

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires
Instituto de Investigaciones en Administración, Contabilidad y
Métodos Cuantitativos para la Gestión
Sección de Investigaciones Contables

Contabilidad y Auditoría

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail)
Nº 48 año 24–p. 15/50

Título:

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS

Autora:

RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ
JORGE ORLANDO PÉREZ
jorgeoperez53@gmail.com

Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá

Dr. RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ

- Candidato a Doctor en Ciencias Gerenciales, URBE Internacional
- Magister en Gestión Pública, Universidad Santiago de Cali
- Contador Público, Universidad del Magdalena
- Docente investigador asociado, Fundación Universitaria Los Libertadores (Bogotá)

Dr. JORGE ORLANDO PÉREZ

- Doctor en Contabilidad, Universidad Nacional de Rosario
- Magister en Dirección de Empresas, Universidad Católica de Córdoba
- Contador Público, Universidad Católica de Córdoba
- Profesor titular e investigador de la Universidad Católica de Córdoba (unidad asociada al Conicet)
- Profesor titular e investigador de la Universidad Nacional de Villa María

Publicación:

- Presentada el 31/07/2018
- Aprobada el 21/11/2018
- Publicada en Diciembre de 2018

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO
EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS**

**COMPARATIVE ANALYSIS OF INVESTMENT DECISIONS AND FINANCING IN
ARGENTINE AND COLOMBIAN SMES**

SUMARIO

Palabras Clave

Key Words

Resumen

Abstract

0. Introducción

1. Marco teórico

1.1. Inversión

1.2. Financiamiento

2. Contexto económico

2.1. Colombia

2.2. Argentina

3. Metodología de análisis

4. Análisis de datos

4.1. Empresas argentinas

4.2. Empresas colombianas

5. Conclusiones

6. Referencias bibliográficas

PALABRAS CLAVE

**PYMES ARGENTINAS – PYMES COLOMBIANAS – DECISIONES DE INVERSIÓN –
DECISIONES DE FINANCIACIÓN**

KEY WORDS

ARGENTINE SMEs - COLOMBIAN SMEs - INVESTMENT DECISIONS - FINANCING DECISIONS

RESUMEN

Este trabajo se propone efectuar un análisis comparativo entre las Pymes argentinas y colombianas en determinado periodo de tiempo respecto a sus decisiones de inversión y financiamiento.

En primer lugar, se analiza el marco teórico al problema en base a estudios previos que tomen en cuenta algunas de las cuestiones a examinar, para comprobar posteriormente si los supuestos previos se cumplen. Por otra parte, se señalan las principales características del contexto en cada uno de los países a estudiar.

Posteriormente, en función a la información disponible de las empresas se realizan indicadores que tienen que ver con la variación de la financiación proveniente de terceros y de los recursos propios, así como el análisis de la inversión en capital de trabajo y activos fijos. Tomando en cuenta la evolución del nivel de actividad y el ratio de deudas respecto a las ventas.

Con la interpretación de los datos se verifican las similitudes y diferencias entre los países, así como las que tienen que ver con los supuestos presentados en el marco teórico.

ABSTRACT

This paper intends to carry out a comparative analysis between Argentine and Colombian SMEs

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

in a certain period of time with respect to their investment and financing decisions.

First, the theoretical framework is analyzed based on previous studies that take into account some of the issues to be examined, in order to subsequently check whether the previous assumptions are fulfilled. On the other hand, the main characteristics of the context in each of the countries to be studied are indicated.

Subsequently, based on the information available from the companies, indicators are made that have to do with the variation in financing from third parties and own resources, as well as the analysis of the investment in working capital and fixed assets. Taking into account the evolution of the level of activity and the ratio of debts to sales.

With the interpretation of the data, the similarities and differences between the countries are verified, as well as those that have to do with the previous assumptions.

0. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es estudiar desde la óptica del análisis de la información proporcionada por los estados financieros, en un periodo de tiempo acotado y sujeto a condiciones económicas particulares, algunos aspectos observables en las decisiones de inversión y financiamiento para un segmento dentro del panel Pymes, comparando los resultados obtenidos entre empresas argentinas y colombianas. Esa información será contrastada con las conclusiones de estudios previos que analicen el comportamiento de las empresas ante decisiones de este tipo.

Pueden existir pautas comunes que tienen que ver con el tamaño de empresa, independientemente del ámbito geográfico en el que desarrollan sus actividades, pero por otra parte resulta interesante observar la

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

influencia de los condicionamientos del contexto y los aspectos culturales que influyen tanto el proceso de inversión como el modo en que se financian estas.

Para las empresas, los negocios y el desarrollo normal del objeto social de las mismas existen diferentes patrones para expandir el mercado, y uno de ellos es la inversión de corto o largo plazo.

Respecto al origen de los recursos para inversión, Rodríguez (2014, p. 15) afirma: “La inversión de capital público consiste en obtener participación de capital directamente del público a través de la Bolsa de Valores, mientras que el capital privado supone una inversión en una empresa privada por parte de unos pocos inversionistas”. Siendo solo una de las formas que poseen las organizaciones para realizar inversión mediante el financiamiento y así lograr el objetivo esperado.

Analizado el marco teórico en base a estudios previos que examinan las decisiones de inversión y financiamiento en las empresas en general, las Pymes en particular, en Colombia y Argentina, se identifican los aspectos principales que tienen que ver con los efectos macroeconómicos, para pasar al estudio de algunas variables relevantes de los estados financieros y efectuar la comprobación de las evidencias empíricas.

La descripción de las fuentes de financiamiento y decisiones de inversión de las Pymes argentinas y colombianas es realizada en este caso para el trienio 2015-2017. Se intenta responder a las siguientes preguntas: ¿Cuál ha sido la evolución de la inversión?, ¿el incremento de ventas dispara la inversión?, ¿cuáles son los principales determinantes de la inversión?, ¿cómo ha sido la evolución del financiamiento?, ¿dónde se canalizó la inversión?, ¿qué relación tiene el contexto con las decisiones de inversión y financiamiento? y ¿qué diferencias se observan entre las empresas argentinas y colombianas?

1. MARCO TEÓRICO

1.1. Inversión

La inversión de las empresas se manifiesta en el activo de los estados financieros. La misma se puede clasificar en dos tipos: de corto plazo, en capital de trabajo (activo corriente) y de largo plazo, en activo fijo (no corriente).

Afirma Galindo (2009, p. 18): “Inversión puede ser sinónimo de activo, pero suele hacer referencia a activos de largo plazo, ya que de ellos se esperan que produzcan rendimientos económicos en el futuro”. Son denominadas de largo plazo aquellas inversiones que superan más de un año para obtener los rendimientos correspondientes; sin embargo dentro del desarrollo de las inversiones existe el factor denominado riesgo, como la posibilidad de ocurrencia de pérdida o fracaso de las mismas; en particular aquellas que superan el tiempo de corto plazo y el nivel de riesgo es mayor pero al mismo tiempo hay incremento de la rentabilidad esperada.

Las propuestas de inversiones de largo plazo según Van Horne (1997, p.144) se pueden clasificar en las siguientes categorías: 1) nuevos productos o expansión de productos ya existentes, 2) reemplazo de equipo o edificios, 3) investigación y desarrollo, 4) exploración y 5) otros.

El aumento de activos fijos está asociado con las expectativas de generación de una tasa de rentabilidad acorde a sus objetivos, lo cual implica que el valor actual de los flujos de fondos futuros descontados a una tasa de costo de capital resulte positivo.

La inversión en activos de corto plazo está relacionada con el hecho de contar con los recursos necesarios para hacer frente a las operaciones. El aumento de los mismos habitualmente se debe a los requerimientos que genera un nivel de actividad mayor o cambios en las condiciones que modifiquen el ciclo de efectivo.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

Contrariamente a lo que puede considerarse en muchos casos, la evidencia argentina arroja, según Fanelli, Bebczuck y Pradelli (2003), que las ventas no son estadísticamente significativas para explicar las decisiones de inversión.

