

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE TAMAULIPAS
FACULTAD DE COMERCIO, ADMINISTRACIÓN
Y CIENCIAS SOCIALES
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

**DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA
INTERNACIONAL**

**PROPUESTA DE UN MODELO DE RENTABILIDAD FINANCIERA
PARA LAS PYMES EXPORTADORAS EN MONTERREY, NUEVO
LEÓN, MÉXICO**

**TESIS
QUE PRESENTA**

JUVENCIO JARAMILLO GARZA

**COMO REQUISITO PARA OBTENER EL GRADO DE
DOCTOR EN ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA INTERNACIONAL**

**Dr. Jesús Fernando Isaac García
Director de tesis**



NUEVO LAREDO, TAM.

REG. 008

AGOSTO 2008



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE TAMAULIPAS
FACULTAD DE COMERCIO, ADMINISTRACIÓN
Y CIENCIAS SOCIALES
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA
INTERNACIONAL

PROPUESTA DE UN MODELO DE RENTABILIDAD FINANCIERA
PARA LAS PYMES EXPORTADORAS EN MONTERREY, NUEVO
LEÓN

TESIS

QUE PRESENTA

JUVENCIO JARAMILLO GARZA

COMO REQUISITO PARA OBTENER EL GRADO DE DOCTOR EN
ADMINISTRACION ESTRATEGICA INTERNACIONAL

Dr. Jesús Fernando Isaac García, Director de tesis

Dr. Oscar Flores Rosales, Asesor

Dr. Juan Antonio Herrera Izaguirre, Asesor

Dr. Fernando Hernández C, Asesor

Dr. Homero Aguirre Milling, Asesor

Lic. Roberto Hinojosa de León, M.B.A.

Jefe de la División de estudios de Posgrado

Lic. José Gerardo Rodríguez Herrera, M.C.E.

Director de la Facultad de Comercio, Administración y Ciencias Sociales

NUEVO LAREDO, TAM.

Agosto, 2008





**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE TAMAULIPAS
FACULTAD DE COMERCIO, ADMINISTRACIÓN
Y CIENCIAS SOCIALES**

DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA
INTERNACIONAL**

RESUMEN

Agosto, 2008

Juvencio Jaramillo Garza
Universidad Autónoma de Tamaulipas
Facultad de Comercio, Administración y Ciencias Sociales

**Título del estudio: PROPUESTA DE UN MODELO DE RENTABILIDAD FINANCIERA
PARA LAS PYMES EXPORTADORAS EN MONTERREY, NUEVO LEÓN, MÉXICO.**

Número de páginas 164.

**Candidato para el grado de Doctor en
Administración Estratégica Internacional**

Área de estudio: Finanzas.

Propósito y Método de estudio: El presente estudio se aplicó en 196 PYMES exportadoras de Monterrey, Nuevo León. Se abordó el tema de la rentabilidad financiera, una de las variables que permiten el funcionamiento financiero de las empresas en el corto y el largo plazo, y que logra a través de una adecuada gestión interna. Se investigaron las variables independientes más significativas que impactan a la rentabilidad financiera de las empresas, para ello, fueron considerados, adaptados y aplicados los fundamentos teóricos de estudios previos basados en la teoría de la jerarquía de las preferencias el "pecking-order" (orden jerárquico) que fue elaborada por Myers (1977 y 1982), Myers y Majluf (1984) y la Teoría del "trade-off". El trabajo de campo se realizó a principios de 2008, a través de un cuestionario. La información obtenida se trató en el programa Statgraphics 5.0 plus y se aplicaron técnicas estadísticas como el análisis de frecuencias, porcentajes, análisis factorial, análisis cluster y análisis de regresión múltiple, con el fin de identificar las variables que mejor explican el modelo de rentabilidad financiera.

Contribuciones y Conclusiones: Los resultados evidenciaron una baja rentabilidad financiera en las empresas encuestadas, lo que presenta un área de oportunidad para ellas. Como propuesta de este trabajo, se plantea mejorar la rentabilidad financiera, a través de una gestión interna basada en seis variables relacionadas a los renglones financieros del balance general y el estado de resultados, lo que les permitirá obtener información precisa confiable y oportuna para la toma de decisiones, cuantificar de manera precisa el ROE de la empresa y con ello favorecer a su competitividad internacional.

Palabras clave: Teoría de la jerarquía de preferencias, Teoría del Trade-off, Teoría de Modigliani y Miller, Rentabilidad financiera, Fuentes de financiamiento, ROA, Prueba ácida, Apalancamiento financiero, Capital social, Pasivo total, Utilidad neta.

Firma del Director de tesis: _____

PROPUESTA DE UN MODELO DE RENTABILIDAD FINANCIERA PARA LAS PYMES EXPORTADORAS EN MONTERREY, NUEVO LEÓN, MÉXICO

Disertación presentada al Comité de Disertación en la Escuela de Posgraduados y Centro de Negocios Internacionales de la Universidad Autónoma de Tamaulipas en cumplimiento parcial de los requerimientos para obtener el grado de Doctor en Administración Estratégica Internacional.

Aprobada por el Comité de Disertación:

Dr. Jesús Fernando Isaac García, Presidente

Dr. Oscar Flores Rosales

Dr. Juan Antonio Herrera Izaguirre

Dr. Fernando Hernández Contreras

Dr. Homero Aguirre Milling

Lic. Roberto Hinojosa de León, M.B.A.
Jefe de la División de Estudios de Posgrado

Lic. José Gerardo Rodríguez Herrera, M.C.E.
Director

Agosto 2008



Verdad Belleza Probidad

Universidad Autónoma de Tamaulipas

Acta de Examen

No. Acta, Folio: 134

En la Ciudad de Nuevo Laredo, Tam., a las 12:00 horas del 14 de Octubre del 2008

Reunidos en La sala No. 2

División de Estudios de Postgrado e Investigación de la Facultad de Comercio, Administración y
De la: Ciencias Sociales.

Los señores Sinodales que integran el Honorable Jurado del Examen de Grado de acuerdo al Reglamento de Estudios de Postgrado e Investigación vigente, hacen constar que:

El sustentante: JUVENCIO JARAMILLO GARZA

1° Cursó y aprobó la totalidad de los créditos del **DOCTORADO EN:** ADMINISTRACION

ESTRATEGICA INTERNACIONAL

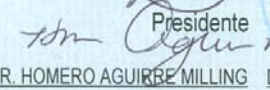
2° Presentó la Tesis titulada: "PROPUESTA DE UN MODELO DE RENTABILIDAD FINANCIERA PARA LAS PYMES EXPORTADORAS EN MONTERREY NUEVO LEON, MEXICO."

3° Realizó en la hora y fecha que al principio se citan, en examen oral las preguntas que se le formularon referente al tema de tesis. Al concluir el Honorable Jurado debatió reservada y libremente, declarando al sustentante: APROBADO

Acto continuo, el Presidente del Jurado notificó al sustentante el resultado de su Examen, tomándole posteriormente la protesta de fey. Con lo anterior se dio por terminado el acto.


DR. JESUS FERNANDO ISAAC GARCIA

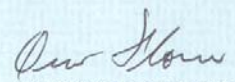
Presidente


DR. HOMERO AGUIRRE MILLING

Vocal


DR. FERNANDO HERNANDEZ CONTRERAS

Vocal


DR. OSCAR FLORES ROSALES

Secretario


DR. JUAN ANTONIO HERRERA IZAGUIRRE

Vocal

I. Aprobado

II. No Aprobado

- j) En caso de no aprobar el examen de grado en la primera oportunidad, se tendrá derecho a una segunda en un lapso no menor de tres meses, ni mayor de seis meses; el resultado de ésta será definitivo.

Para mi amada esposa Leticia y mis adorados e irrepetibles hijos Aarón David y Evelyn Mariel

ÍNDICE

	Hoja
AGRADECIMIENTOS	iv
LISTA DE TABLAS	vi
LISTA DE FIGURAS	vii
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	1
1.1 Antecedentes	1
1.1.1 Impacto de las reformas neoliberales	10
1.1.2 Conclusiones después del TLC	17
1.1.3 Esfuerzo empresarial	18
1.2 Planteamiento de la investigación	22
1.3 Planteamiento del problema	24
1.4 Objetivo específico	27
1.5 Justificación	28
1.6 Limitaciones y delimitaciones	29
1.6.1 Limitaciones	29
1.6.2 Delimitaciones	29
1.7 Guía de la Tesis	30
CAPÍTULO II. ESTUDIOS PREVIOS	32
2.1 Introducción	32
2.1.1 Los componentes del ROE	32
2.1.2 Descomposición del ROE en sus determinantes	37
2.1.3 Teorías generales de soporte	41
2.1.4 Teorías específicas de soporte	45
2.2 Estructura de capital dentro de la determinación del costo de capital	52
2.3 Apalancamiento financiero	58
2.3.1 Flujo de fondos y gastos	58
2.3.2 Oportunidades de inversión, información asimétrica y la teoría del Trade-off	60
2.3.3 Determinantes del conservadurismo financiero:	

evidencia de bajo apalancamiento y de alto efectivo en empresas	60
2.3.4 Clasificación de empresas financieramente conservadoras	63
2.4 Fuentes de financiamiento a corto plazo	64
2.5 Fuentes de financiamiento a largo plazo	69
2.5.1 Bonos	70
2.5.2 Acciones preferentes y comunes	71
2.5.3 Arrendamiento financiero	72
2.5.4 Obligaciones convertibles y garantías	73
2.5.5 Hipotecas	74
2.6 Nivel de actividad de la empresa	74
2.7 Rentabilidad	83
2.8 Conclusiones de estudios previos	86
CAPÍTULO III. MODELO TEÓRICO	90
CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA	94
CAPÍTULO V. ANÁLISIS DE DATOS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS	100
5.1 Análisis descriptivo de los datos	100
5.1.1 Sección A. Datos personales	100
5.1.2 Sección B. Rentabilidad financiera	102
5.2 Análisis multivariable y colinealidad	107
5.2.1 Análisis factorial	107
5.2.2 Análisis cluster	109
5.2.3 Análisis de regresión múltiple	113
5.2.4 Significancia del modelo general	116
5.2.5 Estadísticos de calidad del modelo	116
5.2.6 Ecuación del modelo resultante	117
5.3 Interpretación de los análisis estadísticos	117
5.3.1 Factores que sintetizan y mezclan de manera eficaz las razones financieras sobre las PYMES exportadoras	117

