

SOBRE LA DETERMINACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Campos Temáticos : L1, G3

AUTORES :

LIC. CARLOS DAMIAN SALLOUM *

LIC. HERNAN PEDRO VIGIER **

* Docente Auxiliar Departamento de Economía Universidad Nacional del Sur. E-mail : dsalloum@criba.edu.ar

** Profesor Adjunto Departamento de Economía Universidad Nacional del Sur. E-mail : hvigier@criba.edu.ar

Dirección : . 12 de Octubre y San Juan. 7 mo. Piso. 8000 - Bahía Blanca. 0291 - 4595138

1. INTRODUCCION.

El núcleo de la teoría financiera se desarrolla bajo un conjunto de supuestos generalmente conocidos como los supuestos de mercado perfecto. De este conjunto de supuestos emergen conclusiones respecto a las decisiones de inversión y financiamiento de las firmas, que son elegantes y atractivas en su simplicidad. La primera conclusión establece que las decisiones de inversión y financiamiento son separables y que las firmas pueden elegir entre todos los proyectos de inversión disponibles y rankear los mejores (mediante algún método), sin reparar en la forma en que dichos proyectos son financiados.

Entre las décadas del '50 y del '60 se traba una interesante discusión en la literatura económica que se relaciona con el efecto estructura de capital sobre el valor de la firma, entendida a la primera como las proporciones de capital propio y deuda que son utilizadas para financiar la inversión en la empresa. En esta discusión hay dos posturas bien diferenciadas, la primera conocida como la tesis M-M (Modigliani y Miller, 1958) y la segunda popularizada como la tesis de los tradicionales (Durand y otros 1952).

Los "tradicionales" argumentaban que, mientras la rentabilidad económica de la empresa, entendida esta como el resultado antes de intereses e impuestos sobre la inversión total, sea mayor a costo relativo de la deuda¹, entonces el incremento de la deuda en la estructura de capital produce un incremento en el valor de la firma. No obstante, estos afirmaban que este efecto estaba acotado hasta cierto nivel "normal" aceptado por el mercado. Superado este nivel normal, la mayor deuda de la empresa se entendía como un incremento en el riesgo promedio, y por lo tanto era obtenida a costa de incrementos en los costos financieros que terminaban dando vuelta la condición antes mencionada. El efecto inicialmente mencionado, se lo conoce como "leverage" (efecto apalancamiento). Claramente, esta posición, implica una importante recomendación de política financiera, mientras se cumpla la condición antes mencionada, la empresa debe incrementar su endeudamiento hasta el nivel "normalmente" aceptado por el mercado.

Por otro lado, la tesis M-M es desarrollada en un mundo de mercados perfectos, sin impuestos y basan su predicción en el hecho que existe un arbitraje realizado por los propios accionistas, con el cual a través de acciones en el mercado, actúan reduciendo el precio de las acciones de empresas apalancadas y aumentando el precio de empresas no apalancadas, eliminando las eventuales ganancias en el valor de las primeras.

Si las decisiones de inversión de las firmas son independientes de su condición financiera o fuentes de financiamiento y si el control de las firmas, tiene por único objetivo elegir los proyectos de inversión que maximicen el valor de mercado de la empresa, no hay necesidad de desarrollar e implementar estrategias financieras óptimas, cualquier estrategia será tan buena como otra. Esto es equivalente a la predicción de Separabilidad entre inversión y financiamiento de las finanzas corporativas clásicas.

Dejando de lado esta interesante discusión, lo cierto es que en la práctica la mayor parte de las empresas poseen deuda en su estructura de capital, y en particular deuda proveniente del mercado financiero. Sin duda, el supuesto de mercado perfecto no provee una descripción adecuada del mundo que empresas e individuos enfrentan a diario. Dada la existencia de problemas información, costos de transacción, impuestos y otros "inconvenientes", son las conclusiones que se derivan cuando se relajan los supuestos de mercado perfecto, las que tendrán mayor relevancia para los agentes en general. Una interpretación alternativa (Fazzari, Glenn y Petersen (1988)) se ha

desarrollado basándose en la posibilidad que los capitales internos y externos no sean perfectos sustitutos. De acuerdo a esta visión, la inversión depende de factores financieros, tales como la disponibilidad de financiamiento interno, acceso a deuda o capital, o el funcionamiento de mercados de créditos particulares. Se desprende que la existencia de diferencias entre los fondos que asisten a las empresas, implica la interdependencia de las decisiones de inversión y financiamiento.

Cuando los propietarios de las firmas evalúan las consecuencias de financiarse de una determinada forma (eligen su estructura de capital), consideran generalmente una larga variedad de costos y beneficios. La decisión de elegir una estructura de capital es tan compleja (Harris y Raviv (1991)) que no existe un solo modelo que pueda capturar todos los aspectos distintivos relevantes. Sin embargo casi todos los efectos de elegir una estructura de capital conveniente han intentado ser capturados y evaluados por distintos enfoques. Aunque estas teorías no pueden ser articuladas en un único modelo general, se pueden derivar un conjunto (no mutuamente exclusivo) de predicciones testeables de las mencionadas teorías.

Estas consideraciones son aún más significativas en el caso de empresas PyMEs, en las cuales ciertas características las diferencian de las grandes empresas. En particular, en este tipo de empresas pueden identificarse ciertas condiciones comunes que son: a) Las PyMEs poseen habitualmente una porción de mercado relativamente pequeña, esto enfatiza la imposibilidad de la firma de afectar su ambiente. La dependencia del ambiente introduce dos dimensiones de incertidumbre que afectan el desempeño de las PyMEs. Por un lado la asociada al hecho de ser tomadora de precios en el mercado de input y output, y por el otro la limitada cantidad productos y clientes, b) Las PyMEs presentan especificidad en el producto ofertado a clientes que son por definición particulares. Estos clientes pueden ejercer un dominio manifiesto sobre las firmas provocando fluctuaciones de demanda más profundas, en este contexto, las PyMEs son evaluadas como más riesgosas de acuerdo al grado de incertidumbre dado por demandas no estables. C) Gerenciamiento personalizado: A menudo el management de los pequeños negocios reside en una persona, el gerente - propietario. En estos casos se eliminan los problemas de agencia que existen cuando hay separación entre la propiedad y el control. d) Inversión y Recursos: el dinero invertido en los negocios es habitualmente dinero perteneciente al gerente - propietario, no dinero proveniente de inversores externos e impersonales. Esta situación significará problemas de composición de cartera para el empresario y subinversión.

El presente trabajo tiene como objetivo presentar los nuevos enfoques existentes con respecto a la determinación de la estructura de capital, con especial énfasis a la situación imperante para las pequeñas y medianas empresas. En segunda instancia, se intenta evaluar la evidencia empírica en este sentido, a partir de información disponible en Argentina a partir de información disponible en trabajos empíricos realizados.

En la primera sección del trabajo se desarrollan las hipótesis de elección de estructura de capital, utilizando para ello las características de las PyMEs definidas en esta introducción. En la segunda sección, utilizando datos existentes para Argentina se procede identificar las principales tendencias en la conformación de la estructura de capital en las pequeñas y medianas empresas. En este punto se discuten algunas situación que parecen influir significativamente en esta elección (edad, dinámica exportadora y empresarial, estructura propietaria, credito comercial, etc.), Finalmente se presentan las principales conclusiones.

2. ENFOQUES SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL

2.1. MODELOS DE INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.

En la economía la introducción de modelos explícitos de información privada, ha hecho posible la aparición de numerosos enfoques, destinados a explicar la determinación de las estructuras de capital. En dichos enfoques, los gerentes de las firmas (*managers o insiders*ⁱⁱ), poseen información privada acerca de las características de los flujos de fondos de las empresas o las oportunidades de inversión, que implica la existencia de asimetrías informativas. En una rama de estos modelos, la estructura de capital de las firmas, "señala" a los inversores externos la clase de proyectos y los retornos implícitos que enfrentan los gerentes (Ross, 1977; Leland y Pyle, 1977). Otra rama de modelos determina que las estructuras de capital están diseñadas para mitigar las ineficiencias en las decisiones de inversión causadas por la información asimétrica. (Myers y Majluf, 1984; Myers, 1984).

En la primera clase de modelos, la estructura financiera "señaliza" a los inversores externos las condiciones de riesgo y rentabilidad de la empresa. La interpretación de las señales no es una tarea fácil, ya que se basa en conjeturas, y pueden llevar fácilmente a conclusiones erróneas, por lo tanto no existe en la literatura uniformidad de criterios. La respuesta general del mercado frente a una operación que implique un incremento (decremento) del porcentual de capital neto en poder de los propietarios de la firma será positiva (negativa).