Por otra parte, para situaciones como las del contexto económico inestable de Argentina para el periodo considerado en este trabajo, resulta aplicable lo señalado por Panigo y Olivieri (2007, p.10)

... es importante mencionar que en contextos estocásticos, con agentes adversos al riesgo, un determinante crucial del proceso de inversión corporativa es la incertidumbre, comúnmente asociada a la volatilidad macroeconómica. La literatura reconoce dos canales a través de los cuales la volatilidad macroeconómica incide sobre las decisiones de inversión. El canal directo (ver Dixit y Pindyck, 1994; o Aizenman, 1995, entre otros), a través del cual la volatilidad macroeconómica reduce la tasa de retorno ajustada por riesgo (y con ella la demanda de bienes de capital) y el canal indirecto (financiero), a través del cual la mayor incertidumbre macroeconómica restringe la disponibilidad de financiamiento para nuevos proyectos de inversión (ver Greenwald y Stiglitz, 1990; Aizeman y Powell, 2000; o Baum, Caglayan y Ozkan, 2004).

1.2. Financiación

Si bien, los aspectos fundamentales que tienen que ver con la maximización del valor de la firma se refieren a decisiones de inversión y de financiación, generalmente se considera a las primeras como las más importantes, ya que un error en la toma de decisiones sobre el primer aspecto, puede llevar a resultados negativos irreversibles, mientras que la búsqueda de fondos podría ser una cuestión menos complicada. Sin embargo, la realidad no siempre opera de dicha manera, sobre todo en las empresas Pyme radicadas en mercados emergentes.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

El financiamiento es el aporte de recursos a una empresa para poder emprender un proyecto o una inversión; por lo tanto la toma de decisiones a nivel organizacional juega un papel importante ya que en la medida de la inversión a realizar se debe escoger la mejor forma de financiación. Sobre este aspecto sostiene Rodríguez (2014, p.14) “En términos de deuda y financiamiento, la estructura de capital de una empresa envuelve decisiones sobre financiación a través de deuda, y la implicación de que mayor apalancamiento aumenta el valor, parece ser más aplicable a grandes empresas”.

En la literatura encontramos diferentes autores que se refieren acerca de la capacidad de empresas diferentes a las Pymes; es así que Ferraro (2011, p.64) sostiene: “Solo las grandes empresas tienen acceso a todas las modalidades de financiamiento, seguidas de las firmas medianas. La prestación de estos servicios a las Pymes depende principalmente de que tengan una historia crediticia...” En muchas ocasiones debido a los diferentes factores externos los directivos de estas empresas no ven en la financiación como opción de crecimiento sino al contrario la deuda como un problema, que implica aumento del riesgo o posible liquidación de la misma; son paradigmas que circulan alrededor del empresario Pyme y van ligados también a las políticas de los gobiernos y el comportamiento de los sistemas financieros.

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

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

cuando el costo del capital se hace mínimo y el valor de la empresa máximo (López-Dumrauf, 2003).

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

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

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

A partir de entonces, distintos autores comienzan a desarrollar aspectos relacionados con las imperfecciones de los mercados, surgiendo cuestiones como los costos de agencia (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Diamond, 1989; Jensen, 1986), la información asimétrica (Stiglitz y Weis, 1981; Petersen y Rajan, 1994), la teoría del equilibrio estático o trade-off theory (Kraus y Litzenberger, 1973; Kim, 1978;

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

Brennan y Schwartz, 1978) y las jerarquías financieras (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

En este tipo de decisiones, como en otras, que se toman en las organizaciones, es importante tener en cuenta los estudios de los psicólogos Kahneman y Tversky (1979), quienes analizaron en profundidad el juicio humano y la selección de alternativas en situaciones de incertidumbre, siendo el primero galardonado con el Nobel de Economía en 2002. Así como la perspectiva de las finanzas conductuales (Stein, 1997; LeRoy, 2004; Schweitzer, 2008), donde cuestionan el enfoque racional de las decisiones financieras.

Los aportes mencionados anteriormente contribuyeron al estudio del financiamiento en general. No obstante, es importante tomar en cuenta que la aplicación de estas teorías en pequeñas y medianas empresas no siempre refleja la realidad de estas.

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

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

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

En las Pymes en particular, hay un número importante de autores que han abordado el estudio de los determinantes de la estructura de financiación en este tipo de empresas, las cuales mostraron evidencias

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

significativas y aportes de valor para el estudio de las mismas, tales como Briozzo, A. y Vigier (2008), Brighi, P. y Torluccio, G. (2007); Forte, D., Barros, L.A. y Nakamura, W.T. (2013); Mac an Bhaird, C. y Lucey, B. (2011) y Romano, C., Tanewski, G. y Smyrniotis, K. (2000). Los estudios señalados fueron de tipo empírico, donde detectaron cuestiones como la correlación del contexto macroeconómico, los cambios que se operan a medida que el ciclo de vida de la empresa y de sus propietarios se modifica, el orden de jerarquía de las fuentes de financiamiento y las condiciones internas que influyen en la decisión.

Sobre el mismo punto anterior, López-Dumrauf (2003, p.448) sostiene:

..las sociedades de capital cerrado suelen ser en muchos casos empresas familiares, y para hacer un análisis en el contexto de una estructura de capital óptima deberíamos tener presentes ciertas características observables en este tipo de empresas:

- *Tienen restricciones de financiamiento.*
- *No suelen pensar en una estructura de capital de largo plazo.*
- *Generalmente, no emiten obligaciones con calificación de riesgo crediticio.*

En otro párrafo, el mismo autor (448-449) expresa la siguiente opinión:

En las compañías pequeñas y medianas no suele realizarse muy a menudo un análisis de la estructura de capital óptima, ni cálculos de la ventaja impositiva que proporciona la deuda. En general, no suelen buscar aumentar el valor para el accionista realizando modificaciones importantes en la estructura de capital. En cambio, es muy común encontrar pequeñas o medianas empresas que suelen utilizar mucha deuda para financiar buenas oportunidades de crecimiento. En general la pregunta que se hacen los directivos de este tipo de

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

compañía es “¿hasta dónde puedo endeudar la firma para financiar el crecimiento?”.

Autores como Hamilton y Fox (1998) y Hutchinson, Hall y Michaelas (1998) señalan que la preferencia por el autofinanciamiento se basa en el deseo de los propietarios por mantener el control de la empresa. Por otra parte, Briozzo y Vigier (2009) se refieren a que estudios empíricos a nivel internacional que las pequeñas empresas emplean menos endeudamiento financiero que las grandes.

Sobre el caso particular de las economías latinoamericanas Pascale (2009, p.259) afirma:

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

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

2. CONTEXTO ECONÓMICO

2.1. Colombia

Colombia es miembro de diferentes acuerdos comerciales y de inversión, busca la libre circulación de bienes y servicios entre diferentes

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

países y regiones del mundo para así fortalecer el gremio empresarial de cada uno de los sectores económicos, algunos con mayor aporte que otros o con mejores proyecciones. Según la Ocde (2015, p.16)

Colombia se ha abierto progresivamente al comercio y a la inversión, y ha mejorado las condiciones de seguridad en el país. El boom de las exportaciones y de las inversiones en el sector del petróleo y la minería ha beneficiado también a la demanda interna.

Sin embargo, en el marco empresarial y de expansión económica las empresas deben afrontar riesgos de las posibles inversiones y de la manera como las van a financiar, ya que una mala acción o decisión puede llevar todo al fracaso, al respecto Zuleta J (2011, p.42) afirma: “El sistema financiero colombiano se caracteriza por un bajo nivel de profundización financiera y un limitado desarrollo de instrumentos de evaluación de riesgos adecuados para las pymes” Esto se debe a que el principal fortalecimiento se lo han llevado las grandes empresas, multinacionales y aquellas pertenecientes a los grandes grupos económicos, las que cotizan en Bolsa; siendo esta una de las grandes diferencias con Argentina, allí en este país las empresas que cotizan en Bolsa pueden ser consideradas pequeñas y medianas, para el caso colombiano esto no aplica.

