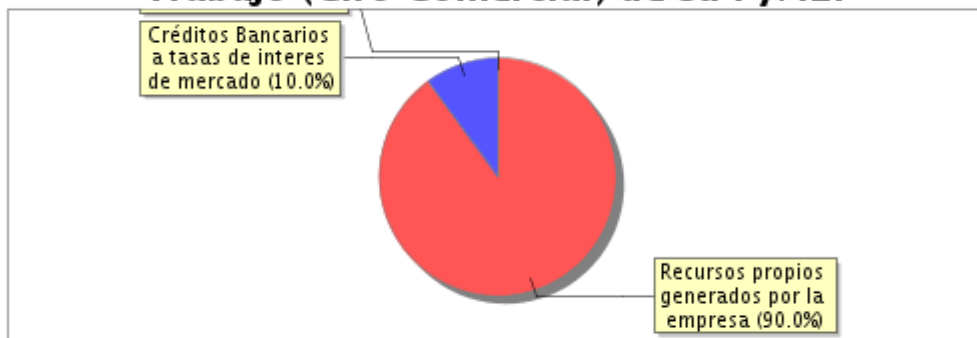
- Formo parte de la Dirección (95.0%)
- La Dirección está delegada en un Equipo Gerencial (5.0%)

### Con cuántos Gerentes cuenta la Estructura Administrativa de su Empresa?



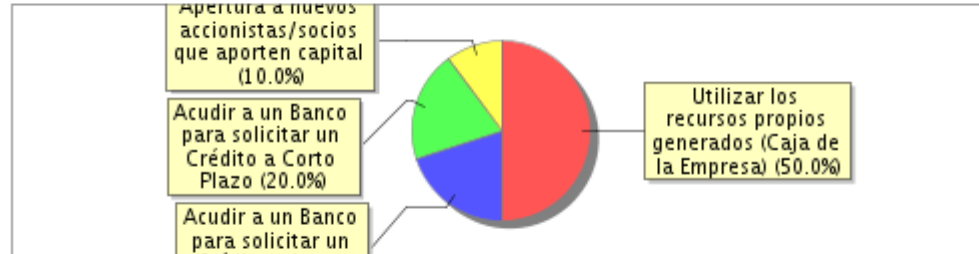
- Gte Comercial + Gte Administrativo + Gte Financiero (o mas) (5.0%)
- Gte Comercial + Gte Financiero (15.0%)
- Gte Comercial + Gte Administrativo (25.0%)
- Solo Gte Financiero (5.0%)
- Solo Gte Administrativo (0.0%)
- Solo Gte Comercial (15.0%)
- No cuento con Gerentes (35.0%)

### Según su experiencia, cuál es la opción mas adecuada para Financiar la necesidad de Capital de Trabajo (Giro Comercial) de su PyME?



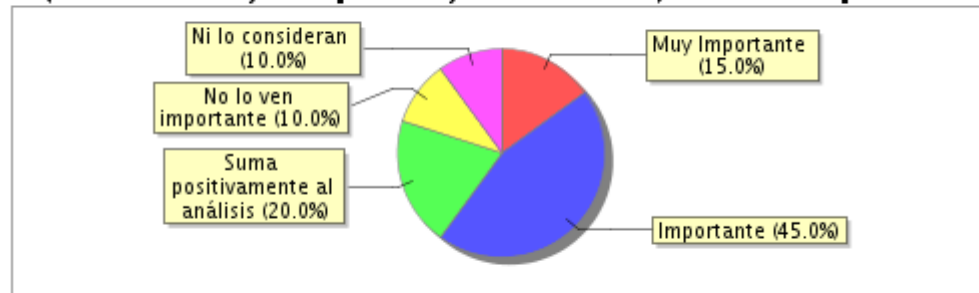
- Recursos propios generados por la empresa (90.0%)
- Créditos Bancarios a tasas de interes de mercado (10.0%)
- Apertura a nuevos accionistas/socios que aporten capital (0.0%)

**Según su experiencia, al momento de decidir como financiar una inversión para su PyME (que implique un monto considerable para la misma) que opción es la mas accesible en el contexto actual?**



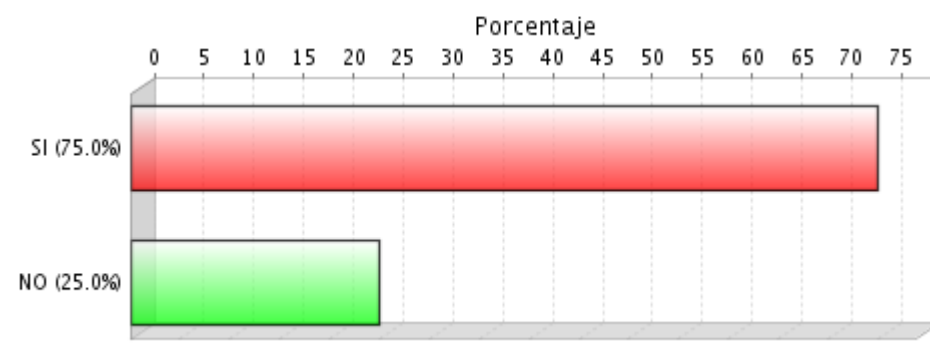
- Utilizar los recursos propios generados (Caja de la Empresa) (50.0%)
- Acudir a un Banco para solicitar un Crédito a Largo Plazo (20.0%)
- Acudir a un Banco para solicitar un Crédito a Corto Plazo (20.0%)
- Apertura a nuevos accionistas/socios que aporten capital (10.0%)

**Al momento de enfrentar un análisis por un Crédito a Largo Plazo como entiende Ud. que los Bancos consideran la existencia de Activos Fijos (Inmuebles, Máquinas, Vehículos) en la empresa.**