Si se distingue entre el capital aportado por el emprendedor interesados en la administración de la empresa y el capital neto otorgado por agentes que no pueden influir (o al menos solo marginalmente) sobre la dirección de la empresa, entonces, los primeros deberán señalar el proyecto mediante un aumento de los medios propios demostrando una conducta de confianza en la inversión que ellos controlan (Leland y Pyle op.cit) . No obstante, el incremento de los recursos personales dentro de la empresa por parte de este agente empobrece la diversificación de su cartera.

Sin embargo, utilizando también el concepto de señalización, se argumenta que el mercado reacciona positivamente frente a un aumento del endeudamiento. El fundamento de esta versión es que el aumento del endeudamiento implica mayores posibilidades de quiebra y, dado que en ese escenario el gerente propietario sería el primero en sufrir las consecuencias, los inversores concluyen que, en ausencia de riesgo moral, los gerentes tienen buenos motivos para operar la empresa eficientemente (existiendo una suerte de disciplina relacionada con el tamaño de la deuda).

La segunda clase de modelos converge a los resultados sugeridos por la *Pecking Order Hypothesis* (Myers op. cit.). La hipótesis sugiere que existe un orden de elección de fuentes de financiamiento, presuponiendo que las empresas tienden a evitar financiarse con fondos externos debido a los costos de la información diferencial entre gerentes-propietarios e inversoresⁱⁱⁱ. Por lo tanto, utilizarán de manera prioritaria el autofinanciamiento, si este es insuficiente se recurre al endeudamiento y solo en última instancia a la emisión de capital accionario.

Es interesante señalar que tanto en la primera versión del modelo de Leland y Pyle como en las predicciones de Myers, las empresas conforman una estructura de capital donde los recursos propios son la fuente preponderante de financiamiento.

Las conclusiones señaladas para los enfoques vistos, son predominantes cuando en la

organización de la empresa existe un gerente - propietario. Esta característica es relevante en el caso de pequeñas y medianas empresas.

Esta situación implica que para el gerente propietario su inversión en la empresa representa una elevada proporción de su riqueza (quizás todo su capital de riesgo y humano), lo que implica una cartera de activos de baja diversificación, lo que significa que el costo de señalizar es mayor en PyMEs que en empresas de mayor tamaño. Asimismo, si se considera que las empresas de menor tamaño enfrentan un mayor nivel de incertidumbre, la racionalidad del gerente propietario implicaría la necesidad de balancear los costos de señalización contra los costos de no diversificación de su propia cartera.

2.2. MODELOS BASADOS EN LOS COSTOS DE AGENCIA

Investigaciones realizadas en los últimos años han sido dedicadas a modelos en los cuales la estructura de capital es determinada por costos de agencia. Los costos de agencia surgen como resultado de negociaciones entre los gerentes y los inversores, con el objeto de asegurar la "correcta" y no oportunista realización de un contrato financiero.

Jensen y Meckling (1976) identifican dos tipos de conflictos. El primer de ellos ocurre entre accionistas (o propietarios) y gerentes, que aparecen porque estos últimos poseen una nula o muy baja proporción de los beneficios de la actividad que administran, pero si asumen el total de los costos generados por la actividad. Por eso, estos agentes pueden tener incentivos para transferir recursos en forma de beneficio personal (emolumentos, como oficinas mayores, construyendo "imperios", etc). Esta ineficiencia se reduce, cuando más grande es la porción de capital en manos del gerente. En las estructuras PyMEs surge la figura del gerente propietario, que evitaría la fuente de esta clase de conflictos.

La segunda clase de problemas, surge entre los tenedores de deuda (acreedores) y los accionistas (propietarios), porque los contratos de deuda proveen al accionista un incentivo para invertir subóptimalmente. Específicamente, los contratos de deuda, generan una situación en la cual, si los retornos de la inversión son largamente mayores al valor de la deuda, los accionistas capturan la mayor parte de las ganancias. Sin embargo, si la inversión resulta un fracaso, dada la existencia de responsabilidad limitada (*limited liability*), los acreedores enfrentan las consecuencias en su totalidad. Como resultado, los accionistas tienen incentivos para invertir en proyectos de elevado riesgo, aun si son valor-decreciente. La pérdida de valor en el capital por la pobre inversión llevada a cabo, puede ser mas que compensada por la ganancia en capital a expensas de los acreedores. Los acreedores previendo la conducta de inversión subóptima, intentarán descontar las potenciales pérdidas a partir de un incremento en el costo del préstamo. Esta conducta se denomina "efecto sustitución de activos " (*asset substitution effect*).

Un efecto similar al señalado se produce cuando en firmas de elevado riesgo y con elevadas probabilidades de quiebra, los accionistas no tienen incentivos a contribuir con nuevo capital, aun con posibilidades de proyectos de inversión valor - crecientes. La razón es que los accionistas perciben que el costo total de la inversión es enfrentado por ellos, pero el beneficio de dicho movimiento podría ser capturado principalmente por los acreedores, en caso de ocurrir la quiebra. (Myers, 1977),

El conflicto entre accionistas y acreedores, puede tener una dimensión especialmente grande

en las PyMEs y afectar las decisiones de estructura de capital. Existen dos circunstancias que aumentan la potencialidad del problema.

- a) El caso en el cual los mecanismos de limitación de la responsabilidad patrimonial del titular o los socios operan efectivamente.
- b) El caso en el cual dichos mecanismos no existen o son inoperantes.

En la situación a) los problemas de agencia son idénticos en la estructura PyME y en las empresas de mayor tamaño. El manager-propietario puede adoptar comportamientos oportunistas en contra de los acreedores, en medida mas frecuente, cuanto más amplia es la libertad de la operación. Es interesante notar como, las empresas donde el valor depende en gran medida de las futuras oportunidades de desarrollo (el caso de las PyMEs con proceso de crecimiento rápido), el valor del endeudamiento son menores que las empresas de mayor tamaño, donde el valor de la empresa depende principalmente del valor de los *asset in place*. En las empresas en desarrollo, la posibilidad de efectuar inversiones discrecionales, deja un mayor espacio a elecciones de endeudamiento subóptimas respecto a lo que sucede en empresas de mayor tamaño, donde las inversiones son dadas y no evitables. En consecuencia los acreedores conscientes de esta situación, tienden a exigir una mayor remuneración por su capital.

En el caso de que el mecanismo de la limitación de la responsabilidad este ausente o no operativo, la hipótesis de que los propietarios adopten comportamientos excesivamente riesgosos, tiende a no verificarse, dado que no pueden trasladar los efectos desfavorables del posible fracaso de su iniciativa a los acreedores. El propietario-manager, difícilmente querrá perder su patrimonio, por lo que tenderá a adoptar comportamientos prudentiales y responsables.

2.3. COSTOS DE BANCARROTA

Demostrar que los costos de bancarrota son suficientemente grandes para ser económicamente significativos, es esencialmente una cuestión empírica. Lamentablemente, no existen estimaciones confiables de la magnitud del total de costos de bancarrota. Sin embargo los supuestos acerca de la magnitud de los mismos tendrán una considerable incidencia en la elección de deuda optima en la composición de estructura de capital.

En un mundo de capitales perfecto, sin costos de bancarrota, ninguna razón deuda/patrimonio puede ser dispuesta como óptima. La posibilidad de encontrar un indicador optimo se reabre con la incorporación de costos de bancarrota.

Los costos de bancarrota discutidos en la literatura (Warner, 1977; Chen y Kin, 1979), son de dos clases, directos e indirectos. Los costos directos incluyen los pagos a contadores, abogados y otros profesionales y el valor del tiempo gerencial dedicado a la administración de la bancarrota. Los costos indirectos incluyen perdida de ventas, de beneficios, y posiblemente la imposibilidad de obtener crédito.

La posibilidad de disputa de los derechos sobre el producto económico de la empresa y la implicancia de la regla "*me first*"^{iv} (Chen y Kim op.cit), acciona un conjunto de litigantes, quienes generan los costos directos. Los acreedores contratan agentes económicos en un esfuerzo de maximizar el valor de sus derechos respectivos cuando la justicia emita su decisión sobre la reorganización de la firma.

Los costos indirectos son más difíciles de mensurar ya que son principalmente oportunidades perdidas y dependen de las características del mercado y de las filtraciones de información. Dentro de los costos de quiebra más comunes se ubican (Castanias (1983)):

- Financiamiento bajo términos, condiciones y tasas de naturaleza crecientemente onerosa.
- La pérdida de empleados claves. Si las perspectivas de la firma son desfavorables, los empleados buscaran empleos alternativos.
- La pérdida de proveedores. Por temor a "default" pueden cortar la cadena de provisión.
- Declinamiento de las ventas, debido a la falta de confianza de los clientes.
- Necesidad de liquidar los activos fijos para satisfacer los requerimientos de capital de trabajo (reducción forzosa de la escala operativa).