El sector Pyme debe tomar posición en el asunto, en cuanto a los temas financieros mediante vinculación de apoyo por parte del gobierno nacional; sin lugar a dudas los riesgos que deben enfrentar estas empresas cada día son mayores, pero en la medida del paso del tiempo estos deben minimizarse, siempre y cuando se definan políticas por cada una de ellas. Clavijo (2017, p.2) sostiene:

Esto muestra que la política pública debe enfocarse, por un lado, en que se fortalezca la educación financiera para ayudar a los empresarios a entender los riesgos y beneficios de la deuda y, por otro, en mostrarle a estos empresarios las alternativas que tienen para financiarse y minimizar.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

A continuación, se expone el comportamiento del PBI a nivel nacional y para Bogotá durante los años 2014 a 2017 representados de manera porcentual:

| Crecimiento del PBI | | |
|----------------------------|---------------|-----------------|
| año | Bogotá | Colombia |
| 2014 | 4,6% | 4,6% |
| 2015 | 4,8% | 3,1% |
| 2016 | 2,9% | 2,0% |
| 2017 | 2,3% | 1,8% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de DANE

De acuerdo a lo anterior, se puede apreciar la disminución del crecimiento económico de los dos últimos años, ello se debe a diferentes factores micro y macroeconómicos. Para el 2015 Bogotá tiene repunte del 4,8% del PBI destacando un crecimiento en todos los sectores económicos menos el sector minero que representó una disminución 0,6% respecto al 2014 y la agricultura con un crecimiento del 3,3%.

En el año 2016 el país registró el menor crecimiento de los últimos siete años, representado en un 2,0% y 2,9% de Colombia y Bogotá respectivamente, esta caída económica se debe al comportamiento del sector de hidrocarburos y de transporte cayendo en un 0,1% y 6,5% cada uno, donde indudablemente la afectación económica se ve reflejada en la disminución del PBI.

En el año 2017 el crecimiento económico sigue a la baja, Bogotá tiene un crecimiento 2,3% con una disminución del 0,6% con respecto al año anterior, que responde de manera directa a la reforma tributaria, ley

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

1819 de 2016 que inicia a ser implementada en 2017; donde el nivel de consumo disminuyó considerablemente debido al aumento de los precios como también el destino de recursos para el pago de más impuestos.

El índice de precios al consumidor resultó para 2015: 4,09%, 2016: 5,75% y 2017: 6,7%

2.1. Argentina

A finales del año 2015 se produjo un cambio de gobierno en Argentina. La macroeconomía venía de serios desajustes, caracterizados fundamentalmente por un fuerte desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos e importante déficit fiscal. Por otro lado, atraso en la cotización y control del tipo de cambio, tarifas de servicios públicos subsidiadas, junto a elevada tasa de inflación. Estaba cuestionada la metodología de medición de la inflación aplicada por el organismo oficial, utilizándose para distintas estimaciones lo que se llamó “el índice congreso”, que lo difundían legisladores de la oposición y que consistía en un promedio de las evaluaciones de las principales consultoras. En el 2015 el índice mencionado fue del 27,7%. En ese mismo año el PBI creció 2,7%, mientras que según el Observatorio de la Deuda Social dependiente de la Universidad Católica Argentina el índice de pobreza era del 29%.

El nuevo gobierno optó por una política gradualista para reducir los desequilibrios macroeconómicos, salvo en la restauración del mercado de cambios libre, lo cual provocó un importante aumento de la divisa y un incremento importante de los precios internos. Se trató de provocar un cambio de expectativas en los sectores empresarios para favorecer la inversión. Las nuevas políticas provocaron que en 2016 la inflación llegara al 40,7% (según el índice congreso), aumento de la desocupación y caída en el consumo, lo que se vio reflejado en un descenso del PBI en un 1,8%, mientras que la pobreza aumentó.

En el 2017 el índice de precios al consumidor medido por el Instituto Nacional de Estadística y Censos fue del 24,7%, mientras que el PBI

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

aumentó 2,9%, lo cual indicó un leve repunte después de la caída del año anterior. Pero, a pesar que existe un esfuerzo para reducir el déficit fiscal, el mismo sigue siendo muy elevado, con importante endeudamiento del exterior. Para esterilizar en parte el efecto inflacionario que generarían al ser cambiados los dólares introducidos por moneda local, el Estado siguió emitiendo títulos públicos al igual que el año anterior.

3. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS

En Argentina no existe una base de datos con los estados contables de las Pymes. La única información disponible lo es para aquellas empresas de este segmento que hacen oferta pública de sus acciones y que están disponibles en la página de la Comisión Nacional de Valores (CNV), los cuales son la minoría y las de mayor tamaño dentro de este tipo de empresas. La CNV clasifica a las Pymes según su monto máximo de ventas anuales por actividad, siendo los siguientes en millones de pesos argentinos: agropecuarias 230, industrias 760, comercios 900, servicios 250 y construcción 360

Para el caso de Colombia, la clasificación de la Pymes se encuentra reglamentada por la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones con la Ley 905 y 1151 de 2004 y 2007 respectivamente. En la ley 905 de 2004 en su artículo 2° establece:

Artículo 2°: Definiciones. Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las Famiempresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por una persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio, rural o urbana, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros:

1. *Mediana Empresa:*

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

- a) *Planta de personal entre cincuenta y un (51) y doscientos (200) trabajadores o,*
- b) *Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.*
- 2. *Pequeña Empresa:*
 - c) *Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores o,*
 - d) *Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes o,*
- 3. *Microempresa:*
 - e) *Planta de personal no superior a diez (10) trabajadores o,*
 - f) *Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes.*

De acuerdo a la clasificación dada por la ley 905 de 2004 y para el análisis de caso, se tomará la clasificación del numeral uno y dos, mediana y pequeña empresa.

Para la elaboración de los cuadros respectivos se tomó el año en que ocurría el cierre del ejercicio económico anual. Se seleccionaron las empresas no financieras y en base a sus estados anuales, se los separó por año de cierre de su ejercicio económico (independientemente del mes en que hubiera ocurrido) y se relevaron los datos que se comentan a continuación.

Se tomó por un lado el aumento relativo del pasivo y del patrimonio neto respectivamente, respecto al ejercicio inmediato anterior. Teniendo en cuenta que al existir elevada inflación en Argentina y que no todas las empresas de este segmento que realizan revalúo contable, al partir de un patrimonio desactualizado, el incremento aparente en este punto es superior al real.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

Por otra parte, se calculó la variación relativa del activo corriente y del activo no corriente. En este último concepto también por efecto de la inflación podrían existir distorsiones.

Para medir el endeudamiento no se recurrió al ratio clásico de pasivo/patrimonio neto, en razón que al estar desactualizado el denominador, se consideró más relevante hacerlo a través de la relación pasivo/ventas.

La variación en ventas se calculó tomando como base las operaciones del año anterior. A los efectos de la interpretación de este dato, es necesario compararlo con los niveles de inflación.

4. ANÁLISIS DE DATOS

A continuación se exponen los datos elaborados de acuerdo a la información provista por los estados contables para cada uno de los años del trienio. Para cada caso los conceptos involucrados en cada columna son los siguientes:

A: incremento relativo anual del pasivo

B: incremento relativo anual del patrimonio neto

C: incremento relativo de la inversión en capital de trabajo (activo corriente)

D: incremento relativo de la inversión en activo fijo (activo no corriente)

E: relación pasivo/ventas

F: incremento relativo de las ventas

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

G: participación relativa del financiamiento anual de terceros respecto al financiamiento total del año

H: participación relativa del financiamiento propio (aportes y utilidades retenidas) anual respecto al financiamiento total del año

I: participación relativa de la inversión anual en capital de trabajo respecto a la inversión total anual

J: participación relativa de la inversión anual en activo fijo respecto a la inversión total anual