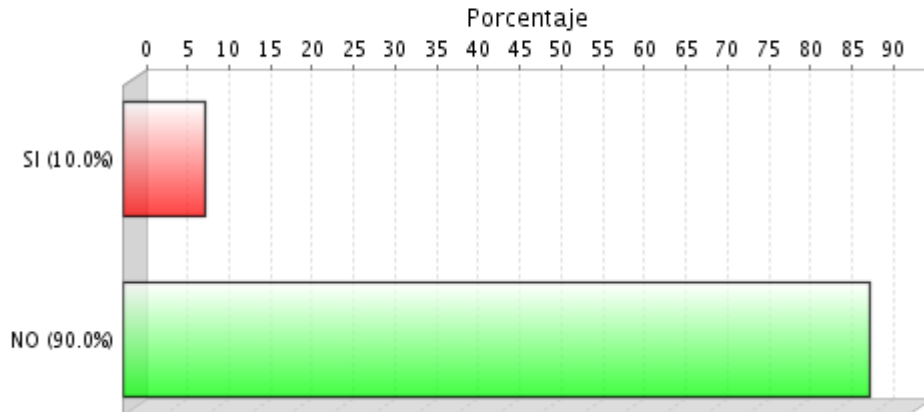


- Muy Importante (15.0%) ● Importante (45.0%)
- Suma positivamente al análisis (20.0%) ● No lo ven importante (10.0%)
- Ni lo consideran (10.0%)

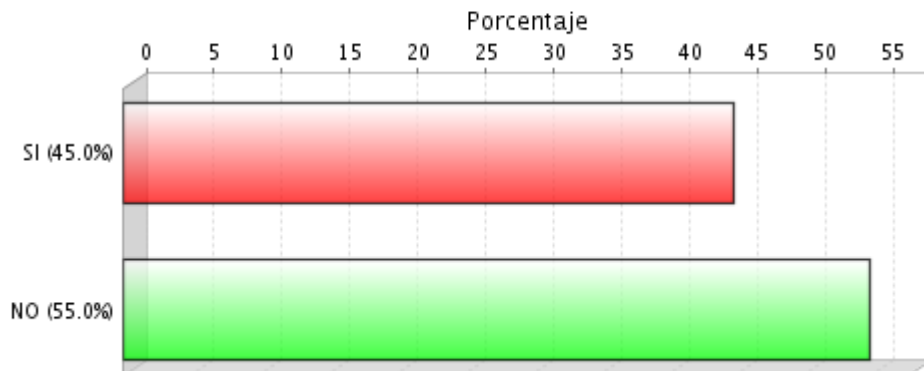
**Considera Ud. que al tener productos o servicios que se comercializan en distintos mercados (mitigando así el riesgo sectorial de la PyME en su conjunto) tendría un mayor acceso al crédito en el sistema financiero?**



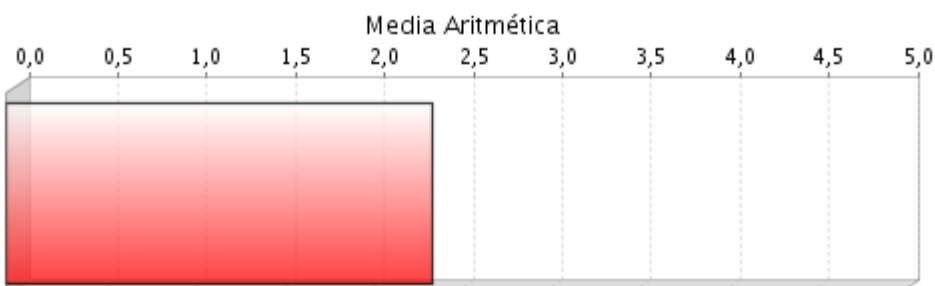
**Considera Ud. que las PyMEs en Argentina tienen acceso a financiarse a través del Mercado de Capitales (Bolsa de Comercio)?**

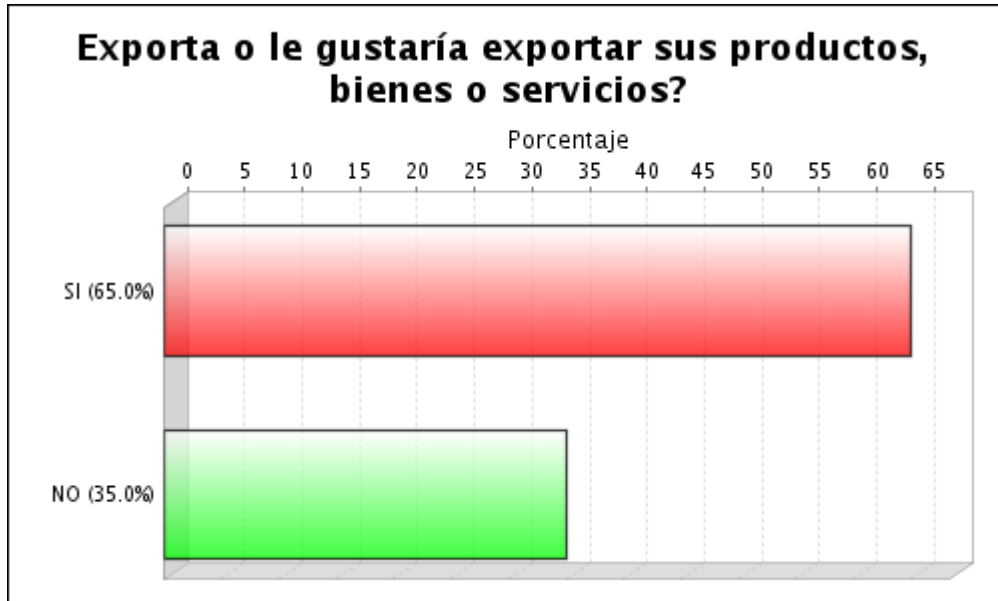


**Conoce Ud. los Programas/Políticas del Estado para las PyMEs (como lo de la SePyME, Ministerio de Producción, Economía, Desarrollo Social, Agricultura, Gandería y Pesca)?**

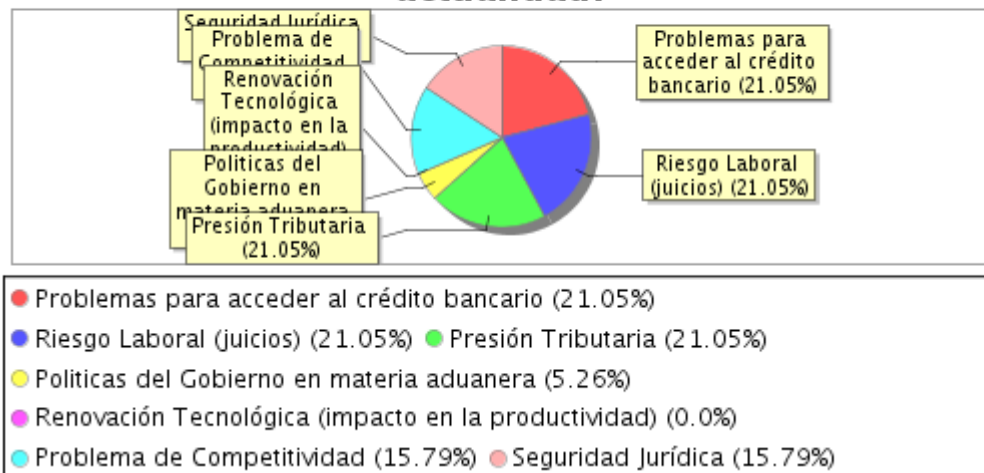


**Que probabilidad le asigna Ud. al acceso de su PyME a uno de los Programas/Políticas del Estado donde los beneficios sería tasa de Interés subsidiada y plazos superiores a 48 meses? Siendo 1) Casi Imposible, 2) Poco Probable 3) Probable 4) Muy Probable y 5) Seguro**