Para las estructuras PyMEs los costos de bancarrota son mayores, dado que por un lado alguno de los costos directos son independientes del tamaño de la firma y por otro lado, las consecuencias de los costos indirectos perduran por mas tiempo, dado que es el gerente propietario quien responde en caso de una quiebra. La reputación del agente queda seriamente dañada y le crea restricciones al acceso a los mercados financieros. Sobre la base de este ultimo concepto y pensando en la racionalidad del gerente - propietario, es posible pensar que tiene incentivos para tomar proyectos seguros, debido a consideraciones de reputación. Diamond (1989), demuestra que las consideraciones de reputación, moderan el problema de sustitución de activos concluyendo que cuando más prolongada sea la historia de repago de la firma, mejor es su reputación. Es posible argumentar que las empresas establecidas buscarán proyectos seguros, para evitar los riesgos de perder la reputación adquirida. Las firmas mas jóvenes, con poca reputación, podrían elegir los proyectos riesgosos. Si sobreviven sin *default*, luego se trasladaran a proyectos más seguros. Como resultado, firmas con mas antigüedad, tenderán a tener menores tasa de *default* y costos de deuda menores que firmas con menor antigüedad.

La posibilidad de una liquidación (Titman, 1984) hace tambalear a los *stakeholders* en general, ya que bloquea la operación corriente de la firma. En general, para productos únicos y/o durables, el costo impuesto sobre los clientes cuando un productor sale del negocio, es mayor que en los bienes no durables o aquellos ofertados por mas de una firma, por lo tanto dicha firmas tendrán menores coeficientes de deuda que las firmas para las cuales el problema es menos importante. Desde el punto de vista interno, como recalca (Allen, 1985 citado en Harris y Raviv, 1991), los costos de liquidación bancaria, pueden reflejarse en el mercado, ya que si la empresa se encuentra con problemas financieros, puede postponer inversiones, y con esto otorgando una ventaja a sus competidores, actuales y potenciales.

2.4. FORMAS DE ORGANIZACIÓN Y DECISIONES DE INVERSIÓN.

En este punto se introduce la idea de cómo diferentes formas de organización se distinguen por las características de los derechos (*claims*) residuales sobre los *cash flows* netos producidos por las mismas (Fama y Jensen 1985). Diferentes restricciones en los derechos residuales implican diversas reglas de decisiones optimas de inversión y dichas reglas implican formas de financiación que determinan distintas estructuras de capital, para diferentes tipos de organizaciones.

La corporación privada o la firma es simplemente una ficción legal que sirve como nexo para relaciones de contrato y que es caracterizada por la existencia de derechos divisibles residuales sobre los activos y *cash flows* de la organización, que pueden ser generalmente vendidos sin el

permiso de los otros contratantes individuales (Jensen y Meckling, op.cit). Esta definición subraya la esencia contractual de la firma. Las Pymes son habitualmente conducidas por gerentes - propietarios, con un determinado tipo de organización que presenta problemas diferentes las organizaciones de mayor dimensión.

El objeto básico del análisis es el gerente propietario que posee el 100 % de los derechos residuales sobre la firma y por lo tanto adopta una determinada conducta de inversión. Los propietarios de las PyMEs tienen una relación más directa con el control de los procesos de decisión y la generación de derechos residuales en relación a las grandes corporaciones, donde existen problemas de agencia (separación entre gerentes y propietarios). Esta ausencia de costos de agencia puede ser compensada por la ineficiencia en la diversificación de riesgos y una tendencia a la subinversión. Las limitaciones del capital de los propietarios pueden inducir a las firmas que no cotizan públicamente a invertir menos en proyectos de capital que las corporaciones abiertas ante iguales oportunidades de inversión. Esta restricción afecta la combinación óptima de diversificación de portfolio de los propietarios.

Como fue señalado en 2.1., dado que el propietario – gerente invierte todo su capital en una sola firma soportará generalmente una pérdida de bienestar (si se supone adversidad al riesgo), dado que asume mas riesgo que el deseado. Por lo tanto puede estar dispuesto a reducir sus derechos de propiedad a cambio de poder diversificar su riesgo, aun cuando este hecho signifique introducir costos de agencia. De esta manera, el propietario - gerente decide entre un trade off entre costos de agencia y los de no-diversificación, en búsqueda de la mejor estructura organizacional. En caso que en ese trade – off valoren con mayor importancia el costo de no-diversificación, tomarán mayor cantidad de deuda bancaria como forma de vender sus derechos, hasta que los beneficios de diversificar igualen los costos de agencias estimados.

2.5. LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN.

La teoría de los costos de transacción aplicada a las decisiones de financiamiento propone individualizar la relación óptima entre deuda y capital, a través del análisis de los costos de transacción asociados a las diversas fuentes de financiamiento. (Williamson, 1988).

Cada transacción comporta un costo, en particular los costos de transacción asociados a las fuentes de financiamiento no es solo la remuneración pretendida de los inversores, sino que se constituye, además, de los costos asociados según sea el fin al que estén afectados los recursos. De esta forma, el nivel del costo depende de al menos tres dimensiones: la especificidad de los activos demandados en la transacción, la incertidumbre que encierra la posibilidad de concreción final de la transacción y la frecuencia de la transacción.

Al aumentar el grado de especificidad de las inversiones a financiar, disminuyen las posibilidades de utilizarlas para otro fin (irreversibilidad de las inversiones) y se acentúan los riesgos de pérdida que el acreedor soporta en caso de liquidación de la empresa. Por lo tanto las empresas con inversiones altamente específicas tendrán mayor participación de recursos propios en la financiación, dado que enfrentan un mayor costo de endeudamiento. Mayores niveles de endeudamiento se evidenciaran en actividades con un bajo nivel de especificidad. En este sentido, las inversiones de las PyMEs, se podrían catalogar como relativamente más específicas en relación a las inversiones de grandes empresas, de hecho, es presumible que esto se deba a la característica típicamente mono - producto / mono - mercado que caracteriza este tipo de

actividades.

Examinando los efectos de la incertidumbre, se observa que la dificultad se crea respecto a al cumplimiento de los compromisos financieros asumidos, generando consecuencias propias del riesgo moral. Un grado mas alto de incertidumbre comporta, de hecho, una mayor dificultad en la correcta ejecución de la transacción. La volatilidad de los futuros retornos de la empresa, y sobre todo en las PyMEs, que enfrentan riesgos del sector y específicos a la empresa relativamente altos, determina una mayor remuneración pretendida por los prestamistas, lo que implica que se utilice en mayor medida capital propio por parte de este tipo de empresas.

2.6. FUENTES DE FINANCIAMIENTO.

Los enfoques añadidos al tratamiento tradicional de la estructura de capital deben complementarse con el análisis de las ventajas y desventajas que emanan de las fuentes que conforman la oferta de financiamiento. Varios trabajos resaltan las restricciones de oferta que condicionan la posibilidad de financiamiento via el mercado de capitales, las que se relacionan íntimamente con los enfoques mencionados precedentemente. A continuación se discuten algunas particularidades de las fuentes de financiamiento que repercuten sobre la elección de la estructura de capital de la empresa.

2.6.1. Crédito Bancario.

En particular se argumenta que las PyMEs no pueden acceder al crédito bancario en las mismas proporciones y condiciones que las empresas grandes. Los obstáculos pueden ser resumidos (Stiglitz (1993), Storey (op.cit.) Salloum-Vigier (1997):

1. Los bancos tienen mayores dificultades para evaluar un proyecto PyME por falta de información, en comparación con los proyectos de las grandes empresas. (Problema de *screening*).
2. Aumenta el costo de los créditos a las PyMEs debido a que el costo de búsqueda de información suele ser invariable con respecto a los montos del crédito (Problemas de información Asimétrica).
3. Las PyMEs suelen carecer de garantías hipotecarias y las garantías prendarias no son satisfactorias para los bancos. (problemas de señalización).
4. Los bancos perciben a las PyMEs como deudores de mayor riesgo que las empresas grandes. (Problema de *moral hazard*)
5. En el mercado de crédito bancario, el precio (la tasa de interés) es determinado exógenamente, dadas las características de la oferta y la demanda. Por lo tanto dicho precio no vacía el mercado, produciéndose un equilibrio con racionamiento (Stiglitz-Weiss 1981).