5.3.2 Perfiles financieros de las PYMES exportadoras	117
5.3.3 Factores que explican el desempeño de la rentabilidad financiera en las PYMES exportadoras	118
CAPITULO VI. MODELO PROPUESTO	121
6.1 Introducción	121
6.2 Identificación de un nuevo constructo para el modelo	121
6.3 Descripción del Modelo	122
6.3.1 El modelo propuesto	122
6.3.2 Componentes principales del modelo MORFI Propuesto	123
6.3.3 Factores que explican el desempeño de la rentabilidad financiera en las PYMES exportadoras	124
6.3.4 Políticas para incrementar el ROE	126
CAPITULO VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	129
7.1 Conclusiones	129
7.2 Recomendaciones	131
Referencias	133
ANEXO 1 Matriz de correlación para la estimación de coeficientes	143
ANEXO 2. Cuestionario (Encuesta)	144
ANEXO 3. Lista de empresas encuestadas	148
ANEXO 4. Currículum Vitae.	150

AGRADECIMIENTOS

Toda la honra y la gloria la entrego al Rey de Reyes y Señor de Señores mi Señor Jesucristo, al cual le doy las gracias porque nada me falta, me bendice, me prospera en todo lo que emprendo y concede el deseo de mi corazón y cumple todo mi consejo y me da la sabiduría, inteligencia, ciencia y arte (Salmo 23, Salmo 20, Deuteronomio 28:1-14 y Éxodo 31:3) y a la compañera de mi vida, mi amada esposa Leticia ya que gracias a su apoyo incondicional en este proceso del doctorado me ha permitido iniciar y concluir este proyecto. A mis queridos hijos Aarón David y Evelyn Mariel, por su paciencia por el tiempo que resté a su atención. A mis padres y hermanos que me dieron siempre su apoyo para continuar en este proyecto, al Lic. Santos Garza Flores y a la Lic. Laura Vidaurri Almaraz.

A las autoridades administrativas y académicas de la Facultad de Ingeniería Mecánica y Eléctrica, de la Universidad Autónoma de Nuevo León, a los compañeros maestros y en especial a su director, el Ing. Esteban Báez Villarreal y al Secretario de la División de Estudios de Posgrado, el Dr. Alan Castillo Rodríguez y al Ing. Felipe de Jesús Rivera Viezcas. Asimismo a la Facultad de Contaduría Pública y Administración de la Universidad Autónoma de Nuevo León, al M.A.P. Horacio Bernal Rodríguez, al M.A.P. Francisco Javier Jardines Garza y al M.A.P. Ricardo González Treviño.

De igual manera a la empresa a la que favorablemente pertenezco, al Grupo FAMSA, S.A.B. de C.V. a mis compañeros de trabajo en especial el Ing. Luis Gerardo Villarreal Rosales, el C.P. José de Jesús Flores Aldana, el Lic. Héctor Hugo Hernández Lee, el Ing. Sergio Salinas Llaguno, el Ing. Leonel Cantú Lomeli. Asimismo, al M.C.E. José

Gerardo Rodríguez Herrera, el M.B.A. Roberto Hinojosa de León, el Dr. Mario César Salinas Carmona, el Dr. Ricardo Garza Castaño, el Dr. Marco Vinicio Gómez Meza, el Ing. Héctor Amaro Dominguez y el Dr. Roberto Mercado Hernández.

Mi franco reconocimiento para el Director de esta tesis, el Dr. Jesús Fernando Isaac García, cuya orientación, apoyo, consejo e indicaciones me acompañan como valores agregados de insustituible ejemplo. Igualmente para los sinodales que me brindaron con gran sabiduría sus recomendaciones que enriquecieron y mejoraron este trabajo. Así también para el M.M.C. José Segoviano y su esposa la Ing. Alma Mendioza, por todo su apoyo, con sus múltiples revisiones, retroalimentaciones y excelentes orientaciones.

Finalizando, son innumerables quienes completarían la lista de los que contribuyeron a este trabajo, para todas ellas el reconocimiento a su invaluable aportación.

LISTA DE TABLAS

Tabla	Página
1.1 <i>Inversión Extranjera 1988-2007</i>	10
1.2 <i>Balanza Comercial 1993-2007</i>	14
1.3 <i>Principales fuentes de divisas 1994-2007</i>	15
1.4. <i>Estratificación de empresas por tamaño, de acuerdo a la clasificación oficial de la Secretaría de Economía, en el año 2002</i> .	20
5.1 <i>Cantidad de empleados en las empresas encuestadas</i>	101
5.2 <i>Grado de afectación negativa de las empresas encuestadas</i>	103
5.3 <i>Mercados de exportación de las PYMES encuestadas</i>	104
5.4 <i>Gastos más impactantes para las PYMES encuestadas</i>	104
5.5 <i>Tiempo de duración de los inventarios</i>	105
5.6 <i>Nivel de la capacidad productiva de los activos de la empresa</i> .	105
5.7 <i>Nivel de porcentaje del incremento de las ventas en los últimos dos años</i>	106
5.8 <i>Nivel de endeudamiento de las PYMES encuestadas</i>	106
5.9 <i>Resultados del análisis factorial</i>	108
5.10 <i>Resultados del análisis cluster</i>	110
5.11 <i>Resumen de coeficientes y estadísticos del análisis de regresión múltiple</i>	113
5.12 <i>Análisis de varianza</i>	116
5.13 <i>Estadísticos de calidad del modelo</i>	116

LISTA DE FIGURAS

Figura	Página
Figura 1.1. Inversión extranjera de 1988 a 2007	11
Figura 1.2. <i>Balanza comercial del año 1993 al 2007</i>	15
Figura 1.3. <i>Ingresos de divisas 1995-2007</i>	16
Figura 2.1 <i>Fórmula Dupont</i>	41
Figura 3.1 <i>Modelo Dupont</i>	91
Figura 3.2 Modelo genérico	92
Figura 6.1. Modelo propuesto	123

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes

En los años sesenta, se tomaron dos decisiones importantes en cuestiones de política económica, una basada en una política de protección del aparato productivo y la otra relacionada con el papel del Estado en la economía (Cárdenas, 1996). Esto llevó a México a obtener un alto crecimiento económico y una inflación considerada como baja.

Después, con la caída internacional del precio del petróleo en 1972-1973 y 1979-1980, además de un excesivo endeudamiento, provocaron una profunda crisis que impactó en forma negativa al sector productivo y financiero del país. Bajo la óptica del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), México, con un enfoque de políticas neoliberales, lleva a cabo su reordenamiento económico. Algunas personas consideran que ha generado beneficios, mientras que otras sostienen que ha dejado perjuicios.

La economía mexicana desde el año de 1982, ha desarrollado una estrategia de crecimiento fundamentada en las exportaciones, inversión extranjera y competitividad. Por tal razón, es importante analizar los efectos positivos y negativos, así como también los beneficiados de esta estrategia.

Debido al fracaso de la economía estatal, reflejado en profundas crisis y en un socialismo en expansión alrededor del orbe, los países más desarrollados dirigen sus políticas económicas hacia el libre mercado, posteriormente siguiéndolos a ellos, los países en vías de desarrollo, como el caso de México.

Con el neoliberalismo como inspiración para el modelo mexicano, el Estado inicia la apertura del mercado, cambia la reorientación de la forma de crecimiento a través de un conjunto de políticas de ajuste estructural y de estabilización económica, sin embargo, empieza también a perder industrias importantes.

Es así que las reformas neoliberales se han instrumentado hacia los siguientes aspectos:

A) *Política fiscal*. El término política fiscal se refiere al uso del presupuesto federal para tratar de influir en la actividad económica de un país (Parkin, 2001). El presupuesto, está dividido en partidas, tres de estas partidas son: la *recaudación tributaria*, es decir, los ingresos del gobierno, los *gastos* o los desembolsos del gobierno y el *superávit o déficit*, que se refiere al monto por el cual la recaudación tributaria excede a los gastos.

Las principales características distintivas de la política fiscal neoliberal son: a) una exigencia sobre el estricto cumplimiento tributario de los contribuyentes, b) la supresión de inversiones públicas estratégicas (infraestructura física), c) la reducción

del gasto social y, d) el desmantelamiento de los sistemas estatales de seguridad social.