### Cuál consideraría Ud. que es el principal obstáculo que deben enfrentar las PyMEs Argentinas en la actualidad?



## 2) ENCUESTA A FUNCIONARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO ARG.:

### Funcionarios del Sistema Financiero Argentino

#### 1. Cuál es su edad?

	Porcentaje	Respuestas totales
de 18 a 30 años	40%	18
de 31 a 40 años	44,44%	20

de 41 a 50 años	13,33%	6
mas 51 años en	2,22%	1
<b>Total Respondentes</b>		<b>45</b>

## 2. Desde que sector del Sistema Financiero se relaciona con las PyMEs?

	Porcentaje	Respuestas totales
Comercial	73,33%	33
Análisis de Crédito y Riesgo	17,78%	8
Desarrollo de Productos para PyMEs	4,44%	2
Mercado de Capitales/Banca Corporativa	4,44%	2
<b>Total Respondentes</b>		<b>45</b>

## 3. Según su experiencia, cuál es el indicador más importante al realizar un análisis de crédito de una PyME? *Pregunta Oculta de la Pregunta 2 para Análisis de Crédito y Riesgo, y Productos PyMEs.*

	Porcentaje	Respuestas totales
Endeudamiento	33,33%	3
EBITDA	11,11%	1
Liquidez	11,11%	1
Capital de Trabajo	11,11%	1
ROA	0%	0
ROE	22,22%	2
Incremento de Ventas	11,11%	1
<b>Total Respondentes</b>		<b>9</b>

## 4. Según su experiencia, cuál es el aspecto más importante a tener en cuenta al iniciar una relación comercial con una PyME? *Pregunta Oculta de la Pregunta 2 para Comercial.*

	Porcentaje	Respuestas totales
Antigüedad en el mercado	14,71%	5
Carácter de los accionistas-socios	47,06%	16
Nivel de Facturación	5,88%	2
Rentabilidad	23,53%	8
Sector en el que opera	8,82%	3
<b>Total Respondentes</b>		<b>34</b>

**5. Según su experiencia, cual es el nivel de relación de las PyMEs con el Mercado de Capitales** *Pregunta Oculta de la Pregunta 2 para Mercado de Capitales / Banca Corporativa.*

	Porcentaje	Respuestas totales
Bajo	100%	2
Medio	0%	0
Alto	0%	0
<b>Total Respondentes</b>		<b>2</b>

**6. La Dirección de una PyME, la considera Ud. más eficiente a cargo de:**

	Porcentaje	Respuestas totales
Equipo Gerencial Profesional	77,78%	35
Accionista-Socio Fundador	22,22%	10
<b>Total Respondentes</b>		<b>45</b>

**7. Cómo considera Ud. a nivel general, la calidad de las decisiones financieras cuando el Management se encuentra a cargo del Accionista-Socio Propietario de la PyME: siendo 1) Excelente 2) Muy Buenas 3) Buenas 4) Pobres 5) Incorrectas**

1	2	3	4	5	Media Aritmética
0% (0)	15,56% (7)	68,89% (31)	15,56% (7)	0% (0)	3
<b>Total Respondentes</b>					<b>45</b>

**8. Cómo considera Ud. a nivel general, la calidad de las decisiones financieras cuando el Management se encuentra a cargo de un Equipo Gerencial Profesional: siendo 1) Excelente 2) Muy Buenas 3) Buenas 4) Pobres 5) Incorrectas**

1	2	3	4	5	Media Aritmética
6,67% (3)	71,11% (32)	17,78% (8)	2,22% (1)	2,22% (1)	2,22
<b>Total Respondentes</b>					<b>45</b>

**9. Cuál consideraría Ud. que es la principal debilidad de las PyMEs Argentinas en la actualidad?**

	Porcentaje	Respuestas totales
Falta de Transparencia en la Información	8,89%	4
Falta de Preparación de los Empleados	4,44%	2
Estrategia Empresarial mal definida	22,22%	10
Retraso Tecnológico	8,89%	4
Baja Productividad	4,44%	2
Baja Solidez Patrimonial	15,56%	7
Centralización en la Toma de Decisiones del Propietario	35,56%	16
<b>Total Respondentes</b>		<b>45</b>

**10. Considera Ud., dado el contexto actual (con tipo de cambio semi fijo y costos laborales crecientes), que la PyME Exportadora cuenta con ventaja sobre las que no exportan, al momento de realizar un análisis de crédito?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	51,11%	23
NO	48,89%	22

**Total Respondentes 45**

**11. Considera Ud., que aquellas PyMEs que tiene sus productos diversificados en mercados diferentes, cuentan con ventaja sobre las que no los tienen, al momento de realizar una análisis de crédito?**