2.6.2. Crédito Comercial.

Una fuente alternativa de financiamiento de las empresas es el crédito obtenido a través de las llamadas "Instituciones no Financieras" (en particular el más común es el crédito de proveedores). Existe evidencia de que las firmas usan relativamente mas crédito comercial cuando los fondos de las instituciones financieras no están totalmente disponibles dados problemas señalados en 6.1.

Siguiendo a Petersen y Rajan (1996), el crédito comercial de corto plazo es usado rutinariamente para minimizar costos de transacción, pero en el mediano plazo actúa como una fuente de financiamiento de inversiones de riesgo. Los proveedores otorgan crédito a firmas a las que las instituciones financieras racionan dado que pueden tener una ventaja comparativa de costos en la obtención de la información del prestatario, una mayor habilidad para liquidar bienes e implícitamente tener un mayor interés en la supervivencia de la firma en el largo plazo. Es decir, reducen sensiblemente una buena parte de los problemas que posee el crédito bancario.

Esto justifica la existencia de firmas no financieras que compiten y en muchos casos reemplazan a las instituciones privadas especializadas en la intermediación financiera. Existen razones teóricas para explicar esta circunstancia del crédito comercial:

1. Existen indicios de que los proveedores podrían ser más eficientes que las instituciones financieras en la evaluación y el control del riesgo crediticio de sus prestatarios. Pueden obtener mayores ventajas en la evaluación de la capacidad de repago de sus clientes y en el monitoreo del desempeño. Las ventajas se fundan en el menor costo de adquisición de la información ligada al curso normal de las transacciones, en el mayor control del prestatario dada la dependencia estratégica y la posibilidad de liquidación de los bienes provistos.
2. El crédito comercial puede ser ofrecido aun si el proveedor no tiene una ventaja financiera sobre las instituciones financieras, porque puede usarlo para la discriminación de precios.

El crédito comercial presenta relativas facilidades de acceso, sin embargo los proveedores habitualmente ofrecen importantes incentivos a las firmas para que no excedan el límite de crédito ofrecido, otorgando substanciales descuentos por pronto pago y estrictas penalidades por pagos tardíos. Se desprende que el costo implícito del crédito comercial excede al de las instituciones financieras especialmente para financiamiento a mediano plazo.

2.6.3. Mercado de Capitales.

La decisión de emitir capital en bolsa es una de las más importantes y más estudiadas en el "corporate finance". Se supone habitualmente, que cotizar en bolsa es simplemente una fase en el proceso de crecimiento de una firma.

Se expondrán los costos y beneficios asociados a la decisión de cotizar en mercados públicos. De todas maneras es posible anticipar, que descontando los beneficios teóricos asociados a esta elección; no existe evidencia empírica, aún en mercados suficientemente desarrollados, que muestre la participación de las PyMEs en mercados públicos de capitales.

Pagano, Panetta y Zingales (1998) enumeraron los siguientes costos y beneficios, tanto explícitos como implícitos, asociados a la emisión de capital:

- i. Selección adversa y Riesgo Moral. El costo de selección adversa es un serio obstáculo a la intención de cotización de las PyMEs jóvenes, las cuales tienen poca historia financiera y son menos "públicas" que las empresas grandes o las PyMEs maduras. Por otro lado en presencia de riesgo moral las compañías jóvenes piden prestado a los bancos, los cuales pueden monitorear a los prestatarios que actúan oportunamente, mientras que la empresa madura con buenos antecedentes, emiten deuda en los mercados públicos.
- ii. Gastos Administrativos. Existen ciertos gastos, independientes del tamaño de la firma, que significan costos fijos que determinan el tamaño de la emisión mínima (Gamero, 1998)

iii. Pérdida de Confidencialidad. Las reglas de los mercados de capitales obligan a la compañía a revelar secretos que podrían ser cruciales para mantener su ventaja competitiva, tales como planes de marketing o proyectos de I+D. También una exposición al escrutinio de las autoridades impositivas, reduciendo las posibilidades de elusión o evasión.

Los beneficios de la emisión de capital se pueden resumir en:

- i. Solucionar problemas de limitaciones de crédito. Con la emisión de capital en mercados financieros públicos se adquiere acceso a una fuente de financiamiento alternativa a los bancos.
- ii. Mayor poder de negociación con los Bancos. Un problema potencial de los préstamos bancarios proviene de la posibilidad que los bancos puedan extraer rentas de la información privilegiada acerca de la capacidad de endeudamiento de sus clientes. El acceso a los mercados de capitales permite diseminar información para la generalidad de los inversionistas e introducir competencia externa a sus prestamistas, induciendo una disminución del costo de capital, una mayor oferta de financiamiento externos o ambos.
- iii. Diversificación. La decisión de cotizar en bolsa, incrementa el grado de diversificación de los accionistas iniciales, cuyas carteras están generalmente integradas únicamente por la participación en el patrimonio de fondos propios cuando la firma es privada.
- iv. Liquidez. Las partes de capital de las compañías que no cotizan en mercados públicos son comerciadas solamente a través de la búsqueda informal de compradores con costos considerables. En contraste, las acciones de las empresas que cotizan son comercializadas en un mercado organizado, lo cual representa menores costos de transacción.

3. ANALISIS EMPIRICO.

En los apartados discutidos precedentemente se han presentado un conjunto de nuevos enfoques que intentan explicar las diferencias de las ratios de deuda entre las empresas, con especial énfasis en los determinantes particulares de dichos ratios en las PyMEs. Los enfoques, en general, sugieren que las empresas seleccionan sus estructuras de capital, en base a las características que determinan los costos y beneficios asociados al financiamiento a través de los diversos instrumentos.

De esta manera, la elección del leverage puede ser interpretada (Lazzari, 1998) tanto en una lógica estratégica tradicional, como en una lógica económico - financiera. La primera se inspira en criterios fundamentales de finanzas corporativas, los cuales son:

- Mantenimiento de una situación de equilibrio entre las partes del activo y el pasivo de un balance.
- El desarrollo de una empresa financieramente sostenible.
- La estructura de capital óptima en términos del concepto de apalancamiento financiero.

La segunda se relaciona con el examen de las implicaciones derivadas de tres tipos de problemas:

- Eficiente señalización a los inversores externos de las bondades de los proyectos de inversión.
- Minimización de los costos de agencia contenidos en la relación entre gerentes e inversionistas.
- Búsqueda de una estructura empresarial flexible, que garantice el respeto a los acreedores del derecho implícito de la deuda.

La discusión empírica que se desarrolla a continuación intenta evaluar la sustentabilidad los enfoques planteados por la aproximación Económico Financiera; para la evaluación de la lógica estratégica tradicional es necesario disponer de información específica y detallada que no está disponible.

En general, en los trabajos empíricos existentes, que intentan verificar las hipótesis presentadas se realiza a partir de la estimación de regresiones, en las cuales se utilizan variables proxies para los atributos teóricos no observables. Sin embargo, dada la limitación de datos existentes para las PyMEs en Argentina se utilizó un procedimiento estadístico elemental con el cual intentar explicar los patrones de conducta de las estructura de capital. Esta situación es claramente una restricción a la hora de evaluar la evidencia de esta problemática para Argentina.

El procedimiento propuesto consiste en evaluar una serie de indicadores que permitan explicar el panorama existente de la estructura de capital de las PyMEs en Argentina. El mismo responde a una lógica de agregación, fundada sobre la disponibilidad de diversos trabajos que proporcionan información de distinta índole con la cual se pueden efectuar consideraciones sobre la discusión planteada. Este proceder, puede ser útil para poner en evidencia algunas tendencias generales, útiles a fines de política económica y financiera, pero no consiente de recoger la especificidad de la realidad empresarial individual, oscurecida por las numerosas compensaciones típicas de los datos agregados.

3.1. EVIDENCIAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL PARA ARGENTINA

El análisis empírico de la estructura de capital se desarrolla a partir de la información disponible en diversos trabajos, en los cuales se recolectaron datos muestrales para Argentina, aún cuando las muestras no se corresponden permiten efectuar consideraciones de los determinantes de la estructura de capital.

En la primera muestra, los datos vertidos pertenecen al relevamiento llevado a cabo por F.I.E.L. (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas) entre los meses de abril y junio de 1995. La cobertura de encuestas, dirigida a la industria manufacturera, incluyó a 400 empresas, consideradas tanto por nivel de empleo como por valor de ventas. El relevamiento incluyó a los principales centros productivos del país: (Buenos Aires y Cono Urbano, Rosario, Córdoba, Mendoza, Bahía Blanca, Mar del Plata).