En el ámbito de las contribuciones, se observa lo siguiente: a) reducción gradual de los impuestos directos, b) reorientación de los subsidios y de los privilegios fiscales, del trabajo al capital, del consumidor a las empresas y de la demanda a la oferta, c) aumento de la base de incidencia y de las partes alícuotas de los impuestos directos considerados más justos y voluntarios y d) eliminación parcial de los impuestos que inciden en el comercio exterior. En resumen, una reducción del gasto público improductivo, desgravación arancelaria, impuestos más justos, seguridad fiscal fomentadora de inversión, desregulación de mercados y desaparición de empresas del gobierno.

Una semblanza histórica de lo que ha sido el país en cuanto a política fiscal, se presenta a continuación a través de los últimos cuatro sexenios, contenidos en el período del año de 1982 al 2006:

1982 a 1988, sexenio de Miguel de la Madrid Hurtado, que se abatió en la evasión fiscal y en una premura del programa de reforma tributaria y de los ingresos de empresas públicas.

1989 a 1994, sexenio de Carlos Salinas de Gortari, se presenta la mejora del sistema de recaudación tributaria a través de su modernización, logrando un superávit fiscal y la apertura comercial con la firma del TLC, así como la incorporación de capitales extranjeros a través de la figura denominada capital neutro.

1994 a 2000 y 2001 a 2006, sexenios de Ernesto Zedillo Ponce de León y Vicente Fox Quezada, respectivamente. Promovieron la reforma legislativa, pilar necesario para conjuntar y adecuar el aumento de la Ley del IVA de un 10% a un 15%, implementaron sistemas de recaudación fiscal más eficientes y agresivos para allegar al Estado de mayores recursos, eliminaron el régimen de pequeños contribuyentes para pasar al régimen general de impuestos, modernizaron el sistema de recaudación y aumentaron la deuda externa a corto plazo por \$24,000 millones de dólares (Isaac, Flores y Hernández, 2006).

A continuación se mencionan las principales reformas fiscales, que entraron en vigor en 2008, ya que la política fiscal cambió a la sustentación en base a los impuestos directos, por la actual política de los impuestos indirectos, los cuales son:

1) El Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU). Implementado a partir del día 1 de enero del 2008, contempla que serán sujetos de este impuesto las personas físicas y morales residentes en territorio nacional, así como los residentes en el extranjero con establecimiento en México, que realicen las actividades consideradas por el IVA, que no incluye los ingresos por salarios y sus conceptos asimilados. Esta propuesta del IETU plantea un cobro del 16.5% para 2008, un 17% para el 2009 y del 17.5%, a partir del 2010 (Deloitte Touche Tohmatsu, 2007).

Es un impuesto directo, es decir, es a cargo del contribuyente. Se calculan el IETU y el ISR y se paga el que salga de mayor importe. Permite hacer las deducciones realizadas tanto en territorio nacional como en el extranjero. Sustituye al impuesto al

activo, evitando así que sea una carga adicional. Se calcula sobre la base de flujo de efectivo, esto es que los ingresos se acumulan cuando se cobren y las deducciones autorizadas se aplican cuando se paguen.

2) De acuerdo a la Ley del Impuesto a los Depósitos en Efectivo (IDE), aprobada a partir del 1 de Enero del 2008 en su artículo III, describe que “las personas físicas y morales, por los depósitos en efectivo que se realicen en sus cuentas, hasta por un monto acumulado de \$25,000.00, en cada mes del ejercicio fiscal, salvo por las adquisiciones en efectivo de cheques de caja. Por el excedente de dicha cantidad, se pagará el impuesto a los depósitos en efectivo en los términos de esta Ley” (Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, 2007, p.6).

El impuesto se calcula aplicando la tasa del 2% al importe total de los depósitos gravados, el cual será retenido por la institución financiera y el contribuyente podrá acreditarlo en su declaración mensual o anual del ISR.

3) Fiscalizar a los no inscritos en el RFC. De acuerdo al Artículo primero transitorio de IDE, este impuesto entra en vigor a partir del primer día del mes de julio de 2008, su intención es fiscalizar a la economía subterránea, darle mayor formalidad, sin embargo, aunque ello es deseable, no existe una congruencia lógica, debido a que está penalizando a la formalidad, a través de todos los depósitos efectuados del contribuyente.

4) Imponer contribuciones a la venta final de gasolinas, diesel, tabacos, labrados y cervezas.

5) Establecer un impuesto local a la venta final de todos aquellos bienes que en la actualidad o en el futuro sean objeto del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IESPS).

6) Aplicar una tasa del 20%, a la organización de juegos y apuestas y a los sorteos que se efectúen en territorio nacional y requieran permiso de conformidad con la ley.

7) Abrogar la Ley del Impuesto al activo a partir del 1o de enero de 2008.

Las anteriores reformas fiscales, pendientes para el 2008, no tienen rasgos neoliberales ya que no incentivan la inversión ni el ahorro, inhiben la iniciativa al libre comercio, y tienen una recaudación excesiva de impuesto y no fomentan la generación de empleos.

B) *El proceso de privatización.* El cual se visualiza en tres áreas, en primer término permite acumulación privada nacional y extranjera, lo cual atrae la inversión extranjera directa, en segundo término suaviza en el corto plazo las finanzas públicas, esto gracias a la venta de las empresas y en tercer término el papel del Estado, como rector no como administrador de empresas, por lo cual lo exonera de obligaciones para las nuevas inversiones en los años venideros.

Para citar algunos ejemplos importantes relacionados con el proceso de privatizaciones en nuestro país, a continuación se describen lo referente a los últimos cuatro sexenios:

De 1982 a 1988, con Miguel de la Madrid Hurtado se privatizaron los sectores de fertilizantes y acero, entre otros.

De 1989 a 1994, Carlos Salinas de Gortari privatizó Telmex, la venta fue hecha a través de una subasta pública y para la privatización de la banca se llevó a cabo mediante una reforma constitucional a los artículos 28 y 123, aprobados el 12 de mayo de 1990, en la Cámara de diputados y el 21 de mayo en la Cámara de Senadores. (Calderón, s. f.)

De 1995 a 2000, Ernesto Zedillo Ponce de León, intentó fallidamente en algunas ocasiones privatizar la educación superior, la industria eléctrica y el petróleo (García, 2005).

De 2001 a 2006, Vicente Fox Quezada, al igual que su antecesor realizó intentos periódicos para privatizar Petróleos Mexicanos (PEMEX) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE) (Consultores Internacionales, 2005), con los mismos resultados que su antecesor.

C) *Desregulación-liberalización*. La desregulación económica tiene que ver con la apertura del mercado, lo cual genera vulnerabilidad a las condiciones financieras y

productivas de las empresas (Ayala, 2006). La desregulación también contempla una mínima participación del Estado en la economía y la liberalización o apertura comercial de los mercados.

Los que toman decisiones en los países en desarrollo parecían compartir la percepción de que, en un contexto de globalización creciente, una especie de selección natural dividiría a los Estados entre ganadores y perdedores (Gámez, 2006). El adoptar el neoliberalismo económico, representado en una reestructuración de la relación del Estado-economía a favor de la desregulación, es la manera recomendada —explícitamente a los países en desarrollo— para poder escapar del aislamiento y el fracaso.

Para una analogía de lo que ha sido en nuestro país el proceso de desregulación de privatizaciones a continuación se mencionan algunos hechos importantes:

De 1982 a 1988, con Miguel de la Madrid Hurtado, se crearon nuevas oportunidades de negocios a la inversión privada, la liberalización comercial, los programas industriales, cambios en las restricciones a la inversión extranjera, la reforma de la ley de protección de la propiedad intelectual, la incorporación de México al GATT, acrónimo de General Agreement on Tariffs and Trade (Acuerdo general sobre comercio y aranceles) y la firma de acuerdos de libre comercio con diversos países y regiones del mundo).

De 1989 a 1994 con Carlos Salinas de Gortari, por medio del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), México tiene acceso al mercado más grande del mundo.

De 1995 a 2000, Ernesto Zedillo Ponce de León, firmó el acuerdo de libre comercio con la Unión Europea (UE) en Lisboa el 23 de marzo de 2000.

De 2001 a 2006, con Vicente Fox Quezada, se firmaron tratados y acuerdos comerciales que incluyen mercados de 43 naciones de América, Europa y Asia, representando un mercado potencial de más de mil millones de consumidores (Consultores Internacionales, 2005).

D) *La liberalización del sistema financiero.* Orientada a finiquitar las restricciones al crédito y las regulaciones de la tasa de interés, en este sentido se promueven cambios constitucionales al artículo 28, el cual le otorga autonomía al Banco de México, en cuanto al tipo de cambio; con ello se logró tener más control sobre: la devaluación, la inflación y la salida de capitales. El tipo real del peso se apreció más de lo prudente, contribuyendo a corregir el déficit en cuenta corriente y a recobrar el acceso de nuestro país a los mercados voluntarios de capital y se le otorga a la banca la facultad de ofrecer los servicios múltiples.