	Porcentaje	Respuestas totales
SI	86,67%	39
NO	13,33%	6

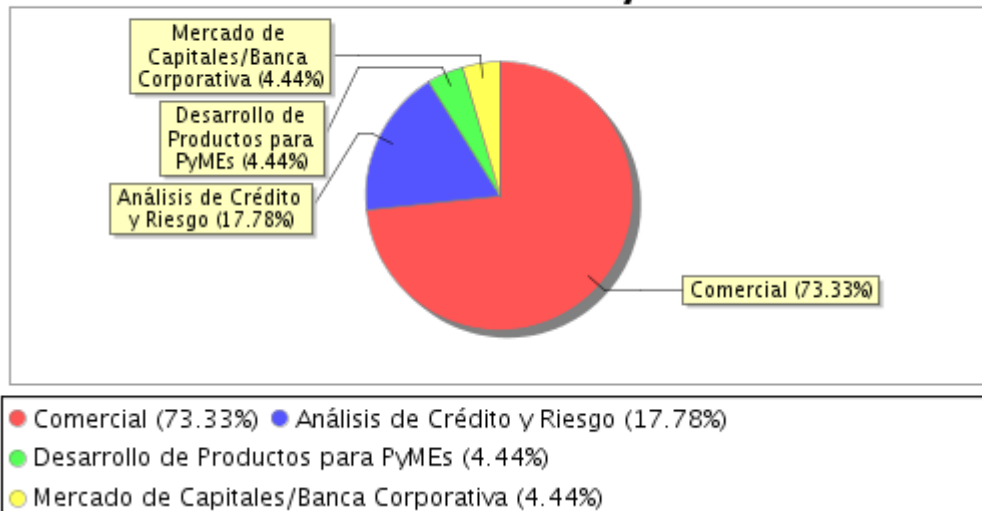
**Total Respondentes 45**

**12. Considera Ud., que la existencia de Activos Fijos (inmuebles, Máquinas) en los Balances de las PyMEs, es una ventaja a favor al momento de analizar un Crédito Bancario a Largo Plazo?**

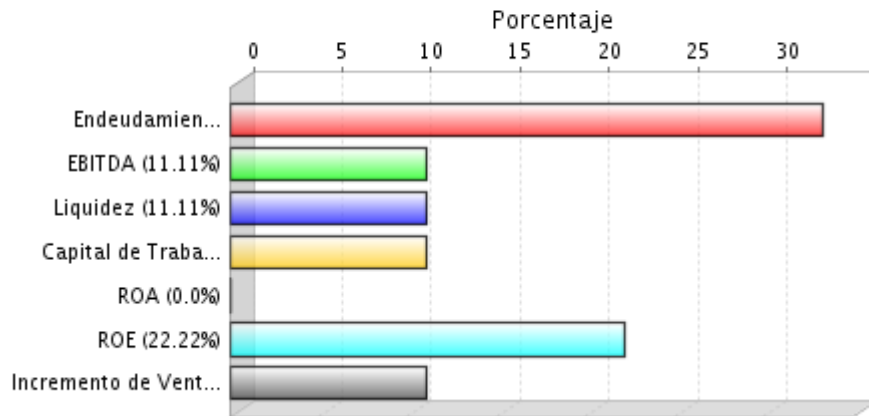
	Porcentaje	Respuestas totales
SI	88,89%	40
NO	11,11%	5

**Total Respondentes 45**

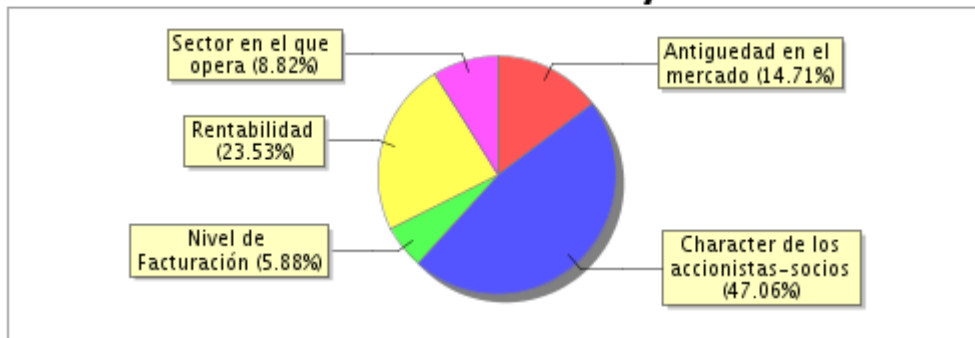
**Desde que sector del Sistema Financiero se relaciona con las PyMEs?**



### Según su experiencia, cuál es el indicador mas importante al realizar un análisis de crédito de una PyME?

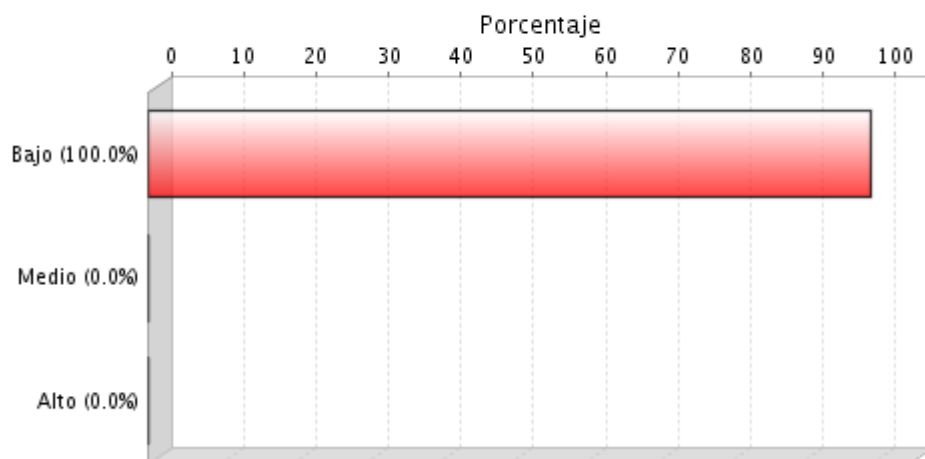


### Según su experiencia, cuál es el aspecto mas importante a tener en cuenta al iniciar una relación comercial con una PyME?