4.1. Empresas argentinas

Cuadro N° 1: Argentina: indicadores de financiación e inversión del año 2015

| Empresa | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Actual | 0,68 | 0,19 | 0,74 | 0,40 | 2,60 | 0,27 | 0,96 | 0,04 | 0,75 | 0,25 |
| Algabo | 0,23 | 0,15 | 0,32 | 0,00 | 0,54 | 0,43 | 0,64 | 0,36 | 1,01 | -0,01 |
| Alianza | 0,74 | 0,62 | 0,61 | 7,01 | 0,75 | 0,65 | 0,83 | 0,17 | 0,83 | 0,17 |
| Agroemp. Colón | 0,11 | 0,42 | 0,14 | 0,32 | 0,86 | 0,18 | 0,69 | 0,31 | 0,90 | 0,10 |
| BF Argentina | 0,30 | 0,13 | 0,23 | 0,26 | 0,38 | 0,38 | 0,80 | 0,20 | 0,81 | 0,19 |
| BE Enterprise | 0,57 | 1,07 | 0,70 | 0,31 | 0,60 | 0,20 | 0,68 | 0,32 | 0,97 | 0,03 |
| Big Bloom | 0,28 | 0,30 | 0,25 | 1,05 | 0,62 | 0,43 | 0,89 | 0,11 | 0,87 | 0,13 |
| Decréditos | 0,44 | 0,59 | 0,45 | 0,82 | 0,46 | 0,26 | 0,49 | 0,51 | 0,74 | 0,26 |
| Dilcar | 0,36 | 0,40 | 0,38 | 0,33 | 0,83 | 0,44 | 0,67 | 0,33 | 0,89 | 0,11 |
| Construir | 0,56 | 0,23 | 0,27 | 0,61 | 4,04 | 0,90 | 0,94 | 0,06 | 0,14 | 0,86 |
| Ebucar | -0,07 | 1,17 | 0,14 | 3,29 | 0,12 | 0,44 | -0,12 | 1,12 | 0,35 | 0,65 |
| Ecipsa | 0,42 | 0,15 | -0,11 | 0,72 | 4,39 | 0,54 | 0,93 | 0,07 | -0,12 | 1,12 |
| Indo | 0,13 | 0,68 | 0,40 | 0,59 | 1,39 | 0,63 | 0,16 | 0,84 | 0,87 | 0,13 |
| Inmac | 0,38 | -0,04 | 0,35 | -0,15 | 1,24 | -0,17 | 1,06 | -0,06 | 1,13 | -0,13 |
| Insumos agropec. | 0,45 | 0,23 | 0,42 | 0,40 | 0,61 | 0,37 | 0,91 | 0,09 | 0,96 | 0,04 |
| Edisur | 0,55 | 0,49 | 0,09 | 0,95 | 5,75 | 0,31 | 0,69 | 0,31 | 0,08 | 0,92 |
| Meranol | 0,42 | 0,40 | 0,30 | 0,53 | 0,69 | 0,16 | 0,69 | 0,31 | 0,36 | 0,64 |
| Montever | 0,95 | 0,11 | 0,44 | 4,16 | 0,62 | 0,05 | 0,97 | 0,03 | 0,52 | 0,48 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ovoprot | 0,97 | 0,09 | 0,56 | 0,79 | 0,47 | 0,53 | 0,94 | 0,06 | 0,74 | 0,26 |
| Prifamon | 0,71 | 3,88 | 0,63 | 4,49 | 0,48 | 0,73 | 0,50 | 0,50 | 0,45 | 0,55 |
| Regional Trade | 0,24 | 0,39 | 0,25 | 0,89 | 0,24 | 0,37 | 0,39 | 0,61 | 0,74 | 0,36 |
| Serviant | 0,58 | 0,30 | -0,56 | 11,23 | 1,07 | 0,60 | 0,90 | 0,10 | -0,95 | 1,95 |
| Sion | <u>0,83</u> | <u>0,42</u> | <u>1,09</u> | <u>0,38</u> | <u>0,80</u> | <u>1,53</u> | <u>0,78</u> | <u>0,22</u> | <u>0,68</u> | <u>0,32</u> |
| Media | 0,47 | 0,54 | 0,35 | 1,71 | 1,28 | 0,44 | 0,71 | 0,29 | 0,59 | 0,41 |
| Mediana | 0,44 | 0,39 | 0,35 | 0,61 | 0,69 | 0,43 | 0,78 | 0,22 | 0,74 | 0,26 |
| Desvío estándar | 0,27 | 0,79 | 0,32 | 2,72 | 1,47 | 0,33 | 0,28 | 0,28 | 0,47 | 0,46 |

Fuente: elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV, accesible en <https://www.cnv.gov.ar/>

En el año 2015 el 71% del financiamiento total provino del pasivo. De la inversión total, su mayor parte fue aplicada al capital de trabajo (59%). El aumento del activo corriente respecto al año anterior (35%), resultó inferior a la variación positiva en ventas (44%), lo cual podría visualizarse como un debilitamiento de esta parte de la inversión.

El activo fijo muestra un aumento importante respecto al año anterior (171%). Aquí hay que tener en cuenta dos aspectos: a) por un lado la distorsión por la falta de ajuste por inflación en este tipo de bienes, que habitualmente tienen una antigüedad considerable y b) cuando se analiza la proporción de la inversión que distribuyó entre las 2 categorías, se observa un porcentaje de una magnitud menos relevante (41%) para los activos fijos, lo que demuestra que en las empresas seleccionadas el stock de activo corriente es muy superior al no corriente.

El incremento en las ventas estuvo por encima del crecimiento de los precios de la economía.

El aumento del pasivo en el ejercicio económico (47%) fue superior a la suba en ventas. El financiamiento propio, ya sea por utilidades retenidas o por aumento de capital subió un 54%, sin embargo representa el 29% del financiamiento total obtenido.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

El pasivo representaba 1,28 respecto a las ventas anuales, lo cual implica un endeudamiento equivalente a 15 meses de operaciones, aunque con un gran nivel de dispersión en cada empresa, según puede observarse en la desviación estándar. Siendo las empresas de la actividad de la construcción las más endeudadas.

Cuadro N° 2: Argentina: indicadores de financiación e inversión del año 2016

| Empresa | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Actual | 0,49 | 0,56 | 0,38 | 0,86 | 2,74 | 0,45 | 0,91 | 0,09 | 0,59 | 0,41 |
| Algabo | 0,60 | 0,15 | 0,47 | 0,26 | 0,64 | 0,71 | 0,84 | 0,16 | 0,79 | 0,21 |
| Alianza | 1,22 | 0,33 | 1,15 | 0,02 | 1,39 | 0,20 | 0,94 | 0,06 | 1,00 | 0,00 |
| Agroemp. Colón | 0,47 | 0,41 | 0,44 | 0,82 | 1,54 | -0,19 | 0,88 | 0,12 | 0,90 | 0,10 |
| BF Argentina | 0,53 | 0,89 | 0,76 | 0,14 | 0,44 | 0,33 | 0,55 | 0,45 | 0,96 | 0,04 |
| BE Enterprise | 0,26 | 0,18 | 0,20 | 0,91 | 0,57 | 0,33 | 0,82 | 0,18 | 0,78 | 0,22 |
| Big Bloom | 0,19 | 0,30 | 0,18 | 0,12 | 0,62 | 0,18 | 0,98 | 0,02 | 0,96 | 0,04 |
| Decréditos | -0,04 | 0,80 | 0,35 | 0,34 | 0,34 | 0,31 | -0,06 | 1,06 | 0,82 | 0,18 |
| Dilcar | -0,40 | 0,43 | 0,31 | 0,67 | 0,36 | 0,37 | 1,95 | -0,95 | 0,78 | 0,22 |
| Construir | 0,69 | 0,13 | 0,65 | 0,62 | 6,66 | 0,03 | 0,98 | 0,02 | 0,24 | 0,76 |
| Ebucar | 1,38 | -0,16 | 0,88 | -0,76 | 0,23 | 0,22 | 1,19 | -0,19 | 1,35 | -0,35 |
| Ecipsa | 0,60 | 0,01 | 0,49 | 0,52 | 6,31 | 0,11 | 1,00 | 0,00 | 0,26 | 0,74 |
| Indo | 0,67 | 0,46 | 0,67 | -0,62 | 0,44 | 0,52 | 0,48 | 0,52 | 1,12 | -0,12 |
| Inmac | 0,15 | 0,27 | 0,21 | 0,01 | 0,33 | 0,52 | 0,64 | 0,36 | 1,00 | 0,00 |
| Insumos agropec. | 0,71 | 0,04 | 0,63 | 0,19 | 1,04 | 0,00 | 0,99 | 0,01 | 0,99 | 0,01 |
| Edisur | 0,66 | 0,32 | 0,83 | 0,40 | 6,91 | 0,38 | 0,81 | 0,19 | 0,53 | 0,47 |
| Lab. Pretty | 0,38 | 1,09 | 0,25 | 1,08 | 0,66 | 0,23 | 0,58 | 0,42 | 0,31 | 0,69 |
| Meranol | 0,71 | 0,12 | 0,61 | 0,45 | 0,94 | 0,24 | 0,93 | 0,07 | 0,54 | 0,46 |
| Montever | 0,35 | 0,28 | 0,44 | 0,05 | 0,59 | 0,42 | 0,89 | 0,11 | 0,96 | 0,04 |
| Ovoprot | -0,31 | 0,18 | -0,14 | -0,30 | 0,24 | 0,34 | 1,29 | -0,29 | 0,62 | 0,38 |
| Prifamon | 0,18 | 0,09 | 0,00 | 0,42 | 0,53 | 0,08 | 0,79 | 0,21 | -0,01 | 1,01 |
| Regional Trade | 1,45 | 0,65 | 1,16 | 0,23 | 0,36 | 0,61 | 0,68 | 0,32 | 0,97 | 0,03 |
| Serviant | 0,83 | 0,69 | 0,62 | 0,88 | 1,32 | 0,48 | 0,88 | 0,12 | 0,20 | 0,80 |
| Sion | 0,05 | 0,24 | 0,41 | 0,40 | 0,97 | 0,22 | 0,82 | 0,18 | 0,54 | 0,46 |
| Vetanco | <u>-0,98</u> | <u>0,59</u> | <u>0,28</u> | <u>0,04</u> | <u>0,34</u> | <u>0,38</u> | <u>0,04</u> | <u>0,96</u> | <u>0,97</u> | <u>0,03</u> |
| Media | 0,43 | 0,36 | 0,49 | 0,31 | 1,46 | 0,30 | 0,83 | 0,17 | 0,73 | 0,27 |
| Mediana | 0,49 | 0,30 | 0,44 | 0,34 | 0,62 | 0,33 | 0,88 | 0,12 | 0,79 | 0,21 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Desviación est. | 0,54 | 0,30 | 0,32 | 0,45 | 2,02 | 0,20 | 0,38 | 0,38 | 0,33 | 0,33 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