A continuación se presenta la siguiente tabla (FIEL, 1995) que muestra las fuentes de financiamiento de las empresas en relación a dos indicadores de tamaño. En la parte izquierda se puede observar un indicador que relaciona tamaño con nivel de empleo y en la parte derecha, el indicador de tamaño está expresado a partir del valor bruto de la producción. Es importante recalcar, que las consideraciones que se realizan son prácticamente equivalentes en uno y otro lado de la tabla presentada.

CUADRO NRO. 1 : Fuentes de Financiamiento (En cantidad de fuentes por tamaño)

Empleo	Rut	AS	PRO	CBL	CEx	NT	Rut	AS	PRO	CBL	CEx	NT	VBP
Total	70	12	44	58	10	2.1	70	12	44	58	10	2.3	Total
1-5	62	5	38	36	0	0.0	65	10	38	40	0	2.6	Tamaño 1
6-10	73	16	31	44	0	2.2	72	14	41	66	0	1.6	Tamaño 2
11-50	73	14	43	60	2	2.7	65	14	48	56	11	2.9	Tamaño 3

51-200	64	13	52	67	16	2.2	76	5	54	70	28	2.0	Tamaño 4
201-500	66	5	53	68	37	2.6	75	7	36	61	36	0.0	Tamaño 5
501 +	83	9	39	65	30	4.3	83	17	67	67	67	16.7	Tamaño 6

Fuente: FIEL.

RUt= Reinversión de Utilidades; AS:= Aporte de socios; PRO= Financiamiento de Proveedores; CBL= Crédito Bancario o Financiero Local, CEx= Crédito del exterior; NT = Número Total promedio de fuentes utilizadas.

Respecto del financiamiento disponible por parte de las empresas la información disponible muestra que la reinversión de utilidades, el crédito bancario y la financiación de proveedores son las principales fuentes de financiamiento para las PyMES y para las grandes empresas, observándose que el número de las fuentes de financiamiento aumenta con el tamaño de la empresa. El crédito del exterior es inexistente para empresas con menos de 50 empleados.

Se presentan a continuación los resultados de una encuesta realizada por el Instituto Argentino de Ejecutivos de Empresa (I.A.E.F.-1994) sobre estructura de financiamiento de empresas argentinas. Aunque la muestra del trabajo es relativamente baja (50 empresas) y el tamaño de las empresas no se corresponde necesariamente con organizaciones pequeñas y medianas, la virtud del mismo se encuentra en la especificidad de los datos obtenidos. La distribución de las empresas en la muestra es la siguiente:

CUADRO NRO.2: Distribución de las empresas por tamaño en la muestra (En %)

Rango	Nivel de Ventas Anuales	Participación en el total de encuestas
I)	Hasta 50 millones de pesos	29%
II)	De 51 a 200 millones de peso	46%
III)	Más de 200 millones de peso	25%

FUENTE: I.A.E.F.

La metodología usada por el I.A.E.F. consistió en enviar formularios a sus asociados dónde debía indicarse el Nivel de Ventas y de Patrimonio Neto en millones de pesos, completando la composición de los distintos rubros del Activo, Pasivo y Patrimonio Neto en Porcentajes, para Activo Total = 100. Los resultados de presentan en porcentajes:

CUADRO NRO.3: Estructura de Capital para distintos tamaños (En % del Activo Total)

RUBROS	I)	II)	III)	I)	II)	III)
1. Pasivo Corriente						
1.1 Cuentas por Pagar Comerciales	15.6	11.7	9.2			
1.2. Anticipos de Clientes	2.0	1.8	1.9			
1.3. Prestamos Bancarios y Financieros	14.3	11.4	9.9			
1.4. Remuneraciones , Cargas Sociales y Fiscales	5.9	3.0	3.1			
1.5 Otros Pasivos Corrientes	3.6	1.4	1.4			
Subtotal Pasivo Corriente				41.4	29.3	25.5
2. Pasivo No Corriente						
2.1. Comerciales	1.2	-	0.9			
2.2. Bancarios y Financieros.	-	3.4	11.0			
2.3. Sociales y Fiscales	4.3	0.9	0.4			
2.4. Otros Pasivos No Corrientes	0.6	0.9	0.4			
Subtotal Pasivo No Corriente				6.1	4.9	13.8

Total Pasivo				47.5	34.2	39.3
Patrimonio Neto				52.5	65.8	60.7
Pasivo + Patrimonio Neto = Activo				100	100	100

FUENTE: I.A.E.F

El análisis de los datos sugiere que las empresas de menor tamaño tienen un mayor grado de endeudamiento relativo, sin embargo esto debe evaluarse con cuidado. Un elemento diferencial es el bajo peso relativo de las deudas de largo plazo (Pasivo No corriente) para los rubros I y II. Se presenta además la particularidad la que importancia de las deudas sociales y fiscales (tanto de corto como de largo plazo) se reduce con el tamaño; por otro lado, a medida que se asciende en el tamaño de la empresa comienza a tener más participación los préstamos bancarios y financieros. La diferente composición de los pasivos indica un peso relativo mayor de los pasivos corrientes para las empresas menores y un peso mayor para los pasivos No Corrientes para las mas grandes.

Si se suma la participación de los prestamos bancarios y financieros de corto y largo plazo, se puede observar que esta proporción se incrementa con el tamaño de las empresas. Las empresas menores compensan este aparente racionamiento a partir de endeudamiento comercial y fiscal.

La tercera muestra pertenece a un trabajo de J. Ceconi (1996) en el cual, con una metodología particular se estima la participación del endeudamiento financiero dentro de la estructura de capital de las firmas, dimensionando el tamaño de las firmas a partir de la cantidad de empleados. Los resultados se presentan a continuación:

CUADRO NRO.4: Participación de la deuda financiera en la Estructura de Capital (%)

Empleados	Observaciones	Deuda Financiera / Activo
0-15	31567	16.23
6-10	3517	12.22
11-15	1652	17.94
16-20	981	10.69
21-25	635	10.35
26-30	475	9.01
31-35	317	22.86
36-40	285	13.52
Subtotal	39429	15.34
41-100	1249	19.83
101-200	502	23.79
+ de 200	484	19.09
Subtotal	2235	19.90
Totales	41664	18.11

FUENTE: Julio Ceconi (1996, op.cit)

Nuevamente aquí, es posible observar que el leverage de las empresas de menor tamaño (hasta 40 empleados) es 15.3% ,significativamente menor que el de las empresas de mayor tamaño que asciende a 19.9%.

Es importante señalar que la evidencia presentada en los tres trabajos muestran una tendencia a una menor participación del endeudamiento financiero cuanto menor es el tamaño de la firma. A continuación se presentarán elementos que inciden en la verificación de esta situación para empresas Pymes.

3.1.1. La Incidencia de la Edad de la PyMes en la Estructura de Capital

Se propone que tanto el nivel de riesgo y la fragilidad ante los cambios ambientales, independiente del sector donde la empresa ejerza su actividad, decrece con la edad. Esta prescripción teórica surge de suponer que las empresas de mayor edad, han logrado superar el umbral de “salida del sector”, habiendo desarrollado consecuentemente capacidades competitivas que le permiten un desarrollo de largo plazo. Este hecho repercute en el análisis de riesgo que efectúa el mercado financiero.

Un mayor grado de conocimiento por parte de los inversionistas puede reducir el problema de las asimetrías informativas, siendo que las empresas más ancianas estableciendo relaciones de largo plazo, pueden comunicar al mercado financiero exactamente su verdadero tipo. Dicha posibilidad es más restringida para las empresas jóvenes que, como consecuencia, enfrentan mayores problemas de acceso al crédito.

El trabajo de FIEL mencionado presenta la siguiente información referida a la edad promedio de las empresas, distribuida por tamaño de las mismas.

CUADRO NRO.5: Edad promedio de las empresas por tamaño.

Empleo	Años	Desvío	Años	Desvío	VBP
Total	33.1	21.7	33.1	21.7	Total
1-5	23.0	18.0	23.4	15.4	Tamaño 1
6-10	27.4	16	28.7	19.1	Tamaño 2
11-50	29.5	19.7	360	19.2	Tamaño 3
51-200	36.9	21.5	37.9	22.5	Tamaño 4
201-500	40.8	16.4	51.4	30.0	Tamaño 5
501 +	56.8	32.3	69.8	22.3	Tamaño 6

F.I.E.L. (1995)

Un elemento significativo que es posible observar a partir del cuadro Nro. 5 es que la edad promedio de las empresas crece con el tamaño de las mismas; y en este sentido, y retomando el cuadro Nro. 1, también se aprecia que el endeudamiento financiero crece con el tamaño, y por lo tanto con la edad. Aunque de forma indirecta, este resultado corrobora la idea de que la antigüedad tiene un efecto positivo en la participación de la deuda financiera en la estructura de capital, sin embargo, la correlación entre dimensión y antigüedad no permite diferenciar la variable significativa en este resultado.