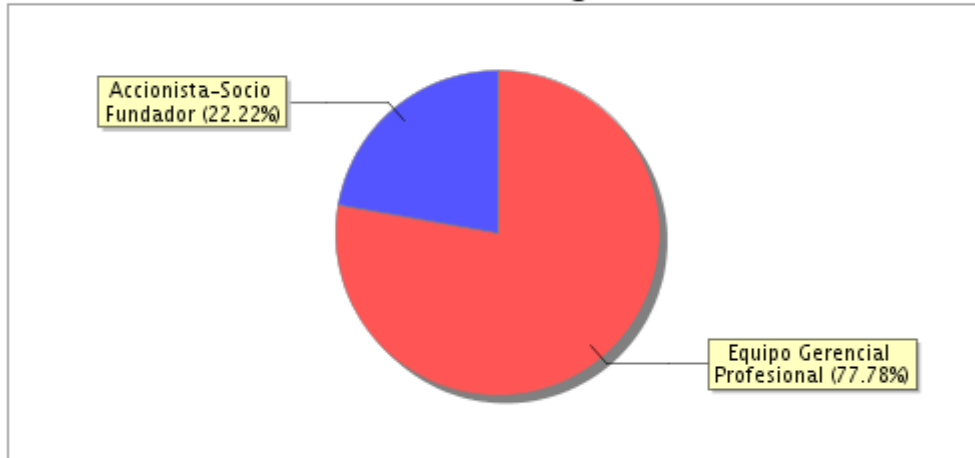


- Antigüedad en el mercado (14.71%)
- Carácter de los accionistas-socios (47.06%)
- Nivel de Facturación (5.88%)
- Rentabilidad (23.53%)
- Sector en el que opera (8.82%)

### Según su experiencia, cual es el nivel de relación de las PyMEs con el Mercado de Capitales

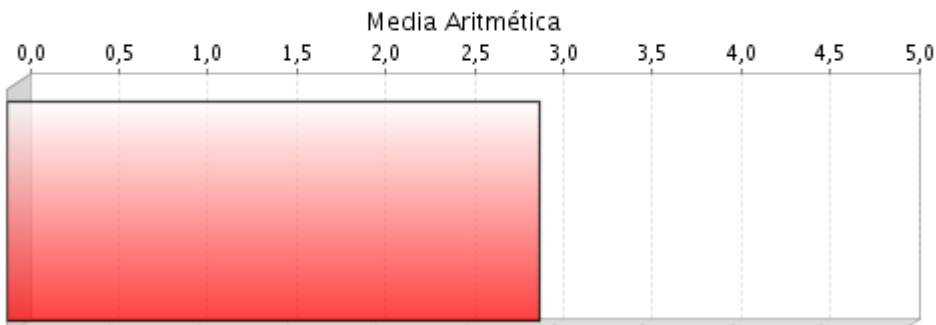


**La Dirección de una PyME, la considera Ud. mas eficiente a cargo de:**

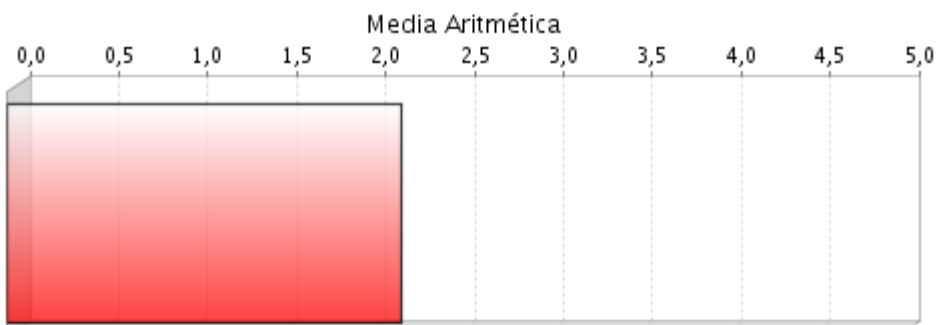


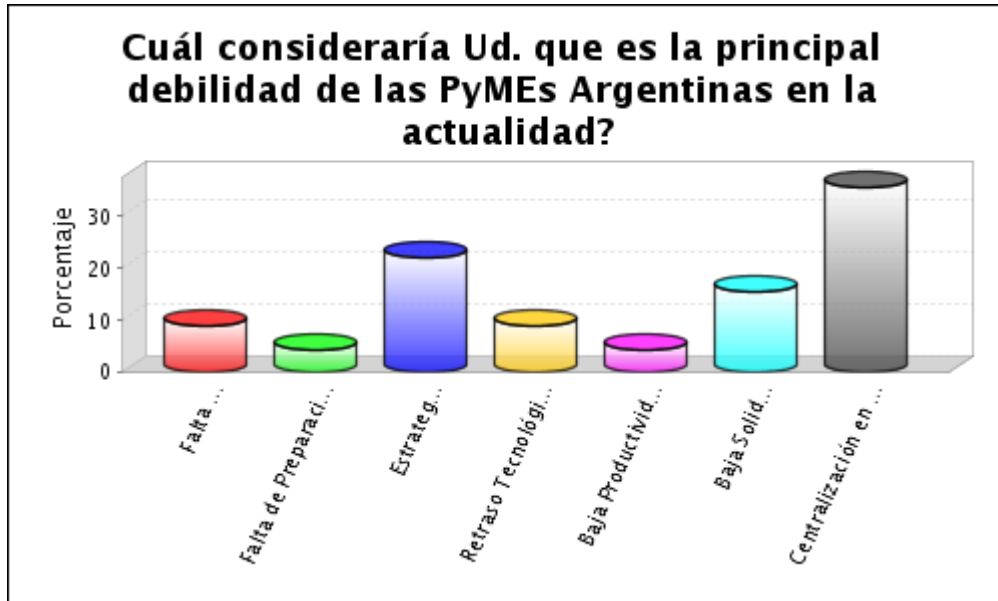
● Equipo Gerencial Profesional (77.78%) ● Accionista-Socio Fundador (22.22%)

**Cómo considera Ud. a nivel general, la calidad de las decisiones financieras cuando el Management se encuentra a cargo del Accionista-Socio Propietario de la PyME: siendo 1) Excelente 2) Muy Buenas 3) Buenas 4) Pobres 5) Incorrectas**

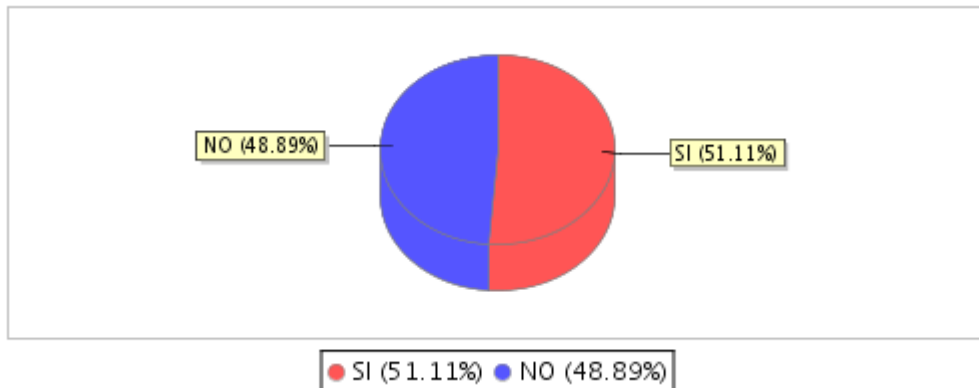


**Cómo considera Ud. a nivel general, la calidad de las decisiones financieras cuando el Management se encuentra a cargo de un Equipo Gerencial Profesional: siendo 1) Excelente 2) Muy Buenas 3) Buenas 4) Pobres 5) Incorrectas**