Fuente: elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV, accesible en <https://www.cnv.gov.ar/>

En el periodo 2016 el 83 % del financiamiento tomado provino de capitales de terceros, mientras que la inversión del año fue aplicada en un 73% al capital de trabajo.

La inversión en activo fijo creció un 31% respecto al año anterior, representando por otro lado un 27% de la inversión total anual (entre activos corrientes y no corrientes).

Las ventas aumentaron un 30%, porcentaje por debajo de la inflación con lo cual se verifica una caída en términos reales en el nivel de actividad, lo cual es compatible con un año de caída del PBI.

El activo corriente aumentó respecto al periodo anterior un 49%, lo que equivale a un fortalecimiento del capital de trabajo, debido a que fue superior al incremento de ventas.

El aumento del pasivo 43% fue mayor al incremento de ventas en un 13%.

Las deudas totales representaban una relación de 1,46 sobre las ventas, lo que equivalía a 17 meses de venta de pasivo (2 meses más que en el año anterior), como en el periodo precedente los niveles más elevados se dan en las empresas dedicadas a la construcción.

Cuadro N° 3: Argentina: indicadores de financiación e inversión del año 2017

| Empresa | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Actual | 0,50 | 0,22 | 0,53 | 0,35 | 2,71 | 0,51 | 0,96 | 0,04 | 0,04 | 0,79 |
| Algabo | 0,23 | 0,16 | 0,25 | 0,09 | 0,55 | 0,45 | 0,73 | 0,27 | 0,86 | 0,14 |
| Alianza | -0,03 | 0,91 | 0,07 | 0,31 | 0,86 | 0,59 | -0,33 | 1,33 | 0,85 | 0,15 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Agroemp. Colón | 0,65 | 0,39 | 0,66 | 0,07 | 1,93 | 0,32 | 0,92 | 0,08 | 0,99 | 0,01 |
| Construir | 0,63 | -0,18 | 1,02 | 0,43 | 6,36 | 0,71 | 1,02 | -0,02 | 0,42 | 0,58 |
| Ebucar | 0,39 | 0,09 | 0,29 | 0,43 | 0,25 | 0,27 | 0,91 | 0,09 | 0,95 | 0,05 |
| Ecipsa | <u>0,60</u> | <u>2,07</u> | <u>0,69</u> | <u>0,75</u> | <u>5,65</u> | <u>0,78</u> | <u>0,73</u> | <u>0,27</u> | <u>0,25</u> | <u>0,75</u> |
| Media | 0,42 | 0,52 | 0,50 | 0,35 | 2,62 | 0,52 | 0,71 | 0,29 | 0,73 | 0,27 |
| Mediana | 0,50 | 0,22 | 0,53 | 0,35 | 1,93 | 0,51 | 0,91 | 0,09 | 0,85 | 0,15 |
| Desviación est. | 0,25 | 0,76 | 0,32 | 0,23 | 2,47 | 0,19 | 0,47 | 0,47 | 0,28 | 0,28 |

Fuente: elaboración propia en base a los estados contables publicados por la CNV, accesible en <https://www.cnv.gov.ar/>

Para este periodo, al momento de realizar el estudio el número de las empresas que habían presentado sus estados contables era bajo, por lo cual es necesario analizar con cuidado los números obtenidos para no caer en conclusiones equivocadas.

En el 2017 el aumento en ventas promedio resultó del 52%, el cual refleja un incremento por sobre la inflación, viéndose reflejado en una suba de la misma proporción que la referida a los recursos propios (aportes y utilidades retenidas).

El 71% del financiamiento es de terceros, que se ve aplicado como en casos anteriores en su mayor proporción al activo corriente, destinándose en este caso un 73% de la inversión total al capital de trabajo.

El incremento del pasivo resultó inferior al aumento de ventas en un 10%.

En este caso la deuda sigue en aumento 2,62, lo que equivale a más de 31 meses de ventas. No obstante este dato está sesgado por la menor cantidad de empresas que se pudo relevar, aumentando la incidencia en el total el peso de las empresas constructoras. Si se analizan aisladamente las empresas respecto al año anterior, se comprueba que el endeudamiento es algo menor en este año.

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

El cambio de expectativas se ve reflejado en medidas de corto plazo, que es el fortalecimiento del capital de trabajo y baja inversión en activos fijos.