El impacto de las reformas neoliberales ha tenido un crecimiento progresivo en algunos conceptos tales como la inversión extranjera, la balanza comercial y la captación de divisas entre otros, como se muestra a continuación:

1.1.1 Impacto de las reformas neoliberales

A) Comportamiento de la inversión extranjera 1993-2007. El TLCAN entró en operación en enero de 1994, decisión que se buscó implantar desde el ascenso a la presidencia de Carlos Salinas de Gortari, junto con sus homólogos Brian Mulroney de Canadá y George Bush, de los Estados Unidos, quienes se dieron a la tarea de crear la zona de integración comercial de América del norte (Miller, 2002).

La tabla 1.1, describe la evolución de la inversión extranjera de México del año 1988 al 2007.

Tabla 1.1 *Inversión Extranjera 1988-2007*

Año	Inversión extranjera	Inversión directa	Cartera
1988	3.879,8	2.880,0	999,8
1989	3.626,8	3.175,5	451,3
1990	6.041,7	2.633,2	3.408,5
1991	17.514,7	4.761,5	12.753,2
1992	22.433,9	4.392,8	18.041,1
1993	33.208,1	4.388,8	28.819,3
1994	19.519,7	10.972,5	8.547,2
1995	-188,4	9.526,3	-9.714,7
1996	22.753,9	9.185,5	13.568,5
1997	17.866,6	12.829,6	5.037,1
1998	13.669,1	12.642,2	1.027,0
1999	25.738,6	13.733,7	12.004,9
2000	16.789,0	17.923,2	-1.134,3
2001	33.141,2	29.506,8	3.634,5
2002	20.149,7	21.152,9	-1.003,2
2003	20.147,3	16.589,3	3.558,1
2004	28.014,9	22.777,1	5.237,8
2005	29.325,7	20.960,2	8.365,5
2006	20.507,0	19.211,5	1.295,5
2007	27.538,6	18.396,9	9.141,7

Nota 1. Cifras en Millones de dólares. Nota 2. Fuente: Elaboración con datos del INEGI.

De acuerdo a los datos del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), de la tabla 1, actualmente, la inversión directa es cuatro veces mayor en 2007, que la obtenida en 1993, lo cual es un resultado positivo. En esta misma tabla, se puede apreciar el movimiento que han tenido los capitales de México, en donde en el año 2007, se captó inversión extranjera por \$18,396.7 millones de dólares, superior a la obtenida en 1993, de \$4,388.8 millones de dólares.

La figura 1.1 contiene la inversión extranjera de 1988 a 2007, en donde se aprecia un comportamiento claramente inestable.

Figura 1.1 *Inversión extranjera de 1988 a 2007. Tomada del INEGI*



La inversión extranjera directa (IED) ha venido en aumento, situación que influye positivamente en la creación de alianzas estratégicas con empresas locales, tanto

para crecer a nivel nacional como en el mercado internacional. Sin embargo, limita el proceso nacional de industrialización, que generalmente está en función de esta variable; la IED genera la compra de activos, lo que provoca desempleo por la adquisición de tecnologías de punta.

El total de IED, entre 1994-2007, recibió un flujo de \$294,973 millones de dólares, con un promedio anual de \$21,070 millones de dólares.

Con la entrada en vigor del TLCAN, en el año de 1994, México logra captar \$12,362 millones de dólares, cifra superior en 84% a la de 1993, lo que representó el 4.88% de los flujos de inversión extranjera directa a nivel mundial. En los años sucesivos, el flujo de IED sufre variaciones de tal manera que, en el año 2005, nuestra captación alcanzó la cifra récord de \$16,000 millones de dólares US, esto de acuerdo al reporte de flujos de capital a mercados emergentes del mes de enero del 2007.

Las adquisiciones de activos influye en forma positiva a la balanza de pagos de nuestro país, en las reservas internacionales y el tipo de cambio, sin embargo, también impacta en contra de la competitividad de las empresas mexicanas exportadoras, teniendo en cuenta que el peso se ha mantenido fuerte frente al dólar y que con los dólares que reciben, han tenido que hacer frente al pago de gastos e insumos cada día más caros en pesos, como son los sueldos, la energía y los combustibles utilizados en los procesos de producción y sobre todo en los últimos dos insumos que mensualmente, por decreto, reciben aumento.

México debe impulsar políticas públicas que generen un clima idóneo y competitivo para el desarrollo de los negocios en nuestro país. Por lo que es importante plantearnos, ¿Qué factores impiden atraer mayor inversión extranjera? Para los que administran la agenda neoliberal, su respuesta seguramente sería que faltan las reformas estructurales.

Como país, podemos ser ineficientemente competitivos, pero en la realidad ¿Quién decide el nivel de competitividad? Nuestro costo de mano de obra es más barato que el de Estados Unidos, sin embargo es más competitivo Estados Unidos, un país con pleno empleo. No obstante, ¿Existirán datos duros a este respecto? Lo que sí sabemos es que en ese país el salario es de \$5.15 dólares la hora como mínimo y por lo general los mexicanos ganan aproximadamente \$110 dólares al mes, lo que resulta que un norteamericano puede generar en 21 horas laborales, lo que en México cuesta 160 horas de trabajo al menos, es decir, ganan 8 veces más (Juárez, 2006).

De acuerdo a lo anterior, se tiene empleo en los Estados Unidos al margen de que paga mejor la mano de obra que México. Si ese no es el problema, ¿Cuál sería entonces?, ¿La educación?, ¿La legislación?, ¿Las tasas fiscales? Tal parece que existen varios espacios donde incidir. Sin embargo, en este momento debemos considerar que Estados Unidos pasa actualmente por una fuerte crisis. En ese sentido, (Campuzano, 2008) menciona que “la economía de Estados Unidos enfrenta aun un descenso importante en el crecimiento al cual se ha incorporado una importante presión inflacionaria”.

El impacto de la inversión extranjera con la apertura comercial ha generado importantes beneficios para México en términos de comercio, empleo, salarios, divisas y un entorno de certidumbre para los negocios.

B) *Comportamiento de la balanza comercial 1993-2007*. La balanza comercial ha tenido un comportamiento menos aceptable que el comportamiento de la inversión extranjera. Los 15 períodos analizados únicamente en tres se ha generado superávit en la balanza comercial.

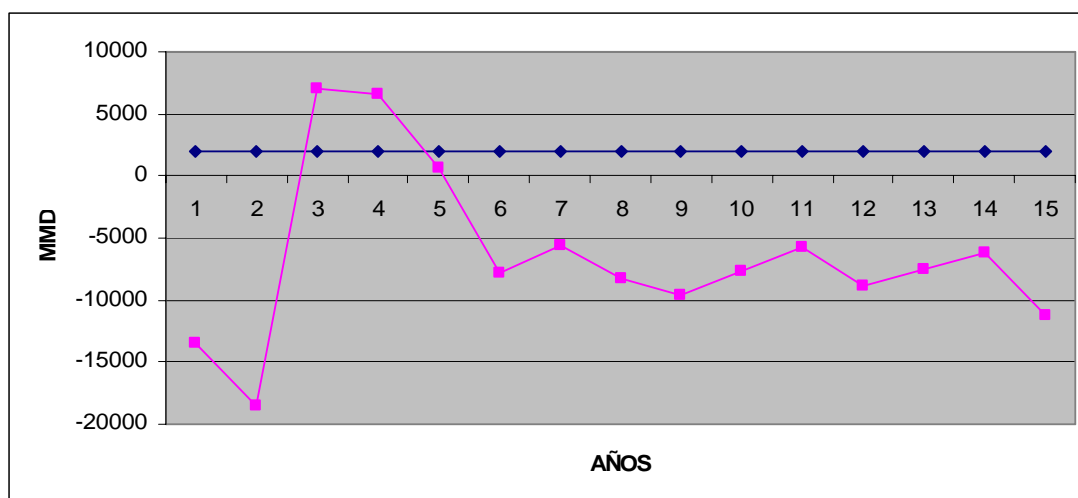
Tabla 1.2 *Balanza Comercial 1993-2007*

Año	Balance
1993	-13480.5
1994	-18463.7
1995	7088.6
1996	6530.9
1997	623.6
1998	-7833.7
1999	-5612.9
2000	-8337
2001	-9616.5
2002	-7632.8
2003	-5779.6
2004	-8811.1
2005	-7586.5
2006	-6132.9
2007	-10073.8

Nota 1. Cifra en millones de dólares. Fuente: Grupo de trabajo integrado por INEGI-BANXICO-SAT (Servicio de Administración Tributaria) y la Secretaría de Economía.

Como se evidencia en la tabla 1.2 y en la figura 1. 2, la balanza comercial mexicana es deficitaria.

Figura 1.2. *Balanza comercial del año 1993 al 2007. Cifras expresadas en Millones de dólares*¹



C) *Captación de divisas*. Otro aspecto importante de la apertura comercial es que la captación de ingresos de divisas ha mejorado. El comportamiento y su evolución desde 1995 a 2007 a nivel país se muestran en la tabla 1.3.