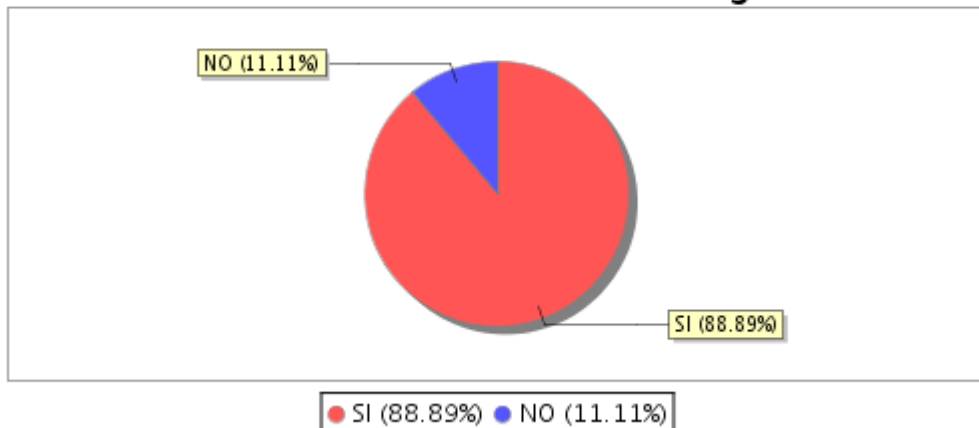




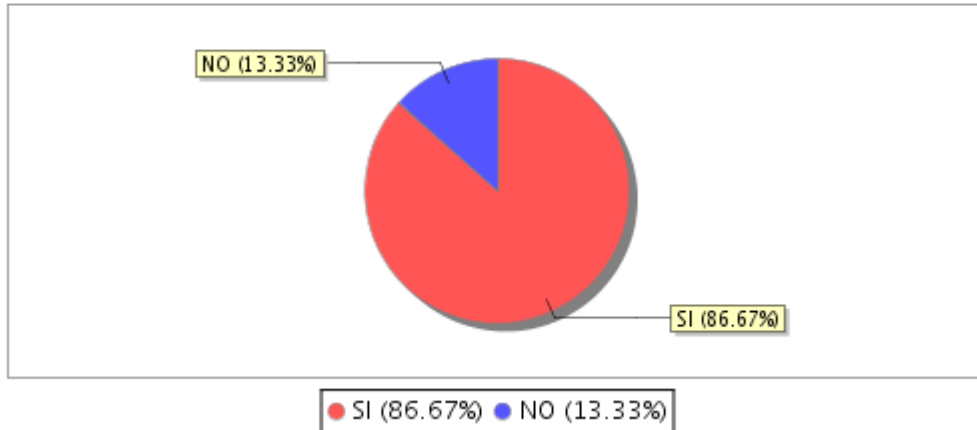
**Considera Ud., dado el contexto actual (con tipo de cambio semi fijo y costos laborales crecientes), que la PyME Exportadora cuenta con ventaja sobre las que no exportan, al momento de realizar un análisis de crédito?**



**Considera Ud., que la existencia de Activos Fijos (inmuebles, Máquinas) en los Balances de las PyMEs, es una ventaja a favor al momento de analizar un Crédito Bancario a Largo Plazo?**



**Considera Ud., que aquellas PyMEs que tiene sus productos diversificados en mercados diferentes, cuentan con ventaja sobre las que no los tienen, al momento de realizar una análisis de crédito?**

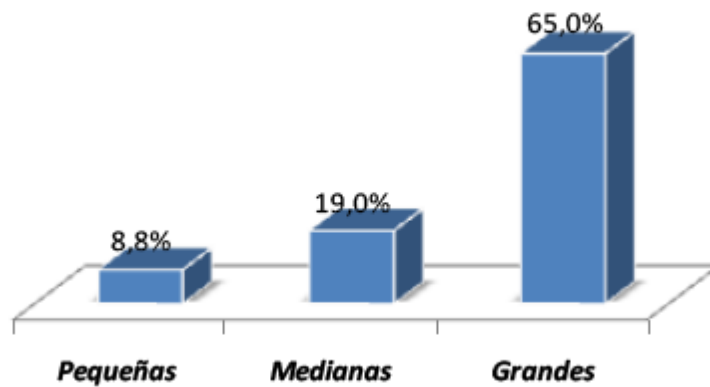


**Otros Gráficos de Interés:**

Los mismos son tomados de [ieralpyme.org](http://ieralpyme.org), y se basan en información del Banco Mundial del año 2010.