4.2. Empresas colombianas

Cuadro N° 1: Colombia: indicadores de financiación e inversión del año 2015

| EMPRESA | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Turflor | -0,19 | 0,10 | 0,06 | -0,33 | 0,25 | 0,04 | 1,36 | -0,36 | -0,37 | 1,37 |
| Palmas del Sogamoso | -0,02 | -0,10 | -0,47 | -0,03 | 2,63 | -0,08 | 0,22 | 0,78 | 0,42 | 0,58 |
| Inversiones El Sol del Llano Ltda | 0,04 | 0,04 | 0,09 | 0,02 | 0,42 | 0,11 | 0,20 | 0,80 | 0,59 | 0,41 |
| Arrocera Potrerito Laserna y cia | 0,45 | 0,00 | 0,37 | -0,01 | 0,91 | -0,15 | 0,99 | 0,01 | 1,09 | -0,09 |
| Palmeras Sillatava | 0,22 | -0,12 | 0,23 | -0,03 | 1,52 | -0,15 | 2,11 | -1,11 | 1,39 | -0,39 |
| Importadora Gran Andina | -0,20 | 0,04 | -0,07 | -0,08 | 0,35 | -0,16 | 1,30 | -0,30 | 0,81 | 0,19 |
| Servimar | 0,51 | 0,05 | 0,47 | -0,01 | 0,46 | -0,07 | 0,94 | 0,06 | 1,01 | -0,01 |
| Allmark Comercial de Colombia | 0,09 | 0,10 | 0,12 | -0,22 | 0,47 | -0,03 | 0,70 | 0,30 | 1,15 | -0,15 |
| Mol Partes | 0,50 | 0,11 | 0,28 | 0,44 | 0,97 | -0,04 | 0,87 | 0,13 | 0,49 | 0,51 |
| Importadora Montecarlo Motors | -0,16 | 0,19 | -0,16 | 0,42 | 0,42 | -0,10 | 1,72 | -0,72 | 1,97 | -0,97 |
| Lubrillantas El Dorado | -0,01 | 0,09 | 0,07 | -0,05 | 0,21 | 0,19 | -0,10 | 1,10 | 1,19 | -0,19 |
| Representaciones Diesel y T. Ltda | 0,20 | 0,10 | -0,10 | 0,55 | 0,77 | -0,15 | 0,57 | 0,43 | -0,44 | 1,44 |
| Alianza Motor | 0,38 | 0,15 | 0,43 | -0,04 | 0,23 | 0,11 | 0,90 | 0,10 | 1,03 | -0,03 |
| Constructora A Cruz | 0,41 | 0,11 | 0,19 | 0,77 | 0,58 | -0,05 | 0,82 | 0,18 | 0,60 | 0,40 |
| Electro Diseños | 0,02 | 0,08 | 0,03 | 0,19 | 0,17 | -0,27 | 0,12 | 0,88 | 0,47 | 0,53 |
| Solo Redes Ingeniería | 0,04 | 0,15 | -0,03 | 1,06 | 0,58 | -0,04 | 0,40 | 0,60 | -0,41 | 1,41 |
| Constructora Landa | 0,13 | 0,12 | 0,25 | -0,02 | 0,30 | 0,54 | 0,65 | 0,35 | 1,08 | -0,08 |
| Intelca Proyectos Servicios y T. | -0,17 | -0,17 | -0,25 | 0,06 | 0,22 | 0,28 | 0,59 | 0,41 | 1,10 | -0,10 |
| Baena Mora y cía. Ltda. | 0,14 | 0,49 | 0,28 | 0,13 | 0,22 | 0,32 | 0,40 | 0,60 | 0,88 | 0,12 |
| Manufacturas Gonzo | -0,16 | 0,24 | 0,13 | -0,03 | 0,20 | 0,05 | -1,27 | 2,27 | 1,26 | -0,26 |
| Internacional de Suelas Ltda. | 0,21 | 0,03 | 0,67 | 0,00 | 1,03 | 0,00 | 0,82 | 0,18 | 1,04 | -0,04 |
| Tecnimold Ltda | -0,21 | 0,05 | -0,14 | -0,03 | 0,45 | -0,06 | 1,30 | -0,30 | 0,84 | 0,16 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|------------------------------|-------|------|------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|
| Inversiones Berman s a s | 0,52 | 0,42 | 0,58 | 0,41 | 1,58 | 0,47 | 0,12 | 0,88 | 0,11 | 0,89 |
| La Plantación | 0,59 | 0,01 | 0,45 | 0,09 | 3,29 | 0,58 | 0,98 | 0,02 | 0,89 | 0,11 |
| Alianza Comercial de Seguros | -0,11 | 0,35 | 0,19 | -0,05 | 0,21 | 0,19 | -0,31 | 1,31 | 1,06 | -0,06 |
| Onest Negocios de Capital | -0,02 | 0,14 | 0,07 | -0,09 | 1,12 | 0,06 | -0,65 | 1,65 | 1,89 | -0,89 |
| Media | 0,12 | 0,11 | 0,14 | 0,12 | 0,75 | 0,06 | 0,61 | 0,39 | 0,81 | 0,19 |
| Mediana | 0,07 | 0,10 | 0,12 | -0,01 | 0,45 | -0,01 | 0,68 | 0,32 | 0,95 | 0,05 |
| Desviación estándar | 0,26 | 0,15 | 0,26 | 0,31 | 0,77 | 0,22 | 0,72 | 0,72 | 0,60 | 0,60 |

Fuente: Elaboración propia – Base de datos Superintendencia de Sociedades, accesible en <https://www.supersociedades.gov.co/>

El endeudamiento del 2015 corresponde al 75% indicador que fue tomado con base en las ventas y refleja las obligaciones con respecto a las ventas del año calculado, quedando un 25% libre de los ingresos operacionales o ventas; así mismo el incremento de las ventas con respecto al año anterior fue del 6%. El financiamiento anual que provino del pasivo representa el 61% con respecto al total. Por otra parte, la representación de las inversiones de capital de trabajo fue del 81%, porcentaje que de una u otra manera es favorable y que le permite obtener disponibilidad de recursos de manera inmediata. El incremento de la inversión total, la cual incluye capital de trabajo y activo fijo, está representado en un 26% mientras que el aumento relativo de las cuentas del pasivo y del patrimonio neto es del 12% y 11% respectivamente.

Cuadro N° 2: Colombia: indicadores de financiación e inversión del año 2016

| EMPRESA | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|-----------------------------------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Turflor | 0,34 | 0,12 | 0,53 | -0,46 | 4,21 | -0,92 | 0,80 | 0,20 | 1,53 | -0,53 |
| Finca Luna Roja | -0,61 | 0,04 | -0,46 | -0,01 | 0,13 | 5,76 | 1,26 | -0,26 | 0,89 | 0,11 |
| Palmas del Sogamoso | 0,01 | 0,05 | 3,51 | -0,08 | 5,06 | -0,48 | 0,14 | 0,86 | 4,53 | -3,53 |
| Arrocera Potrerito Laserna y cía. | 0,05 | 0,80 | 0,06 | 0,86 | 2,54 | -0,62 | 0,02 | 0,98 | 0,03 | 0,97 |
| Palmeras Sillatava | -0,38 | 0,18 | -0,46 | 0,03 | 3,80 | -0,75 | 1,47 | -0,47 | 1,13 | -0,13 |
| Importadora Gran Andina | 0,09 | 0,07 | -0,04 | 0,63 | 0,49 | -0,21 | 0,45 | 0,55 | -0,44 | 1,44 |
| Importadora Montecarlo | 0,12 | 0,21 | 0,20 | -0,02 | 0,27 | 0,74 | 0,52 | 0,48 | 1,04 | -0,04 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Motors | | | | | | | | | | |
| Lubrillantas El Dorado | 0,22 | 0,09 | 0,13 | 0,25 | 1,63 | -0,84 | 0,65 | 0,35 | 0,71 | 0,29 |
| Representaciones Diesel y T. | 0,39 | 0,10 | 0,08 | 0,36 | 6,70 | -0,84 | 0,73 | 0,27 | 0,18 | 0,82 |
| Constructora A Cruz | -0,06 | 0,53 | -0,17 | 1,50 | 0,42 | 0,31 | -0,23 | 1,23 | -0,84 | 1,84 |
| Intelca Proyectos Servicios y T. | 0,33 | 0,09 | 0,53 | -0,36 | 0,39 | -0,26 | 0,83 | 0,17 | 1,54 | -0,54 |
| Baena Mora y cía. Ltda. | 1,10 | -0,44 | 0,55 | 0,53 | 3,53 | -0,87 | 1,29 | -0,29 | 0,81 | 0,19 |
| Manufacturas Gonzo | -0,25 | 0,01 | -0,01 | -0,20 | 0,70 | -0,79 | 1,07 | -0,07 | 0,05 | 0,95 |
| Inversiones Berman | 0,35 | -0,02 | 0,54 | -0,03 | 0,43 | 3,94 | 2,02 | -1,02 | 2,71 | -1,71 |
| Alianza Comercial de Seguros | 0,43 | 0,32 | 0,35 | 0,41 | 0,08 | 2,97 | 0,41 | 0,59 | 0,84 | 0,16 |
| Onest Negocios de Capital | -0,25 | -0,50 | -0,44 | 0,03 | 1,58 | -0,47 | 0,51 | 0,49 | 1,02 | -0,02 |
| Media | 0,12 | 0,10 | 0,31 | 0,21 | 2,00 | 0,42 | 0,75 | 0,25 | 0,98 | 0,02 |
| Mediana | 0,10 | 0,09 | 0,11 | 0,03 | 1,14 | -0,47 | 0,69 | 0,31 | 0,87 | 0,13 |
| Desviación estándar | 0,40 | 0,31 | 0,92 | 0,50 | 2,07 | 2,01 | 0,58 | 0,58 | 1,27 | 1,27 |

Fuente: Elaboración propia – Base de datos Superintendencia de Sociedades, accesible en <https://www.supersociedades.gov.co/>

Para este segundo año el número de empresas disminuyó con respecto al año anterior, esto debido a que la empresas del 2015 ya no se encontraban en el mercado o en la mayoría de los casos ya uno cumplía con los requisitos de pequeña y mediana empresa, unas crecieron otras decrecieron en su número de activos, clasificador usado para el desarrollo de este ejercicio. El financiamiento anual de terceros representa un 75% con respecto al financiamiento total, mientras que el 98% de las inversiones fueron de corto plazo.