Tabla 1.3 *Ingresos de divisas 1995-2007*

Año	TOTAL
1995	86.242.1
1996	103.373.4
1997	118.789.6
1998	126.579.9
1999	145.642.7
2000	176.345.7
2001	171.217.0
2002	174.515.4
2003	182.531.4
2004	209.601.6
2005	239.705.3
2006	278.816.3
2007	301.320.9
TOTAL	2.314.681.3

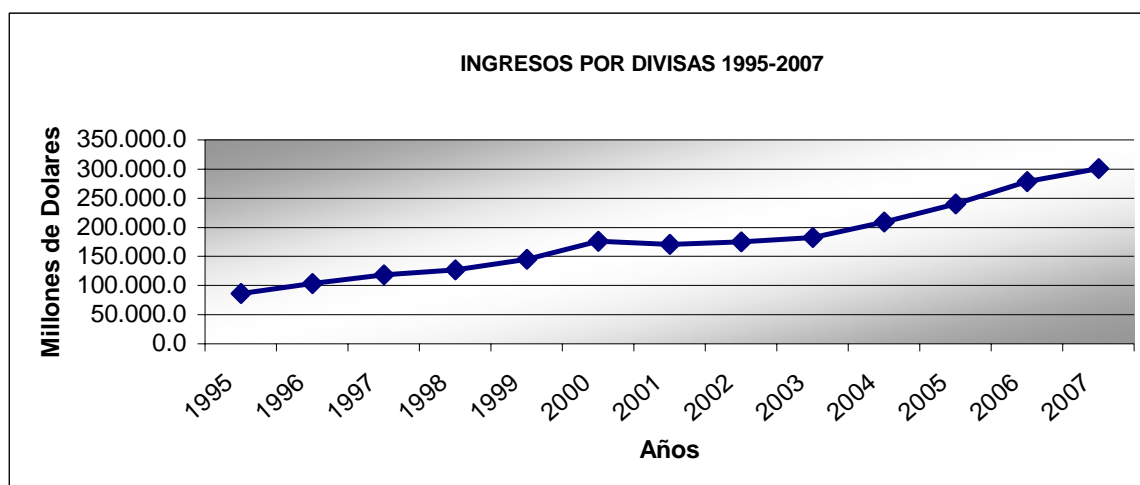
Nota. Cifra en Millones de dólares. Fuente: Grupo de trabajo integrado por INEGI-BANXICO-SAT (Servicio de Administración Tributaria) y la Secretaría de Economía.

¹ Elaboración propia con datos de INEGI-BANXICO-SAT y la Secretaría de Economía.

De acuerdo a los datos del (INEGI), de la tabla 1.3, actualmente, los ingresos totales de las divisas se ha incrementado en cada uno de los últimos trece años, lo cual es un logro positivo. En esta misma tabla, se puede apreciar el movimiento que han tenido los ingresos por divisas en México, en donde en el año 2007, se captó ingresos por divisas por \$301,320.9 millones de dólares, superior a la obtenida en 1995, de \$86,242.1 millones de dólares, lo que equivale a un incremento de un 249.39%.

La figura 1.3, contiene los ingresos por divisas de 1995 a 2007, en donde se aprecia un comportamiento en pleno crecimiento. La figura 1.3, representa gráficamente los datos contenidos en la tabla 1.3.

Figura 1.3 *Ingresos de divisas 1995-2007*²



² Elaboración propia, datos tomados de la Tabla 3. Principales fuentes de ingresos por divisas 1995-2007.

1.1.2 Conclusiones después del TLC

- A) Las importaciones superan a las exportaciones en el 2007 en un 4.14%.
- B) El comercio exterior ha dado facilidades para llevar a cabo las operaciones internacionales y así aumentar las ventas a través del comercio mundial, de lo cual el consumidor mexicano ha salido beneficiado.
- C) Existe un impacto favorable en la captación de inversión extranjera directa.
- D) La desregulación del comercio y los mercados financieros han permitido que los mercados de los productos se desplacen rápidamente.
- E) La falta de competitividad de productos y servicios, costos, y falta de créditos ante países como China, India, Malasia, Singapur se conjugan para darnos como consecuencia una balanza deficitaria pudiendo agravar el déficit comercial en el largo plazo.
- F) Existen todavía muchas ventajas potenciales que pueden ser aprovechadas por los exportadores mexicanos. Cabe aclarar que también hay amenazas comerciales. Una de ellas es que las pequeñas y medianas empresas (PYMES) no estén obteniendo una rentabilidad financiera aceptable en el comercio internacional, por lo cual se requiere que las instituciones financieras del gobierno y privado apoyen con facilidades de crédito a este tipo de negocios, ya que las amenazas son áreas de oportunidad que nos deben servir para impulsar el comercio exterior y así crear un impacto favorable para las PYMES.

Los datos duros mostrados anteriormente ilustran que a 14 años de la puesta en marcha del TLCAN, no se ven resultados claros y propicios para la realidad del país, pero la IED sí es buena, donde no se refleja es en la calidad de vida de los

mexicanos, sueldos, empleos, etc. Se advirtió al inicio de las negociaciones, que los resultados tardarían en observarse, el problema de fondo es que los empresarios no se han adaptado a las condiciones de la apertura comercial ni se han fomentado las reformas que impulsen el desarrollo. Más que las reformas estructurales, esas señales que se envían al exterior, son las que impiden la inversión extranjera y el consecuente flujo de capitales.

1.1.3 Esfuerzo empresarial

En cuanto al esfuerzo realizado por las empresas mexicanas en sus intentos por conquistar nuevos mercados, podemos suponer que todavía existe una ausencia significativa de conocimientos, de la comunidad empresarial y el resto de la población sobre los conceptos, dimensiones, características y efectos de la globalización que pueden tener un fortalecimiento de la empresa en el exterior, pero es importante mencionar que existe información al respecto.

La presente investigación tiene el propósito de apoyar a las PYMES exportadoras de la ciudad de Monterrey, Nuevo León, México, para que tengan una rentabilidad financiera aceptable que les permita permanecer en el medio internacional, por lo cual debe otorgarse más apoyos a este tipo de empresarios tanto de las instituciones financieras públicas como de las privadas, para así poder mejorar la rentabilidad y permitir las PYMES no sólo sobrevivan sino que también tengan vida permanente en los mercados internacionales.

Es importante fomentar una cultura empresarial competitiva orientada a cada una de

las funciones básicas de las PYMES en áreas como finanzas, mercadotecnia, publicidad, contabilidad, producción, calidad, exportaciones, logística y compras. Esto con el fin de maximizar las utilidades a valor presente neto y de esta manera asegurar una rentabilidad con valor agregado económico.

El empresario en el área financiera de la empresa debe procurar una rentabilidad financiera favorable administrando en forma óptima la relación de ingresos-egresos, la estructura financiera y la administración del efectivo y así lograr que la empresa se fortalezca.

Los esquemas financieros orientados a las PYMES a través de la creación de nuevos productos y servicios mejorados, no han proporcionado facilidades a este tipo de empresas para que puedan acceder a los créditos en forma oportuna y les permitan generar una rentabilidad financiera aceptable.

En un ambiente de globalización de mercados en el proceso de las exportaciones, es importante a su vez observar cómo las tecnologías de información a través de la Internet, se desarrollan a pasos agigantados, dentro del ambiente del comercio en dos áreas: E-Business y E-Commerce.

Debido a la importancia que han tenido en la economía de México, las PYMES han empezado a ser un foco de atención de los investigadores en el campo de la economía de las empresas y de forma reciente, en las finanzas empresariales, se ha orientado la investigación hacia este tipo de empresas fomentando la práctica

financiera en este tipo de empresa (Guerras, Ruiz, Ruiz, 1999). También ahora, las finanzas prácticas son más aplicadas a las PYMES y su viabilidad de implementar mejoras en el campo financiero.

En trabajos recientes, se ha menospreciado a la investigación científica, la insuficiente dedicación que han recibido aquellas empresas que, en conjunto, resultan económicamente más importantes que las grandes empresas (Camisón, 2001; Boedo, Calvo, 1997). Sin embargo, en virtud de todo el material bibliográfico que hemos podido localizar y del surgimiento de revistas especializadas de alto nivel, hoy podemos afirmar que se ha desarrollado el estudio de las PYME, desde varias perspectivas y concretamente en las finanzas (Galindo, 2005).

De acuerdo con la ley para el desarrollo de la competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas, éstas se conceptualizan como legalmente constituidas con base a la estratificación establecida por la Secretaría de Economía, de común acuerdo con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y publicada en el Diario Oficial de la Federación, bajo la estratificación que describe la tabla 1.4.

Tabla 1.4. *Estratificación de empresas por tamaño, de acuerdo a la clasificación oficial de la Secretaría de Economía, en el año 2002*

Tamaño	Sector		
	Manufacturero (trabajadores)	Comercio (trabajadores)	Servicios (trabajadores)
Micro	0 a 10	0 a 10	0 a 10
Pequeña	11 a 50	11 a 30	11 a 50
Mediana	51 a 250	31 a 100	51 a 100
Grande	251 en adelante	101 en adelante	101 en adelante

Nota 1. Fuente: Diario Oficial de la Federación, del 30 de diciembre de 2002.

Como se aprecia en la tabla 4, las empresas están clasificadas por tamaño (micro, pequeña, mediana y grande) de acuerdo al sector productivo (manufacturero, comercio y servicios) y por número de trabajadores.