**Empresas argentinas con certificación reconocida internacionalmente (2010)**

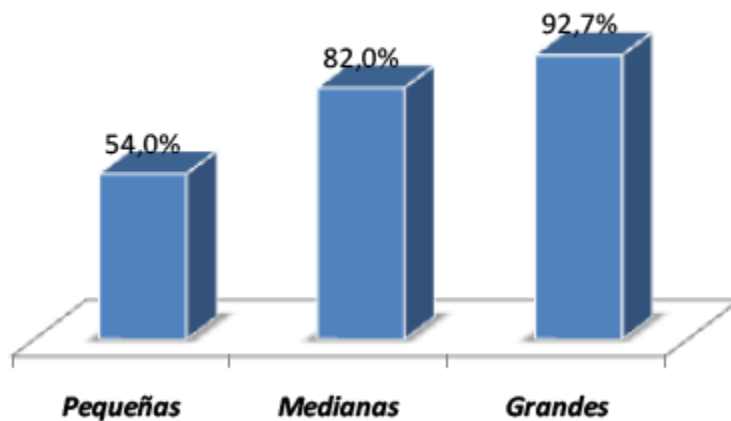
Porcentaje del total de empresas



Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

**Empresas argentinas que utilizan su propio sitio web (2010)**

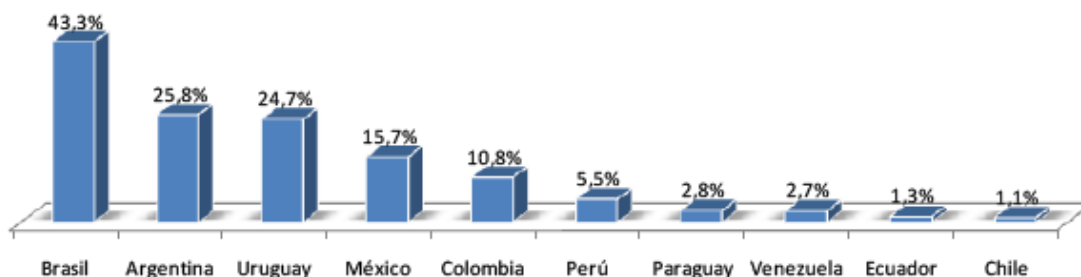
Porcentaje del total de empresas



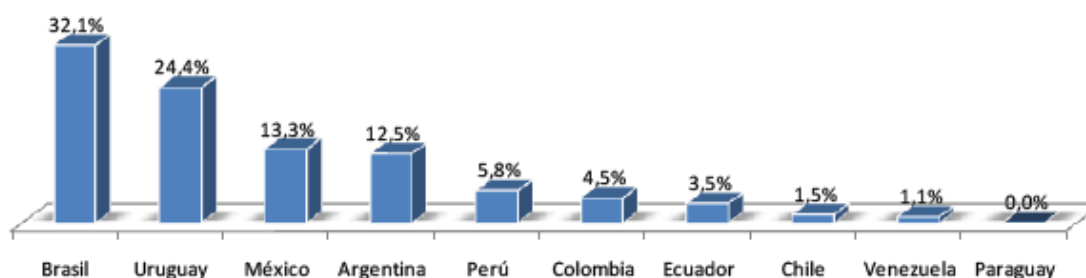
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

**Administración impositiva (2010)**  
Porcentaje de empresas que lo señalan como obstáculo

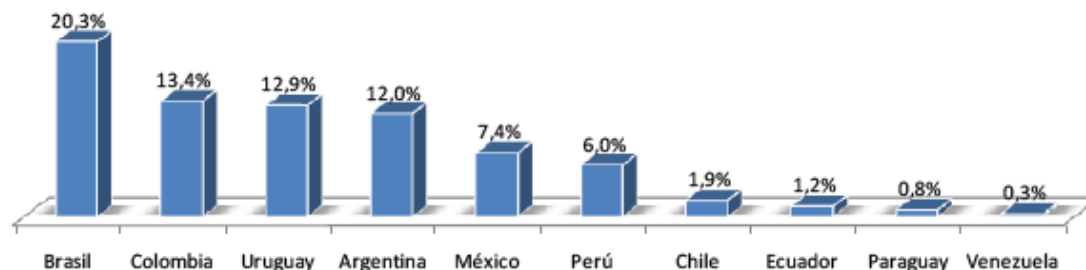
**Pequeñas**



**Medianas**



**Grandes**

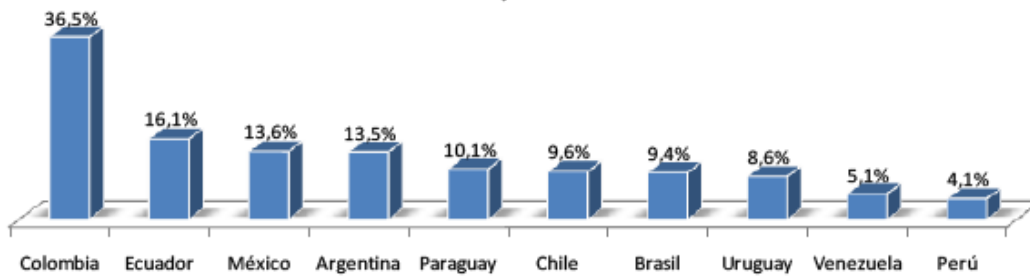


\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.

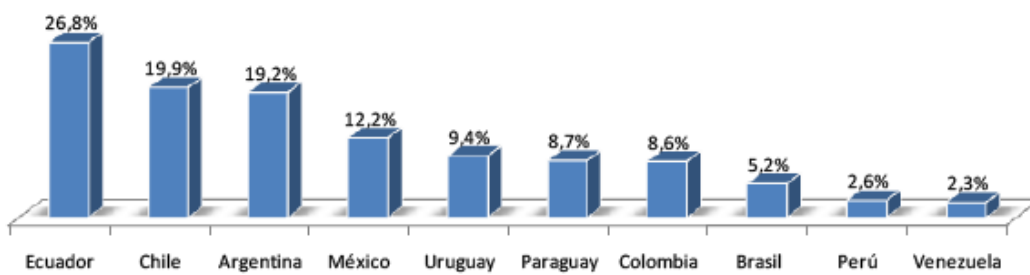
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

**Acceso al financiamiento (2010)**  
Porcentaje de empresas que lo señalan como obstáculo

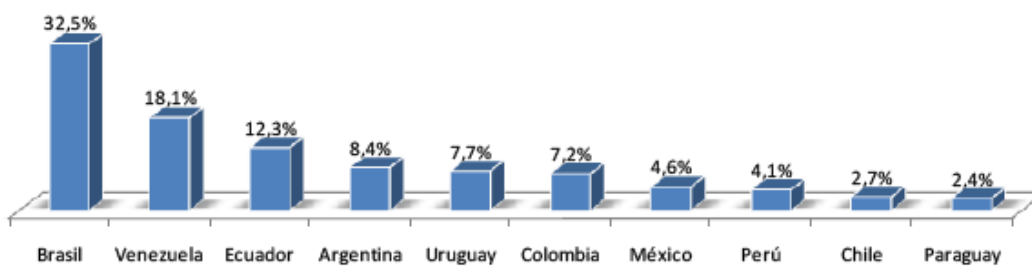
**Pequeñas**



**Medianas**



**Grandes**

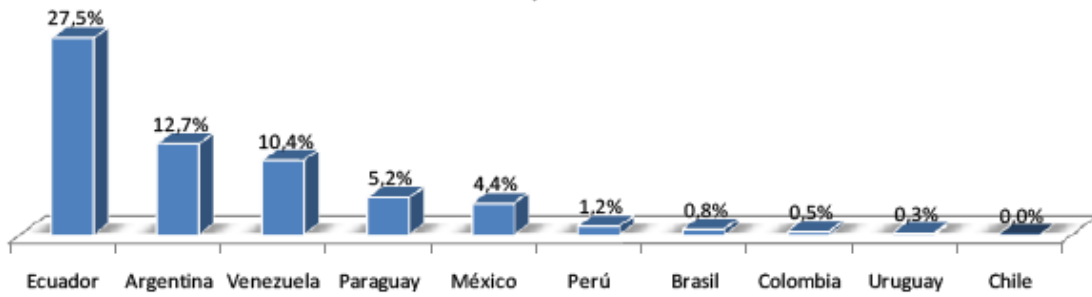


\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.