Los mayores incrementos relativos para el año 2016 son para las inversiones en capital de trabajo con un equivalente del 31% con respecto al año anterior y del 42% para ventas. El pasivo representa 2,00 veces respecto a las ventas anuales, reflejado en un endeudamiento equivalente a 24 meses de ejecución de actividades operacionales.

Cuadro N° 3: Colombia: indicadores de financiación e inversión del año 2017

| EMPRESA | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| Finca Luna Roja | -0,14 | -0,05 | -0,50 | 0,00 | 0,73 | -0,84 | 0,23 | 0,77 | 1,07 | -0,07 |
| Palmas del | 0,03 | 0,03 | 0,94 | -0,09 | 1,78 | 1,94 | 0,61 | 0,39 | 3,47 | -2,47 |

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sogamoso | | | | | | | | | | |
| Arrocera potrerito Laserna y cía. | 0,05 | 0,00 | -0,09 | 0,04 | 0,70 | 2,82 | 0,73 | 0,27 | -1,69 | 2,69 |
| Importadora Gran Andina | -0,46 | -0,16 | -0,04 | -0,94 | 0,20 | 0,33 | 0,67 | 0,33 | 0,11 | 0,89 |
| Importadora Montecarlo Motors | 0,21 | 0,29 | 0,10 | 0,76 | 0,44 | -0,26 | 0,56 | 0,44 | 0,34 | 0,66 |
| Lubrillantas El Dorado | -0,12 | 0,06 | 0,01 | -0,18 | 0,23 | 5,20 | 2,31 | -1,31 | -0,43 | 1,43 |
| Representaciones Diesel y T. | 0,12 | -0,07 | 0,01 | 0,03 | 1,31 | 4,76 | 2,38 | -1,38 | 0,25 | 0,75 |
| Constructora A Cruz | 0,09 | -0,03 | 0,04 | 0,02 | 0,80 | -0,43 | 1,58 | -0,58 | 0,76 | 0,24 |
| Intelca Proyectos Servicios y T. | 0,02 | 0,18 | 0,05 | 0,20 | 0,45 | -0,12 | 0,14 | 0,86 | 0,52 | 0,48 |
| Manufacturas Gonzo | 0,04 | -0,33 | -0,13 | -0,40 | 0,16 | 3,66 | -0,05 | 1,05 | 0,39 | 0,61 |
| Inversiones Berman | 0,57 | 0,01 | 0,66 | 0,00 | 1,76 | -0,62 | 0,90 | 0,10 | 1,05 | -0,05 |
| Alianza Comercial de Seguros | 0,55 | 0,32 | 0,57 | -0,58 | 0,35 | -0,67 | 0,49 | 0,51 | 1,21 | -0,21 |
| Media | 0,08 | 0,02 | 0,14 | -0,09 | 0,74 | 1,31 | 0,88 | 0,12 | 0,59 | 0,41 |
| Mediana | 0,04 | 0,01 | 0,03 | 0,00 | 0,57 | 0,10 | 0,64 | 0,36 | 0,45 | 0,55 |
| Desviación estándar | 0,28 | 0,18 | 0,40 | 0,42 | 0,58 | 2,26 | 0,80 | 0,80 | 1,20 | 1,20 |

Fuente: Elaboración propia – Base de datos Superintendencia de Sociedades, accesible en <https://www.supersociedades.gov.co/>

De acuerdo a la muestra tomada en el primer año 2015 y con el transcurso de cada periodo, ocurre lo mismo que el año anterior en cuanto al decrecimiento de la cantidad de empresas. Para este año, los indicadores de inversión y financiación, el mayor incremento está representado en las ventas con un 131%; el ratio de endeudamiento arroja que los pasivos tienen una correspondencia del 74% con relación a las ventas netas totales; por otra parte el incremento relativo para las inversión de activo fijo equivale a un -9% con respecto al año 2016, esto debido a que las empresas están perdiendo su equilibrio financiero y no

quieren invertir debido los diferentes problemas económicos que tuvo que enfrentar el país.

La participación del financiamiento anual de terceros equivale a un 88% con respecto al financiamiento total del año, asimismo la inversión de capital de trabajo representa un 59% con relación a las inversiones totales practicadas por las organizaciones en el año 2017.

5. CONCLUSIONES

Un común denominador que se observa entre las pymes argentinas y colombianas en el periodo considerado, es la diferencia de realidades entre cada una de las empresas que integran la muestra, verificándose una desviación estándar significativa en casi todas las variables analizadas.

La inversión en ambos casos está canalizada fundamentalmente en activos de corto plazo, sólo en el 2015 en Argentina se produjo un incremento relativamente importante de la inversión en activos fijos, año que precedió al cambio de reglas económicas. Los aumentos del capital de trabajo, están basados en la mayoría de los casos en variaciones de los importes de ventas anuales, por lo que constituyen meras actualizaciones para no caer en dificultades financieras.

El comportamiento de las ventas es errático tanto en Argentina como en Colombia. El hecho que en el primer caso se verifiquen menos caídas en las operaciones tiene que ver con una economía con elevados índices de inflación, donde en varios casos se detecta un crecimiento nominal, pero que está por debajo de la tasa de inflación del periodo; con lo cual también hay empresas en que la variación real es negativa.

Se observa en las empresas argentinas un endeudamiento respecto al nivel de operaciones más elevado respecto a las colombianas. En estas últimas hay un incremento importante en el año 2016, pero que no se generó por aumento del pasivo, ya que este fue del 12% con una inflación

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

alrededor del 6%, sino que fue provocado porque en algunas entidades se dio una fuerte caída en las ventas.

El aumento de los recursos propios en Argentina aparenta ser elevado, pero debe tenerse en cuenta que al realizar la comparación con un patrimonio neto retrasado en su medición por efectos de la inflación, termina reflejándose un indicador superior al que sería en términos reales.

Respecto al autofinanciamiento, hay que tener en cuenta que los fondos que provienen por esta vía no constituyen una función lineal. En las Pymes la decisión de distribuir o no resultados, no está sólo en relación con el nivel de las ganancias y la necesidad de reinversión, sino también con los requerimientos de los propietarios. Para estos, los retiros de fondos suelen ser su único medio de vida y habitualmente, operan en forma anticipada a la generación de resultados; por tanto, no pueden caer a determinados niveles. Cuando hay bajos resultados, la propensión marginal a retenerlos suele ser también baja, a pesar de que la necesidad financiera resulte importante.

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

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

nuevos aportes de capital de propietarios, familiares y amigos; 5) aportes de capital de terceros.

Un estudio realizado por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL, 1996) sobre el financiamiento de las Pymes, determina que en Argentina las principales fuentes en orden de importancia son la reinversión de utilidades, el crédito bancario o financiero local, el financiamiento de proveedores, el aporte de socios y el crédito del exterior.

Lo anterior explica que la inversión en los casos analizados haya resultado baja, teniendo en cuenta que el financiamiento propio en la mayoría de las situaciones no llega a un tercio de la inversión.

Para el caso argentino, al no existir un cambio fuerte en la confianza de los empresarios por los desajustes macroeconómicos que no se solucionarían en un plazo breve y estando limitado el acceso al crédito u otras fuentes de financiamiento, no se manifestó una respuesta importante de la inversión y no es de esperar que suceda en el corto plazo.

La historia económica argentina se caracteriza por crisis recurrentes, lo que genera una visión cortoplacista en quienes toman decisiones. De Pablo (2010, p.18) sostiene que las fuertes oscilaciones de corto plazo del PBI tienen implicancia sobre la forma en que se encaran las actividades económicas en este país. El cambio de expectativas que intentó realizar el gobierno produjo incentivos sólo en algunos sectores. Las Pymes se encuentran afectadas particularmente, porque al no haber un crecimiento sostenido de la actividad no generan resultados suficientes y por lo tanto, es bajo el autofinanciamiento. Este hecho, sumado a que la intervención del Banco Central que mantiene la tasa de interés muy elevada, conlleva a que no existan estímulos para la inversión en activos de largo plazo.