En un sentido similar, y en relación al resultado presentado, el claro que el incremento del tamaño de la firma aumenta los costos de diversificación de cartera que enfrenta el gerente – propietario, con lo cual se ve incentivado a optimizar su cartera de activos, y en parte esto se logra con el incremento de deuda financiera (y de otro tipo) en la estructura de capital.

3.1.2. Dinámica Exportadora de la PyMEs Argentinas

Las estrategias de internacionalización (desde la simple exportación hasta la inversión directa), se proponen como un determinante de la estructura de capital, dado que exponen a las empresas a un ambiente distinto porque los mercados internacionales introducen una encendida dinámica competitiva creando nuevas necesidades en término de inversiones y por lo tanto de financiamiento. Las empresas que logran comercializar sus productos en mercados externos reducen los riesgos de los shocks de demanda provenientes de los mercados internos, y este indicador de menor exposición influye positivamente en la existencia de deuda financiera en la estructura de capital.

Con marcadas diferencias por sectores, las empresas PyMEs argentinas fabrican productos cuasi únicos relativamente exclusivos, no porque no existan otros productores de bienes similares, sustitutos y competitivos, sino por el carácter singular de la organización productiva. Dado que una buena parte de la producción de las empresas Pymes esta concentrada en bienes no commodities, poco homogéneos, técnicamente diferenciables y de muy diversas calidades y precios, el funcionamiento de los mercados donde operan las PyMEs es peculiar, poco transparente y con imperfecciones de diversas índole. Las características de riesgo aumentan porque enfrentan monomercados con monoproductos, siendo muy alta la variabilidad de los rendimientos esperados frente a shocks de demanda. Frente a este hecho la posibilidad de exportar, se presenta como una oportunidad de diversificar el riesgo de un mercado local.

El análisis de los datos de Argentina se efectúa en base a Gatto y Ferraro (1997), dónde analizan cuestiones del comportamiento de las PyMEs industriales argentinas.

CUADRO NRO. 6: Estimación de las Exportaciones de Manufacturas según el tamaño de la empresa.

Grupo	Cantidad de Empresas				Valor Exportado (Millones U\$s)			
	1988	1992	1993	1995	1988	1992	1993	1995
A-B	5322	7462	8700	9290	785	1040	1250	1502
C	185	261	300	329	580	725	840	1046
D	223	294	300	406	5700	6900	7650	12455
Total	5730	8017	9300	10025	7065	8665	9740	15033

Fuente: Gatto y Ferraro (1997).

A-B= Hasta 2,000,000 dólares por año.. C: Entre 2,000,001 y 5,000,000 dólares por año. D: Más de 5,000,000 dólares por año.

Es necesario señalar que las empresas de menor tamaño tienen un coeficiente de exportación bajo en relación a su producción. La relación entre el valor de producción y las exportaciones para 1995 resulta un coeficiente promedio de menos de 5% para el estrato A-B. El coeficiente de exportación promedio del estrato C es de 8%.

La información presentada se complementa con datos extraídos del trabajo de FIEL, donde se observa el destino de las ventas de empresas PyMEs por tamaño de las mismas.

CUADRO NRO. 7 .Destino de las Ventas (en % de las ventas totales)

Empleados	Merc. Interno	Mercosur	Resto del Mundo
TOTAL	93.36	3.61	3.03
1-5	97.56	0.00	2.44
6-10	99.73	0.22	0.04
11-50	93.73	5.06	1.22
51-200	91.55	3.68	4.77
201 – 500	87.91	5.16	6.93
+ 501	87.36	4.22	8.42

Fuente: F.I.E.L. (1995)

Si se observa el total de ventas destinados a mercados externos, con un resultado análogo al obtenido en 3.1.1., la dinámica exportadora de estas empresas es creciente con el tamaño de las mismas, y nuevamente retomando las conclusiones del cuadro Nro.1, es posible observar que el efecto diversificación de riesgo a través de las exportaciones es evidente, dado que las empresas con mayor grado de exportación son aquellas que tienen una mayor participación de deuda financiera en la estructura de capital. Es importante notar que las empresas con un *mix* de mercado (mercado interno y exportación) presentan mas leva que las empresas cuya producción o bien se comercializa en el mercado interno o bien se exporta. No obstante, en el caso argentino dicho proceso de diversificación es mucho menos acentuado, dado que el mayor porcentaje de la producción se destina al mercado interno y las exportaciones van en general destinadas al Mercosur, cuya volatilidad esta fuertemente asociada a los vaivenes de las políticas internas de los países socios, lo que impide diversificar riesgo. Esto último, podría explicar el menor leverage de las PyMEs argentinas y la evaluación negativa que efectúa el sector financiero de dichas empresas.

3.1.3. Dinámica Empresarial y Naturaleza de la Actividad PyME

Es importante desarrollar un examen de la dinámica empresarial Pyme, algunas de sus características operativas microeconómicas y de gestión a fin de entender ciertos comportamientos - diferenciados y a veces divergentes- de estas empresas que permitan comprender las decisiones de estructura de capital. Tanto la dinámica de las empresas, como la naturaleza de la actividad condicionan la estructura de capital de las PyMEs.

Operar en el sector tradicional significa afrontar dinámicas competitivas más predecibles significa una menor presencia de riesgos de estrangulamiento financiero con una menor necesidad de capitalización. Para el sector tradicional se espera un leverage mayor, dado los menores riesgos que enfrenta, que la hacen más confiable en la relación con sus inversionistas y por la inexistencia de grandes retornos. En síntesis, los sectores de menor riesgo operativo, con menor varianza en los rendimientos, presentaran mas alto grado de leverage financiero.

La situación opuesta se espera para las empresas de sectores tecnológicos y alta especialización dado el elevado riesgo que presentan en sus áreas de negocios, la riqueza de sus oportunidades de crecimiento y la presencia de inversiones específicas. Estas empresas enfrentan incerteza en el rendimiento de la oportunidad de inversión por lo que presentan un mayor riesgo de retención ineficiente del cash flow y de sustitución de activos.

Estas circunstancias descritas implican, de alguna forma, el cumplimiento de los fenómenos de especificidad de activos e incertidumbre, descritos en 2.5.

Para Gatto y Ferraro (1997) " La estructura industrial PyMe se concentra en actividades manufactureras intensivas en trabajo y dentro de estas predominan las industrias basadas en recursos naturales y agrícolas o actividades manufactureras maduras".

A continuación se presenta tabla de PyME según agrupamiento por uso de recursos:

CUADRO NRO. 8 .Participación de los diferentes tipos de agrupamientos industriales (por valor de la producción y por numero de establecimientos)

	Valor de la Producción		Nro de Establecimientos	
	1984	1993	1984	1993
Agrupamientos Industriales	1984	1993	1984	1993
Basadas en Recursos Agrícolas intensivas en Trabajo.	29.00	30.07	29.57	29.0
Basadas en Recursos Primarios intensivas en Capital	10.14	10.3	3.82	4.49
Maduras e Intensivas en Trabajo	20.26	15.22	20.03	17.57
Maduras e Intensivas en Capital	8.99	9.74	10.18	10.37
Intensivas en Trabajo, contenido tecnológico bajo y medio	16.49	17.40	21.50	22.43
Nuevas intensivas en Trabajo, contenido tecnológico alto	3.29	4.29	3.12	3.81
Nuevas intensivas en capital, contenido bajo y medio	11.82	12.98	11.76	12.33
Totales	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: GATTO y FERRARO (op.cit, 1997).

La idea de “madurez” de los sectores donde se agrupan las empresas PyMEs presentada en el trabajo de Gatto y Ferraro, parecerían a priori pronosticar que estas características de madurez implican un mayor leverage. Lamentablemente, no disponer de datos de estructura de capital por tipo de agrupamiento no permiten realizar consideraciones en este sentido.

3.1.4. Incidencia de la Estructura Propietaria en la Estructura de Capital

La encuesta realiza por FIEL, permite extraer la el tipo de estructura propietaria por tamaño de empresa, este cuadro es presentado a continuación.