En el año 2004, de acuerdo al (INEGI, 2005), había en nuestro país 4 millones, 290 mil, 108 unidades económicas distribuidas en los 32 sectores, esto de acuerdo al Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (SCIAN), el cual se utiliza en el INEGI para ordenar y publicar la información, relacionada a 20 sectores. Se dieron empleo a 23 millones 197 mil 214 personas, En la investigación realizada en el 2004, el sector actividades de gobierno no fue objeto de estudio.³

En el área de servicios sobresalieron los denominados no financieros (servicios de información en medios masivos, inmobiliarios y de alquiler; profesionales científicos y técnicos, dirección de corporativos y empresas, apoyo a los negocios y manejo de desechos, educativos, salud y de asistencia social; esparcimiento, alojamiento y preparación de alimentos y otros servicios) los cuales representaron 37.03% del total de las unidades económicas. Las industrias manufactureras representaron 11.21% del total de unidades económicas, sobresaliendo la industria alimenticia y la fabricación de productos metálicos, productos a base de minerales no metálicos, prendas de vestir y muebles.

³ Cabe mencionar que en México se realizan cada cinco años los Censos Económicos, pero el INEGI toma como datos oficiales los de la investigación del SCIAN hechos en el 2004.

1.2 Planteamiento de la investigación

Este trabajo pretende apoyar el proceso de exportación de las empresas del área metropolitana de Monterrey, Nuevo León, México, a través de un modelo de rentabilidad financiera que resulte apropiado para las PYMES.

La aportación conceptual de este trabajo es generalizar el uso del concepto de rentabilidad financiera en las PYMES exportadoras como mecanismos de eficiencia financiera.

La aportación práctica de esta investigación es recomendar un modelo que permite tener una herramienta útil para mejorar el proceso de riqueza de la empresa en su aplicación.

Este trabajo aporta información para la función financiera apuntando a la rentabilidad y la generación de un conjunto de planes operacionales y estratégicos, de exportaciones en un contexto local-regional-internacional.

Lo que le da peculiaridad a esta investigación es que se ofrece una propuesta de mejora a la rentabilidad financiera de las PYMES. Este punto es lo que le da originalidad e importancia al trabajo de la investigación.

Los usuarios potenciales de la presente investigación son: a) empresas exportadoras, b) empresarios que tienen un alto potencial para exportar, c)

investigadores que requieren de información, d) otras instituciones públicas que requieren de materiales didácticos en el área de internacionalización, e) estudiantes de carreras afines a economía, negocios internacionales y finanzas.

Esta investigación servirá además para generar indicaciones de actuación que ayuden a las empresas e instituciones a operar efectivamente esta fase de internacionalización desde el punto de vista financiero, para tener una mejor toma de decisiones. Concretamente, la presente investigación será utilizada: a) como una herramienta que guíe a los empresarios a mejorar la rentabilidad financiera de sus empresas, b) como fuente de apoyo para los investigadores, c) apoyo al proceso de enseñanza-aprendizaje en el tema de internacionalización de empresas.

Los resultados de la investigación serán determinantes para poder demostrar que existen formas de aprovechar los componentes de la globalización, además de determinar cuáles son los retos para superar la problemática anteriormente planteada de nuestras empresas en el área financiera.

La presente investigación tiene como eje principal generar una aportación al proceso de gestión de las exportaciones de las empresas PYMES y así tomen decisiones estratégicas empresariales en el área funcional de las finanzas que coadyuven al crecimiento y expansión de la empresa en los mercados internacionales.

Dentro de los logros que se plantea obtener en este trabajo de investigación es que las PYMES en su función de exportación tengan una rentabilidad financiera

aceptable y por consecuencia sea más atractiva la actividad en los mercados internacionales, contando con la elaboración de directrices e instrumentos metodológicos que permitan fortalecer el área financiera en las PYMES.

1.3 Planteamiento del problema

El proceso de las exportaciones en las empresas es un suceso complejo que ha estado evolucionado con mucho vigor y dinamismo que desde muy diferentes aspectos llama la atención a todos los investigadores. Existe un sin número de trabajos que intentan explicar este fenómeno, sin embargo, al menos, no encontramos un modelo válido que logre explicar el ROE en las PYMES exportadoras. Con este trabajo de investigación se hace una aportación para explorar la posibilidad de hacer más factible la obtención de una rentabilidad aceptable como incentivo para seguir exportando.

Para los empresarios regiomontanos de las PYMES de la localidad, exportar con competitividad es una oportunidad para crecer y consolidarse. La exportación es un proceso desconocido para una buena parte de este tipo de empresarios, pero a su vez es una meta a lograr para que de esta manera puedan generar beneficios de crecimiento en conceptos tales como: empleo, utilidades y producción y todo esto con miras a ser empresas de clase mundial en un ambiente competitivo.

Se requieren modelos, como herramientas que nos permitan aumentar la competitividad, esto se logra cambiando las situaciones actuales a través de la

creación de nuevas alternativas, tales como: una nueva cultura de intercambio de redes de información empresarial, el cambio de cultura hacia la innovación tecnológica, el cambio de actitud para la creación de empresas con alto potencial de crecimiento y la implementación del desarrollo regional, lo que le significa nuevas dimensiones, dentro del mercado global. Esto simboliza una transformación coyuntural por lo que si efectuamos estos cambios que son obligatorios podremos incursionar en el mercado internacional en forma más competitiva.

Para tener empresas competitivas se requiere comercializar productos y/o servicios que compitan con costos bajos, calidad, valor agregado, servicio postventa, tener intercambio de redes de información empresarial apoyados en tecnologías de información, procedimientos y controles internos eficientes de innovación financiera, la construcción de fronteras inteligentes y liderazgo en diferenciación todo esto para entrar a la arena internacional con una ventaja competitiva real.

Los productos y/o servicios que se venden deben tener un mercado internacional en los que se puedan desplazar y puedan competir con liderazgo en costos en diferenciación y así tengan una ventaja competitiva (Porter, 1998). Los controles eficientes de las innovaciones financieras deben ayudar a las PYMES a tener una rentabilidad financiera positiva, por medio de la eliminación de barreras en la obtención de créditos y de esta forma hacer inversiones de capital más rentables financieramente, que les permitan crecer y asuman una ventaja competitiva y concederles participación permanente en el mercado internacional.

En función de las ideas vertidas germina la ocasión y la exigencia de que nuestras empresas adecuen su proceso de exportaciones de acuerdo a los instrumentos que nos enunciaría un Modelo de Rentabilidad Financiera (MORFI) para las empresas del área metropolitana de Monterrey Nuevo León. El alcance de esta meta está en función de que nuestras empresas utilicen estos instrumentos como un dispositivo de planeación que concederá los niveles de rentabilidad aceptables en condiciones normales, sin omitir riesgos implícitos a la actividad y así, en función a esta conveniencia de rentabilidad, seguir exportando.

El desafío principal que plantea el modelo de rentabilidad financiera (MORFI) para las PYMES del área metropolitana de Monterrey Nuevo León, radica en que los mecanismos internos de toma de decisiones de estas empresas, permitan la implantación de mejoras y lograr la rentabilidad financiera.

El problema que enfoca esta investigación, se define a continuación:

“Las PYMES exportadoras enfrentan un ROE (rentabilidad financiera) desmotivante. Se presume que es consecuencia de un sistema de gestión interna poco eficiente y en menor grado la situación actual de flujos de comercio exterior. Esto desestimula la idea de exportar”.

Las causas de esta falta de estímulos y de rentabilidad financiera del sector exportador PYME se ha debido, probablemente a una serie de factores tales como:

1) Cuantificación incorrecta de variables tales como: las utilidades netas, el capital

contable, las ventas netas, el activo total, la proporción de pasivos y de capital.

- 2) Las proporciones inadecuadas de capital contable, de pasivos de corto y largo plazo.
- 3) De acuerdo con Sallenave (1990) las tasas de interés de la deuda superan la rentabilidad del negocio, esto independientemente sin importar las fuentes de financiamiento.
- 4) Falta de experiencia de los administradores y controles inadecuados.
- 5) La caída de las ventas por crecimiento de oferta global, y mercados internacionales comprimidos o en proceso de contracción como el mercado norteamericano.

1.4 Objetivo Específico

El propósito de esta investigación es proponer un modelo que apoye a mejorar la rentabilidad financiera de las PYMES exportadoras del Municipio de Monterrey, Nuevo León.

En esta investigación se pueden visualizar como objetivos genéricos, los siguientes:

a) conocer a profundidad el perfil financiero de las empresas, b) identificar qué variables afectan el ROE en las PYMES exportadoras, c) determinar qué información financiera resume eficientemente a las PYMES, d) despertar el interés de los directivos por generar una cultura administrativa para que se conozcan sus estados financieros básicos, tales como el estado de resultados y el balance general, y así tener una mejor toma de decisiones que aumenten la rentabilidad financiera de la empresa.

1.5 Justificación

Se plantea esta investigación por la relevancia y pertinencia del proceso exportador de las PYMES, con el propósito de mejorar su rentabilidad financiera y generar una nueva cultura empresarial orientada al análisis. Además de identificar una baja en las exportaciones en el mediano plazo, debido a la desaceleración de la economía norteamericana y en la urgencia de tomar medidas al respecto.

Una rentabilidad financiera positiva nos ayuda a la conveniencia de seguir operando como negocio exportador a un nivel competitivo internacional. Esta investigación será un intento por ayudar a mejorar el nivel de rentabilidad financiera y los sistemas de planeación financiera, ya que cada vez se incorporan más empresarios al mercado global aprovechando la velocidad de las innovaciones tecnológicas y un costo de transporte más caro incidiendo en el tratamiento financiero del negocio.