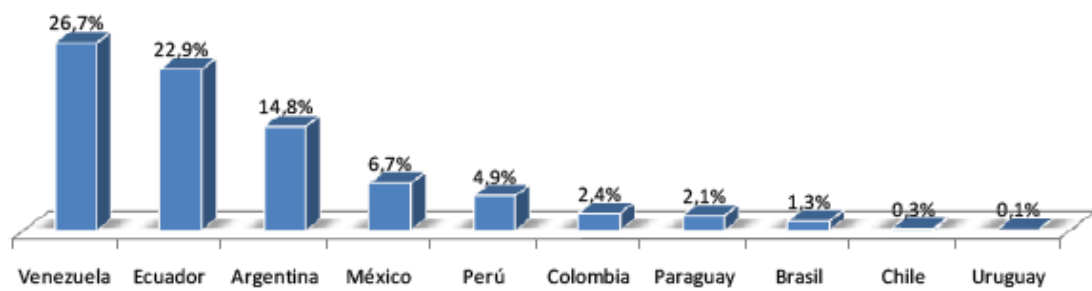
Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

**Inestabilidad política (2010)**  
Porcentaje de empresas que lo señalan como obstáculo

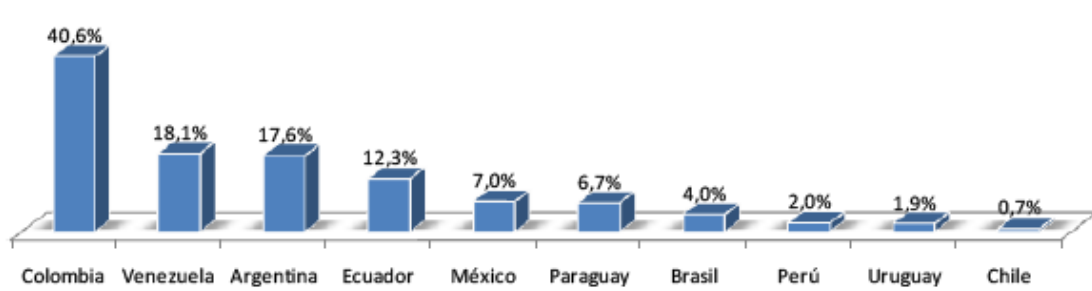
**Pequeñas**



**Medianas**



**Grandes**



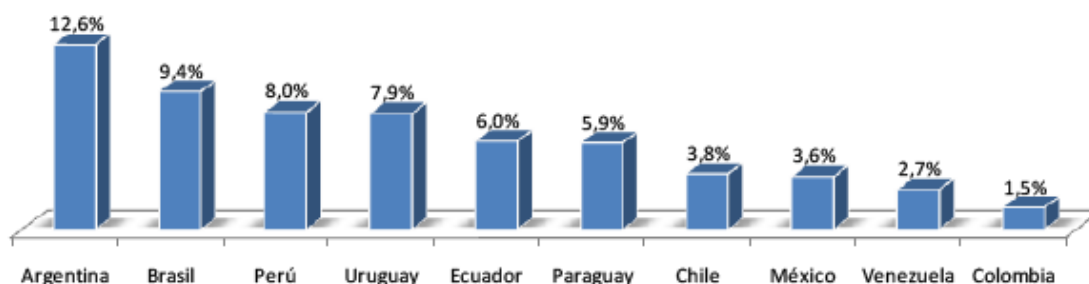
\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.

Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial

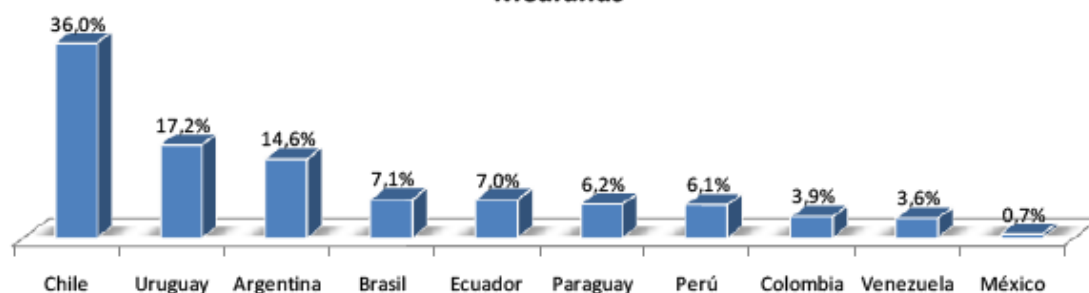
**Legislación Laboral (2010)**

Porcentaje de empresas que lo señalan como obstáculo

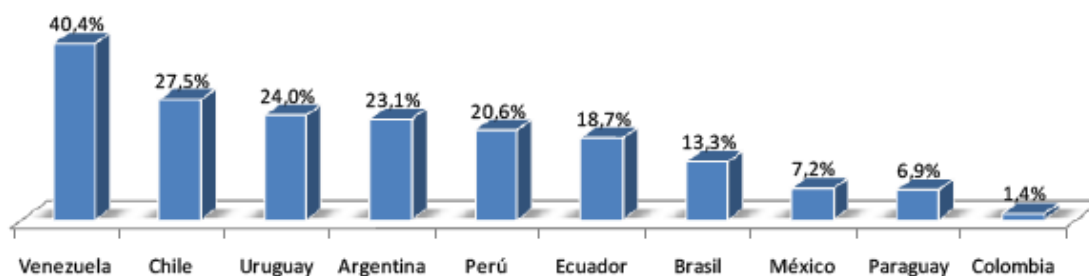
**Pequeñas**



**Medianas**



**Grandes**



\* Los datos correspondientes a Brasil son del año 2009.

Fuente: IERAL sobre la base de Banco Mundial