CUADRO NRO. 9 .Estructura propietaria por tamaño de la empresa. (En % del total)

Em-pleo	DU	SH	SRL	SA	Otra	DU	SH	SRL	SA	Otra	VBP
Total %	14	6	22	55	4	14	6	22	55	4	Total
1-5	36	22	29	12	2	38	16	31	13	3	Tamaño 1
6-10	38	11	33	16	2	15	8	32	40	6	Tamaño 2
11-50	12	5	34	44	5	7	0	19	70	4	Tamaño 3
51-200	3	0	9	84	4	0	0	2	96	0	Tamaño 4
201-500	0	0	3	96	43	0	0	4	93	4	Tamaño 5
501 +	0	0	0	100	1	0	0	0	100	0	Tamaño 6

Fuente: F.I.E.L (1995)

En el cuadro presentado es posible observar que las PyMEs, cuanto menor tamaño poseen son principalmente, empresas de un único dueño o sociedades de hechos. Esta circunstancia es relevante, en el sentido que en este tipo de sociedades no existe la responsabilidad limitada, por lo cual la totalidad del riesgo la asume el gerente – propietario. En esta situación implica una estructura de capital con mayor participación de fondos propios, la que actúa en forma de señalización. De hecho, retomando la información presentada en el cuadro Nro.1 sobre las fuentes de financiamiento

utilizadas por las empresas, esta hipótesis se confirma. Sin embargo, el tipo de información utilizada para determinar esta situación no confirma si esta circunstancia se debe a un fenómeno de señalización o a un fenómeno de racionamiento propio del mercado financiero.

Por otro lado y análogamente con esto último, el grupo de empresas donde la existencia de responsabilidad limitada es de mayor importancia, la deuda financiera también es más significativa en la estructura de capital. Sin embargo, y nuevamente en la línea de razonamientos ya utilizados, como las estructuras donde la existencia de responsabilidad limitada (SRL y SA) crecen con el tamaño de las firmas, se confunde la verdadera razón de la mayor participación del capital financiero en la estructura de capital. De la misma forma, la información disponible no permite captar la ocurrencia del fenómeno de “sustitución de activos”.

3.1.5. El Crédito Comercial y la Estructura de Capital

Tal como se señaló en 2.6.2., se argumenta que las empresas pueden ser financiadas por instituciones no financieras, ya que este tipo de crédito posee las ventajas de reducir significativamente una cantidad de problemas que se evidencian en la relación entre pequeñas empresas y prestamistas. Se intenta dar contenido a la evidencia acumulada para explicar la racionalidad del uso del crédito comercial en la estructura de capital de las PyMEs.

Los datos extraídos de la encuesta efectuada por FIEL evidencian un significativo uso de la fuente no financiera como medio de financiamiento de pequeñas y medianas empresas, no obstante no se observa un incremento en importancia de esta fuente, de forma inversamente proporcional, al tamaño de la empresa, como pronostica la teoría. Inclusive, si se considera que las fuentes poseen todas una importancia en términos de valor equivalente, es posible observar que hay alguna tendencia creciente de esta fuente en relación al tamaño.

3.1.6. El Crédito Bancario y la Estructura de Capital

La opinión predominante en Argentina, avalada por numerosos trabajos (F.I.E.L. (1995) y Banco Mundial (1994)) es que las PyMEs no pueden acceder al crédito bancario en las mismas proporciones que las grandes. La información revelada por los tres trabajos empíricos utilizados confirman esta hipótesis.

De igual manera y con la intención de complementar esta evidencia, los datos que pueden extraerse de la encuesta de FIEL con respecto al número de bancos con que operan este tipo de empresas revelan indicios en esta dirección. A continuación se presenta el cuadro mencionado:

CUADRO NRO. 10: Número de Bancos promedio que operan las PyMEs por tamaño

Empleados	Número de Bancos
Total	2.9
1-5	0.8
6-10	1.3
11-50	1.8
51-200	3.1
201-500	4.6
+ 501	14.1

Fuente: F.I.E.L. (1995)

Es posible observar que las empresas de menor tamaño, parecen estar más racionadas en el acceso al crédito, ya se porque están efectivamente racionadas (exceso de demanda de crédito), o bien porque perciben que no disponen el crédito al costo al que desearían acceder. Podemos sugerir que el mercado de crédito argentino tiene una gran influencia sobre la determinación de la estructura de capital de las PyMEs

4. CONCLUSIONES

La investigación se propone dos objetivos: i) individuar los determinantes de la estructura de capital en una economía con PyMEs; ii) analizar empíricamente el caso argentino.

Con el fin de proveer una clave interpretativa del primer objetivo, el trabajo presenta una reflexión teórica de los determinantes de la estructura de capital a la luz de las características particulares de la PyMEs. En particular se considera la existencia de control y propiedad en manos del mismo agente, lo que determina una aversión a la dilución de capital, altos costos directos e indirectos de quiebra, la ausencia de costos de agencia, problemas de diversificación de portfolio, problemas de dimensión; existencia de información asimétrica. Estas características repercuten de diversas maneras sobre la elección de la estructura de capital.

Los resultados del análisis del caso argentino, sugieren la existencia de problemas en el acceso al mercado financiero. Las empresas pequeñas presentan un menor grado de endeudamiento bancario, pero un nivel alto de endeudamiento fiscal y/o comercial, que actuarían como sustituto del primero. La financiación externa es menor, conformándose una estructura de capital, basada en la reinversión de utilidades y en el aporte de socios. Si las fuentes principales de financiamiento son fondos autogenerados y se supone que la rentabilidad de las PyMEs argentinas es modesta, se podría argumentar la existencia de restricciones en la evolución de dicho sector dentro del aparato productivo.

Los elementos brindados por el análisis empírico son indicativos, ya que no existe una encuesta específica y con la suficiente profundidad con las cuales constatar las hipótesis planteadas. Por lo tanto es conveniente anticipar que las conclusiones de este apartado son relativas y sería importante efectuar una serie de relevamientos a nivel nacional con el objeto de detallar aún más la problemática de las PyMEs dilucidando de esta manera los problemas de la demanda de crédito.

La edad de las PyMEs implica la disponibilidad para el sector financiero de un mayor historial

crediticio, lo cuál debería reflejarse en un menor riesgo en la evaluación y por lo tanto un mayor grado de endeudamiento de las firmas por la reducción del efecto negativo de la selección adversa. Sin embargo, la relación directa entre edad y tamaño dejan dudas a la hora de relacionar la deuda financiera con la primer variable.

Respecto a la dinámica exportadora de las PyMEs argentinas, la información presentada se evidencia que las mismas poseen un bajo coeficiente de exportación, e inclusive, este bajo coeficiente está destinado por ventas que se realizan al Mercosur, principalmente a Brasil, que incorporan un elemento adicional de riesgo. Probablemente este elemento sea considerado por el sector financiero cuando evalúa este tipo de empresas.

En relación a tipo de sector que pertenecen las pequeñas y medianas y empresas, la evidencia empírica muestra que solo el 4 % de estas empresas corresponden al grupo de “Nuevas intensivas en Trabajo, contenido tecnológico alto”, y en el mayor número pertenecen a sectores tradicionales. Lamentablemente, no se dispone de datos de estructura de capital segmentado por tipo de sector con lo cual tener evidencias sobre el efecto real de la pertenencia al sector sobre la misma.

La información disponible sobre la organización legal muestra que las PyMEs, son principalmente empresas de un único dueño o sociedades de responsabilidad limitada (en menor medida anónimas). Con respecto a esta situación es posible realizar dos consideraciones. En primer lugar las empresas de un único dueño, siendo sociedades de hecho o unipersonales, deberían mostrar un nivel de endeudamiento relativamente menor debido a la ausencia del efecto de responsabilidad limitada y que los mismos cargan con la totalidad del riesgo. Esta situación parece verificarse, no obstante, nuevamente la relación directa entre tamaño y organización legal con responsabilidad limitada, no permiten clarificar esta situación.

Finalmente, las consideraciones realizadas en función de los datos disponibles, en relación al crédito comercial y al crédito bancario, confirman las predicciones realizadas por los enfoques conceptuales presentados.