Colombia con una economía más ordenada, el problema de la baja inversión en las Pymes puede observarse en el bajo autofinanciamiento, ya que el incremento de los recursos propios en los años 2015 y 2016 en

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

promedio estuvo pocos puntos por arriba de la inflación y en el 2017 por debajo de la misma, siendo además más reticentes las empresas, respecto a las argentinas, a tomar financiamiento de terceros.

En síntesis, se observan bastantes similitudes entre las empresas de ambos países en la toma de decisiones acerca de la inversión y el financiamiento, mientras que los desequilibrios macroeconómicos no explican por sí solo las conductas en los aspectos señalados, donde cuestiones que tienen que ver con la cultura empresarial o el apoyo oficial generan condiciones en uno u otro sentido.

6. REFERENCIAS

BEBCZUK, R. (2010) **Aplicaciones a las finanzas corporativas**. En Ricardo Bebczuk (ed.). Progresos en finanzas, 11-26. Buenos Aires: Asociación Argentina de Economía Política, AAEP. Disponible en: http://www.aaep.org.ar/publicaciones/download/progresos_finanzas.pdf

BRENNAN, M.J. y SCHWARTZ, E.S. (1978) **Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure**. Journal of Business, 51 (1), 103-114. Disponible en: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/eduardo.schwartz/articles/7.pdf>

BRIGHI, P. y TORLUCCIO, G. (2007) **Evidence on Funding Decisions by Italian SMEs. A Self-Selection Model?** Working paper University of Bologna Department of Management and CREDIF. Disponible en: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1629988

BRIOZZO, A. y VIGIER, H. (2008), **A Demand-Side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina**. Midwest Finance Association 57th Annual Meeting San Antonio (Texas), February 27-March 31, 2008.

BRIOZZO, A. y VIGIER, H. (2009) **La estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas**. Estudios Económicos, 26 (53), 1-55.

CLAVIJO, S. (2017). **Evolución Reciente del Financiamiento Pyme en Colombia**. Asociación Nacional de Instituciones Financieras - Centro de Estudios Económicos, 1-2.

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (2018). Sitio Web: <https://www.cnv.gov.ar/>. Argentina

DE PABLO (2010). **200 Años de Economía Argentina**. Ediciones B Argentina. Buenos Aires

Contabilidad y Auditoría N° 48 Año 24 – Diciembre 2018

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail).

TÍTULO: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS. P. 15/50

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2018) **Catálogo Central de Datos**
Disponible en: [z|http://formularios.dane.gov.co/Anda_4_1/index.php/catalog/central](http://formularios.dane.gov.co/Anda_4_1/index.php/catalog/central)

DIAMOND, D.W. (1989) **Reputation Acquisition in Debt Markets**. Journal of Political Economy, 97 (4) 828-862. Disponible en: <http://core.ac.uk/download/pdf/6519112.pdf>

DURAND, D. (1952) **Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement**. A chapter in Conference on Research in Business Finance, 215-262. New York: National Bureau of Economic Research. Disponible en: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>

FAMA, E. y MILLER, M.H. (1972) **The Theory of Finance**. New York: Holt, Rinehart and Winston

FANELLI, BEBCZUCK y PRADELLI (2003) **Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina, en Credit Constraints and Investment in Latin America**, Galindo, Arturo and Fabio Schiantarelli (Eds), Inter-American Development Bank, Research Department, Latin American Research Network, R-453

FERRARO, C. (2011). **Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina**. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1-213

FIEL (1996) **Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina**. Buenos Aires: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, FIEL. Disponible en: <http://www.fiel.org/publicaciones/Libros/pyme.pdf>

FORTE, D., BARROS, L.A. y NAKAMURA, W.T. (2013); **Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises**. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10 (3), 347-369. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2304678

GALINDO, A. (2009). **Marco Institucional de la Contabilidad y las Finanzas**. Entelequia. Revista Interdisciplinar, 1-170.

HAMILTON, R.T., Y FOX, M.A., (1998), **The Financing Preferences of Small Firm Owners**, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, Vol. 4 (3), pp. 217-238.

HALL, G., P. HUTCHINSON, Y MICHAELAS, N., (2006), **East And West: Differences In SME Capital Structure Between Former Soviet-Bloc And Non Soviet-Bloc European Countries**, en International Conference on Financing of SMEs in Developed Countries.

Contabilidad y Auditoría N° 48 Año 24 – Diciembre 2018

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail).

TÍTULO: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS. P.15/50

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

Disponible en: http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/conf/int-sme-finance/programme/21_-_hall.pdf.

Instituto Nacional de Estadística y Censos (2018) **Cuentas nacionales**. Disponible en: https://www.indec.gov.ar/nivel3_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=9

JENSEN, M.I (1986). **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**. American Economic Review, 76 (2), 323-329. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580

JENSEN, M. & Meckling, W. H. (1976). **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics, 3 (4), 305-360. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043

KAHNEMAN y TVERSKY (1979) “**Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk**”, Econometrica 47, pp.313-327

KIM, E. H. (1978). **A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity**. The Journal of Finance, 33 (1), 45-63. Disponible en: http://webuser.bus.umich.edu/ehkim/articles/1978-03_Mean-Variance_JF.pdf

KRAUS, A. & LITZENBERGER, R. H. (1973). **A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage**. The Journal of Finance, 28 (4), 911-922.

LEROY, S. F. (2004). **Rational Exuberance**. Journal of Economic Literature, 42 (3), 783-804. Disponible en: <http://econ.ucsb.edu/~sleroy/downloads/surapr14.pdf>

LÓPEZ- DUMRAUF, G. (2003). **Finanzas corporativas**. Buenos Aires: Grupo Guía.

MAC an BHAIRD, C. & Lucey, B. (2011). **An Empirical Investigation of the Financial Growth Lifecycle**. Journal of Small Business and Enterprise Development, 18 (4), 715-731. Disponible en: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/61948/>

MILLER, M. H. (1977). **Debt and Taxes**. The Journal of Finance, 32 (2), 261-275. Disponible en: <https://www2.bc.edu/thomaschemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Miller%20tax%201977.pdf>

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. (1958). **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. American Economic Review, 48 (3), 261-297. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>

Contabilidad y Auditoría N° 48 Año 24 – Diciembre 2018

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail).

TÍTULO: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS. p.15/50

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

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

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

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

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

OCDE. (2015). **Estudios económicos de la OCDE Colombia.** 1-48.

PANIGO, D. y OLIVIERI, M.L. (2007). **Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004,** Documento de Trabajo N° 19, (Buenos Aires: Centro para la Estabilidad Financiera, junio de 2007)

PASCALÉ, R. (2009). **Decisiones financieras.** Buenos Aires: Pearson.

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

ROMANO, C.; TANEWSKI, G.A. & SMYRNIOS, K. (2000). **Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business.** Journal of Business Venturing, 16, 285-310. Disponible en: <http://down.cenet.org.cn/upfile/35/200767132512170.pdf>

RODRÍGUEZ, V.A. (2014) **Financiamiento de las PYME en Colombia y el Papel de la Industria de Capital Privado. El Caso de las Cadenas de Restaurantes.** Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA, 1-75.

SCHWEITZER, M. (2008). **'Feeling the Love' (or Anger): How Emotions Can Distort the Way We Respond to Advice.** Universia Knowledge Wharton (boletín electrónico). Disponible en:

Contabilidad y Auditoría N° 48 Año 24 – Diciembre 2018

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail).

TÍTULO: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LAS PYMES ARGENTINAS Y COLOMBIANAS. P.15/50

AUTORES: RICARDO JAVIER ARAGÓN GÓMEZ; JORGE ORLANDO PÉREZ

<http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1592&language=english&specialid=>,
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/feeling-the-love-or-anger-how-emotions-can-distort-the-way-we-respond-to-advice/>

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

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

SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (2018). **Informes y Publicaciones**. Sitio Web: <https://www.supersociedades.gov.co/>. Colombia

TITMAN, S. & WESSELS, R. (1988). **The Determinants of Capital Structure**. The Journal of Finance, 43 (1), 1-19. Disponible en: <http://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=titmanessels.pdf>

VAN HORNE (1997). **Administración Financiera**. Prentice Hall Hispanoamericana. México

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

ZULETA J, L. A. (2011). **Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia**. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1-46.