La presente investigación ayuda al empresario a cobrar conciencia de los componentes que necesita para tener éxito en la función financiera y así cuente con herramientas que ayuden a un desempeño más eficiente que impacte en el futuro de la empresa que administra.

El liderazgo en costos y/o en diferenciación son elementos básicos que le permitirán a las PYMES exportadoras tener ventaja competitiva y así tal vez incrementar en forma positiva la rentabilidad financiera. En el caso de no realizarse esta

investigación, seguirá predominando el paradigma empresarial de que la rentabilidad financiera alta en las exportaciones es sólo exclusiva para las empresas grandes y de ser así se le quitará la oportunidad a muchas PYMES de lograr niveles óptimos de rentabilidad financiera.

1.6 Limitaciones y delimitaciones

1.6.1 Limitaciones

- 1) Se expondrán sólo los factores esenciales relacionados con la rentabilidad financiera, que apoye a las PYMES exportadoras
- 2) El estudio se suscribe a sólo 196 PYMES exportadoras, del Estado de Nuevo León.
- 3) El estudio se enfoca sólo a PYMES exportadoras, dejando fuera a empresas tamaño micro y a las grandes empresas.
- 4) Es importante señalar, que el concepto PYMES, lo tomamos haciendo referencia a todas aquellas organizaciones pequeñas y medianas, como aparece clasificado en la Tabla 4. Estratificación de empresas por tamaño, de acuerdo a la clasificación oficial de la Secretaría de Economía, en el año 2002.

1.6.2 Delimitaciones

- 1) La investigación se circunscribe al área metropolitana de Monterrey, Nuevo León, México.
- 2) La investigación es un estudio con aplicación general a otras regiones del país o de Latinoamérica que se encuentren en situaciones similares.

1.7 Guía de la Tesis

El desarrollo de esta tesis está dividido en los siguientes capítulos:

En el capítulo 2, se muestra el análisis de los estudios previos sobre el tema, en particular los relacionados con la rentabilidad financiera. Se asignó prioridad a los estudios que buscan encontrar fundamentos en teorías multidisciplinarias, que ya han sido estudiadas y aplicadas, y que se relacionan con las mismas.

En el capítulo 3 se describe el modelo teórico conceptual, el cual se encuentra en la literatura clásica financiera sobre el ROE y en función a este modelo se desarrolla la investigación en la búsqueda de nuevas variables que mejoran el modelo diseñado, o que expliquen mejor la rentabilidad financiera en las PYMES exportadoras.

En el capítulo 4 se describe la metodología e hipótesis y la forma en que se llevó a cabo, las particularidades de la muestra, la herramienta de medición, y los instrumentos estadísticos.

En el capítulo 5 se presentan los resultados de la investigación de acuerdo a las variables que resultaron significativas en este modelo, su análisis e interpretación.

En el capítulo 6 propone el modelo para mejorar el ROE y en el capítulo 7 se exponen las conclusiones y recomendaciones finales de la investigación donde se señalan los resultados globales trascendentales de la misma, la comprobación de la

hipótesis, las contribuciones y la guía de posibles nuevas investigaciones en este campo.

CAPÍTULO II

ESTUDIOS PREVIOS

2.1 Introducción

En este capítulo se hace una revisión de las teorías y trabajos más importantes, relacionados con la estructura y el costo de capital, el apalancamiento financiero, las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo, el nivel de actividad de la empresa y la rentabilidad financiera. Las anteriores son teorías y trabajos que han explicado el comportamiento de la rentabilidad financiera de las empresas en el ambiente competitivo nacional e internacional. La presente investigación se apoya en estas teorías y trabajos, los cuales abordan la problemática que se plantea en esta investigación.

2.1.1 Los componentes del ROE

En este capítulo se establece, en base a los trabajos reunidos, los elementos que contribuyen a la rentabilidad financiera o Return on Equity (ROE), que son la utilidad neta, las ventas, el activo total, el pasivo total y los fondos propios. Los componentes del ROE en los cuales participan variables de deuda, estructura de capital, costo capital promedio ponderado, ventas, costos, gastos, activos y pasivos entre otros, los cuales hacen viable la rentabilidad financiera de la empresa.

Existen razones financieras que miden la eficiencia de los componentes de la rentabilidad económica, es decir, cuáles son los factores que generan la rentabilidad

económica de la empresa. Las razones financieras de eficiencia más frecuentemente usadas en el análisis económico-financiero son: Margen sobre ventas (MsV), rotación de activos (RA), costo de existencias sobre ventas (CEV), gastos de personal sobre ventas (GPV), gastos de fabricación sobre ventas (GFV).y en general, cualquier tipo de gasto sobre ventas, rotación de activos fijos (RAF), rotación de inventario (RI), rotación de deudores (RD), rotación de tesorería (RT) y en general, cualquier tipo de activo sobre ventas.

La Rentabilidad Económica (RE) es una sencilla y poderosa herramienta de monitoreo para conocer la capacidad que tiene una empresa de utilizar eficientemente sus recursos y generar valor. Es un indicador que resume, con elocuencia y fidelidad, el rendimiento que se asocia, intrínsecamente, a la operación de una empresa.

El cálculo de la Rentabilidad Económica (RE) se obtiene dividiendo la utilidad de operación entre los activos totales. A la utilidad de operación también se le conoce como utilidad antes de gastos financieros, impuestos y reparto de utilidades. Algebraicamente, se expresa por un cociente:

$$RE = \frac{\text{Utilidad de operación}}{\text{Activos totales}}$$

La RE es mejor en la medida que la utilidad de operación repone el costo de la inversión requerida entre mayor utilidad de operación, en relación a lo invertido es mejor. El cálculo de este indicador, sobre todo una vez que se ha comparado con el

costo de capital de la empresa de que se trate, manifiesta la capacidad de aprovechar, con eficiencia, los recursos disponibles. Mientras más alto el valor numérico de la RE, mayor capacidad de la empresa para generar valor. Si la RE, fuera inferior al costo de capital, la empresa estaría en condiciones precarias pues no tendría capacidad para resarcir a los accionistas por el dinero invertido en ella.

Para incrementar la rentabilidad económica, sólo hay tres caminos: a) aumentar el numerador mejorando la utilidad de operación, b) disminuir el denominador «*adelgazando*» la empresa, c) o una combinación de ambas posibilidades. Aumentar el numerador equivale a encontrar el mejor modo de hacer crecer la utilidad de operación: vender más, gastar menos, o una mezcla de ambas. Esto exige servicio, innovación, entrenamiento, lealtad de los empleados, inclusión de tecnologías, atención, entre otras.

Disminuir el denominador significa hacer una revisión, cuenta por cuenta, de los activos de la empresa con el objeto de suprimir lo superfluo. El generar valor como fruto del uso eficiente de los recursos, reside en la capacidad de eliminar el lastre sin afectar los planes estratégicos del director.

Si descomponemos esta razón en otras dos, multiplicando y dividiendo por las ventas, nos quedaría una expresión equivalente de la rentabilidad económica (RE) de la siguiente manera:

$$RE = \frac{\text{Utilidad de operación}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}} = \frac{\text{Utilidad de operación}}{\text{Activos totales}}$$

RE = Margen sobre ventas x rotación de activos

También las razones de margen sobre ventas y rotación de activos se pueden descomponer en sus generadores:

$$MsV = \left(\frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Ventas}} + \frac{\text{Gastos personal}}{\text{Ventas}} + \frac{\text{Gastos fabricación}}{\text{Ventas}} + \dots \right)$$

$$\text{Rotación de Activos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$$

$$\text{Rotación de Activos} = \frac{1}{\frac{1}{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo fijo}}} + \frac{1}{\frac{\text{Ventas}}{\text{Inventario}}} + \frac{1}{\frac{\text{Ventas}}{\text{Deudores}}} + \dots}$$

En función de que cada una de estas razones sea modificada, su valor intervendrá en el importe de la rentabilidad económica y, ésta a su vez afecta en la rentabilidad financiera. Se puede señalar que existen dos tipos de razones financieras dentro de las de eficiencia:

a) Las razones de cualquier tipo de gastos sobre ventas, su propósito es analizar el porcentaje de gastos en el que ha erogado la empresa para poder obtener el nivel de ventas alcanzado. Diferenciando estas razones unas con otras, y con la media del sector, etc., siempre será objeto de observar dónde se está incurriendo en un mayor

porcentaje de gasto, o en dónde se presentan los porcentajes ineficientes que afectan en forma negativa a la empresa.

b) Las razones de rotación, o razones de ventas sobre cualquier magnitud del activo, su meta es analizar la cantidad de activos que hemos empleado para conseguir el nivel de ventas alcanzado. La empresa será más eficiente (logrará más a cambio de menos) cuanto mayores sean las razones. A su vez al igual que las demás razones, comparándolas entre sí o con el sector industrial, podremos visualizar en dónde la empresa está produciendo convenientemente y en dónde es ineficiente.