El presente trabajo tiene la virtud de discutir problemas de demanda asociados a la determinación de la estructura de capital que seleccionan empresas de menor tamaño. Como ya fue mencionado en reiteradas oportunidades, es necesario en el futuro realizar con un relevamiento específico con el fin de “separar” en la discusión de esta problemática las cuestiones de oferta de las cuestiones de demanda, ya que hasta ahora muchos de los resultados presentados pueden tener explicación en ambos sentidos.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Bagella M. , Becchetti L. E Caggese A. (1996) "La estructura del Capital in un'economía con PMI" in *Finanza D'impresa: Vincoli e opportunita per le piccole e medie imprese*. A cura di Bagella M. in Quaderni di Ploítica Industriale, No 9. 43-80.
- Bagella M. , Becchetti L. E Caggese A. (1996) "Vincoli Finanziari, Capitale de Rischio e innovazione nell'industria italiana: Un'analisi empirica su dati qualitativi e quantitativi del capione del medicredito centrale" in *Finanza D'impresa: Vincoli e opportunita per le piccole e medie imprese*. A cura di Bagella M. in Quaderni di Política Industriale, No 9. 43-80.
- Bagella M. , Becchetti L. E Caggese A. (1996). "On Capital Structure in a Small-Medium Firm Economy". *C.E.I.S. Working Paper* No 71.
- Bradley, M ; Jarell, A. y Kim, H. (1984) " On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal Of Finance*. 39 (3), 857-880.
- Bridge, S., O'Neill, K.y Cromie, S. (1988). *Understanding Entreprise, Entreprunership and Small Business*. Cap. 5-6-7. McMillan Business
- Castanias, R. (1983), "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure". *Journal Of Finance*. 38 (5), 1617 - 1635.
- Cecon, T. (1996) "Análisis de algunos Aspectos del Mercado Financiero Argentino". *Estudios*. Ano XIX. No 78 Julio/ Sept.
- Chen, A. E Kim, H. (1979) " Theories of Corporate Debt Policy: A Synthesis" *The Journal of Finance*. Vol. XXXIV, No 2. May.
- Diamond,, D. (1989). "Reputation acquisition in debt Markets". *Journal Of Political Economy*. No 97. pp 828-861.
- Durand ,D (1952).: " Cost of Debt and Equity Funds for Bussines: Trends and Problemss of Measurement", Conference on Research in Business Finance (N.Y, National Bureau of Economics Research).
- Durand ,D (1958).: " The Cost of Capital, Corporation Finance and theory of Investment: Comment". *The American Economic Review*. Vol. 48 . June . pp. 261-297.
- F.I.E.L. (1995) *Las pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina*. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.
- Fama, E. e Jensen, M. (1984) " Organizational forms and investment decisions" *Journal of Financial Economics* (14) 101-119.
- Fazzari, S; Hubbard Glenn, R. e Petersen, B.(1998). " Financing Constraints and Corporate Investment" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1998.141-195.
- Fornero, R. e Pellegrini, A. (1996) "Endeudamiento de las empresas, existen diferencias sistematicas entre paises?". *Ejecutivos de Finanzas*. Anno 12. No 125. 38-47
- Gamero P (1998): "Las ON como Instrumento de Financiamiento de las pymes. Trabajo de Grado de la carrera de Licenciatura en Economía. Departamento de Economía. UNS.
- Gatto F. e Ferraro, G.(1997) *Consecuencias iniciales de los Comportamientos Pymes en el nuevo escenario de Negocios en Argentina*. C.E.P.A.L.(Comision Economica para America Latina y el Caribe).
- Harris, M. e Raviv, A.(1991) " The Theory of Capital Structure" *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, No 1. March.
- Hutchinson, R. (1995) "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues". *Small Business Economics*. 7: 231-239.
- Jensen, M. e Meckling N. (1976), " Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure" *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Keasey,K. y McGuinnesss, P. (1990) " Small new firms and returns to alternative sources of finance, *Small Business Economics*. 2, pp. 213-222.

Lakshmi, S. e Myers, S. (1994) "Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No 4722. 1-31.

Lazzari, V. (1998). "La Struttura Finanziaria delle Piccole e Medie Imprese in Italia" in *Gli Intermediari Finanziari di Fronte allo Sviluppo del Corporate Finance*. A cura di Lazzari, V. Corbetta, G. Zara, C. E Gatti, S. Quaderni di Politica Industriale.

Leland, H. e Pyle, D. (1976) "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation" *Journal of Finance*. XXXII (2) May; 371-387.

Marsh, P. (1982) "The Choice Between Equity and Debt: An empirical Study". *The Journal of Finance*. Vol. XXXVII, No 1. March.

Mayer, C. (1988) "New Issues in Corporate Finance" *European Economic Review*. 32 1167-1189.

Modigliani, F. e Miller, M. (1958) "The Cost Of Capital, Corporation Finance and the Theory Of Investment". *American Economic Review*. Vol XLVIII. No 3.

Myers, S. (1984) "The Capital Structure Puzzle" *The Journal of Finance*. Vol. XXXIX, No 3. July.

Myers, S. e Majluf, N. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have" *Journal of Financial Economics*. 13, 187-221

Myers, S. (1977) "Determinants of Corporate Borrowing" *Journal of Financial Economics*. 5, 147-175.

Pagano, M. Panetta, F y Zingales, L. (1998). Why do Companies go public? An Empirical Analysis. *Journal Of Finance*. No 1, Vol. 53. pp. 27-64.

Petersen, M, e Raghuram, G. (1996) "Trade Credit: Theories and Evidence" *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No 5602. 1-51.

Petersen, M. y Rajan, R. (1994) "The Benefits of firm-creditor relationships: Evidence from Small Business Data. *Journal Of Finance*. No. 49. March. pp. 3-37.

Raghuram, R. e Zingales, L. (1994) "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No 4875. 1-53.

Ritter, J. (1987). 'The Costs of going Public' *Journal of Financial Economics*. 19, 269-281.

Ross, S.A. (1977) "The Determination of Financial Structure. The Incentive Signalling Approach". *Bell Journal Of Economics*, 8, 23 -40.

Salloum, D y Vigier, H. (1997) "Los problemas de financiamiento de las pequenas y medianas empresas: la relacion Banco-PyMEs. XXXII Reunion Anual de la Asociacion Argentina de Economia Politica.

Stiglitz J. y Weiss, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with imperfect information". *American Economic Review*. No 71. pp 912-927.

Storey, D. (1990) "Firm Performance and Size" en *The Economics of Small Firms*. Acs, Zoltan y Audretsh, D. (ed)

Storey, D. (1994). *Understanding the Small Business Sector*. Cap. 2-7. Routledge.

Titman, S (1984) "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision". *Journal Of Financial Economics*, Vol.32, n. 1.

Titman, S. e Wessels, R (1988) "The Determinants of Capital Structure Choice" *The Journal of Finance*. Vol. XLIII, No 1. March.

Vales R. e Girault, A. (1993). "La estructura de Financiamiento y la Composicion de los Activos de la empresa" 38-56. Revista Instituto Argentino de Finanzas(I.A.E.F.)

Warner, J. (1977) "Bankruptcy Costs; Some Evidence" *The Journal of Finance*. Vol. XXXII.

World Bank (1994). *Argentine Capital Markets Study*. Diciembre.

6. INDICE

1. INTRODUCCION.	1
2. ENFOQUES SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL	4
2.1. MODELOS DE INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.	4
2.2. MODELOS BASADOS EN LOS COSTOS DE AGENCIA	5
2.3. COSTOS DE BANCARROTA	6
2.4. FORMAS DE ORGANIZACIÓN Y DECISIONES DE INVERSIÓN.	7
2.5. LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN.	8
2.6. FUENTES DE FINANCIAMIENTO.	9
2.6.1. Crédito Bancario.	9
2.6.2. Crédito Comercial.	9
2.6.3. Mercado de Capitales.	10
3. ANALISIS EMPIRICO.	11
3.1. EVIDENCIAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL PARA ARGENTINA	12
3.1.1. La Incidencia de la Edad de la PyMes en la Estructura de Capital	15
3.1.2. Dinámica Exportadora de la PyMEs Argentinas	16
3.1.3. Dinámica Empresarial y Naturaleza de la Actividad PyME	18
3.1.4. Incidencia de la Estructura Propietaria en la Estructura de Capital	19
3.1.5. El Crédito Comercial y la Estructura de Capital	20
3.1.6. El Crédito Bancario y la Estructura de Capital	20
4. CONCLUSIONES	21
5. BIBLIOGRAFÍA	23

ⁱ Se entiende “costo relativo de la deuda” como los intereses totales sobre las deudas totales de la empresa.

ⁱⁱ Si bien en el presente trabajo se utilizará el término “gerente” con el objeto de referenciar al agente que actúa dentro de la firma y que posee la información diferencial, el término “insider” es una categoría utilizada en la literatura anglosajona y representa un concepto más amplio acerca del agente que actúa dentro de una organización, a diferencia del concepto corriente de gerente.

ⁱⁱⁱ La referencia inversores incluye todo tipo de fuentes de financiamiento que no provenga de los gerentes propietarios.

^{iv} La noción de “me first”, implican las acciones realizadas por insiders que tienen como objeto salvaguardar sus derechos en primera instancia, frente al riesgo de default.