La rentabilidad es el resultado de la relación entre una variable de la cuenta del estado de pérdidas y ganancias y una partida del balance general. La lectura de cualquier razón de rentabilidad es analizar qué utilidades se han logrado a partir de lo que se ha empleado para alcanzarlos, ya sea capital invertido o activos para producirlos. Así podemos diferenciar entre:

Rentabilidad financiera (RF). La empresa ha utilizado como inversión los fondos propios.

$$\text{Rentabilidad Financiera} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Fondos propios}}$$

Rentabilidad económica (RE). Las utilidades son el resultado de la producción de todos los activos de la empresa.

$$\text{Rentabilidad Económica} = \frac{\text{Utilidad de operación}}{\text{Activos totales}}$$

Si dejamos de lado el impacto de los impuestos, la igualdad entre rentabilidades se daría mediante la fórmula:

$$\text{Rentabilidad financiera} = \text{Rentabilidad económica} + (\text{Rentabilidad económica} - \text{Tipo de interés de la deuda de la empresa}) \times \text{Razón de Apalancamiento}$$

En el caso de que la razón de apalancamiento, toma el valor cero, entonces todo el segundo sumando del segundo miembro de la ecuación será igual a cero; como consecuencia, la rentabilidad financiera será igual a la rentabilidad económica. La razón de apalancamiento solamente tomará el valor cero en el caso de que todos los fondos del pasivo sean fondos propios. Es decir, no existen capitales prestados ajenos a los accionistas.

En la medida en que la empresa sustituya fondos propios por endeudamiento (capital ajeno), la razón de apalancamiento tendrá valores positivos y la rentabilidad financiera se incrementará según aumente el segundo sumando de la ecuación.

2.1.2 Descomposición del ROE en sus determinantes

Las razones contables se pueden organizar en un diagrama piramidal. En el vértice de la pirámide está la razón de rentabilidad financiera (ROE), que es un indicador fundamental para un inversionista potencial. Utilizando la definición de la razón de rentabilidad financiera (ROE), podemos obtener la siguiente descomposición:

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Fondos propios}} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos propios}} = \\ &= \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos propios}} \end{aligned}$$

Ahora, utilizando la definición de las razones MN (Utilidades netas/Ventas), RA (Ventas/Activo) y NP (Fondos propios/Pasivo), y recordando que Activo=Pasivo, podemos ver que:

$$\text{ROE} = \text{MN} \times \text{RA} \times \frac{1}{\text{NP}}$$

Como consecuencia, se observa que los factores determinantes del ROE son:

MN = Capacidad de obtener utilidades netas dada una cifra determinada de ventas (rentabilidad).

RA = Capacidad de utilizar plenamente los activos (eficiencia).

NP = Estructura financiera de la empresas.

Podemos emplear esta descomposición para realizar una primera comparación entre empresas que: a) obtienen más utilidades de sus ventas, b) utilizan plenamente sus activos y c) tienen menos deudas.

Estas empresas serán más rentables, desde un punto de vista financiero, y constituirán una opción más interesante para el inversionista.

Definimos ahora la rentabilidad económica como:

$$ROA = \frac{\text{Resultado neto} + \text{Gastos financieros}}{\text{Activo}}$$

Después de algunas transformaciones algebraicas:

$$ROE = \frac{\text{Utilidad neta}}{FP} = \frac{\text{Utilidad neta} + \text{Gastos financieros} - \text{Gastos financieros}}{FP} =$$

$$= \frac{\text{Utilidad neta} + \text{Gastos financieros}}{FP} - \frac{\text{Gas financieros}}{FP} =$$

$$= \frac{\text{Utilidad neta} + \text{Gastos financieros}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{FP} - \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Acreedores}} \times \frac{\text{Acreedores}}{FP} =$$

$$= ROA \times \frac{\text{Pasivo}}{FP} - (\text{Costo capital} \times AP) =$$

$$= (ROA \times (1 + AF)) - (\text{Costo capital} \times AP)$$

$$= ROA \times [(ROA - k) AP]$$

Obtenemos:

$$ROE = ROA + [(ROA - \text{costo } k) AP]$$

Donde:

$$\text{Costo } K = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Acreedores} \times (CP + LP)}$$

Esta segunda descomposición es una evidencia de lo que se llama “efecto palanca”: si la empresa tiene un costo de la deuda (costo K) menor que su rentabilidad económica (ROA), la deuda tiene un efecto positivo sobre la rentabilidad financiera (efecto palanca positivo). Si, por el contrario, la empresa tiene un costo de la deuda mayor que la rentabilidad económica, el endeudamiento tiene un efecto negativo sobre la rentabilidad financiera (efecto palanca negativo).

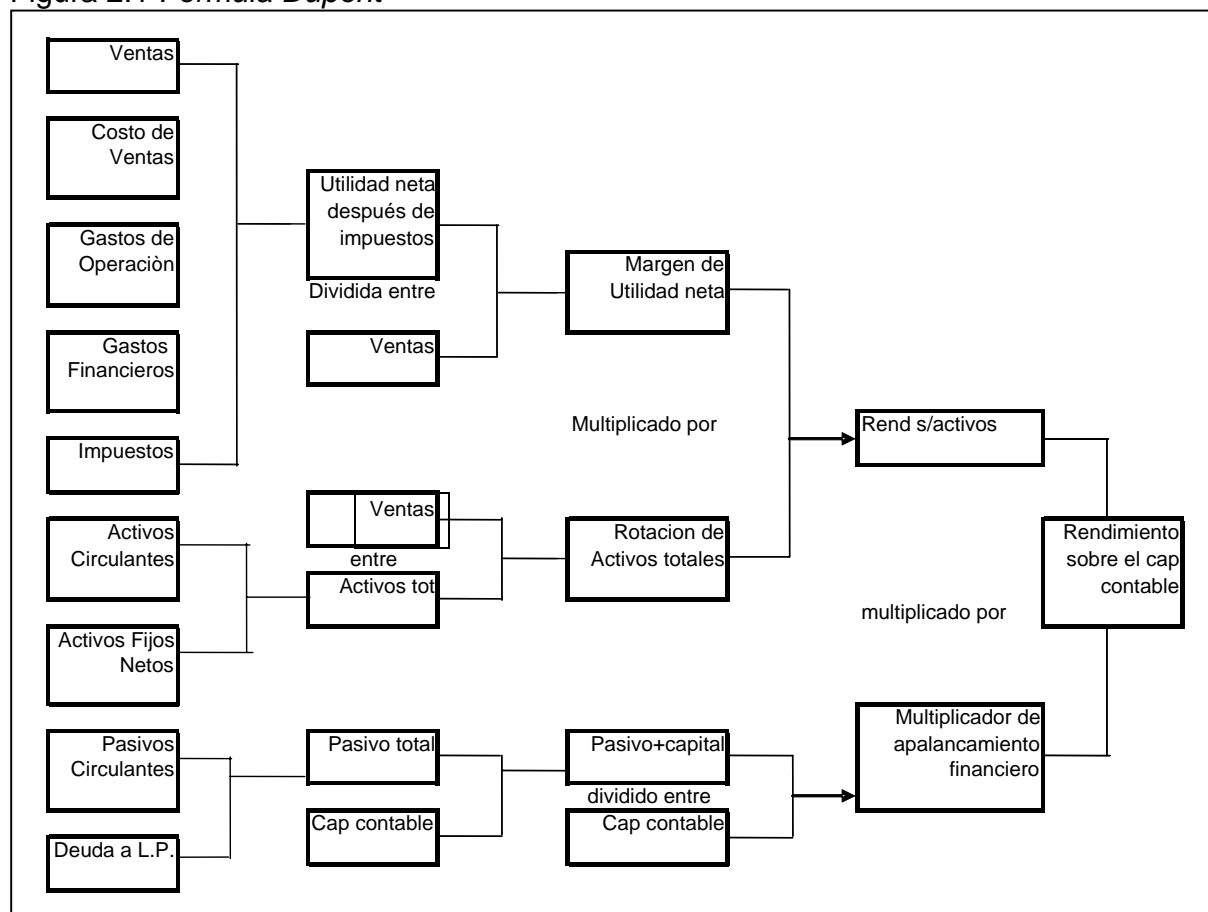
Utilizando esta segunda descomposición, podemos intentar explicar la evolución del ROE a través de la comparación entre la rentabilidad económica y el costo del capital de las empresas.

En esta investigación se evidenciará si las variables anteriormente mencionadas se comportan igual en las PYMES exportadoras y/o si habrá otras variables que impactan al ROE.

La rentabilidad financiera (Return On Equity: R.O.E.) es del máximo interés de los accionistas, ya que este indicador mide la capacidad de la empresa para generar utilidad a favor del propietario; es decir, esto significa que por cada peso que el dueño mantiene en la empresa genera cada peso un porcentaje de rendimiento sobre el patrimonio.

Otra forma de esquematizarlo es mediante la fórmula Dupont, la cual se muestra en la figura 2.1

Figura 2.1 *Fórmula Dupont*



Nota 1. Fuente. Elaboración propia con información de Corporación Dupont.

Haremos mención de las teorías que explican cómo los factores financieros antes mencionados han impactado de forma directa la ROE. Empezaremos por el costo de capital, costo promedio ponderado de capital (CCPP), apalancamiento financiero, fuentes de financiamiento, niveles de actividad y concluimos con rentabilidad.

2.1.3 Teorías generales de soporte

La Teoría de Modigliani-Miller

La teoría de Modigliani y Miller (1958) es la pionera de la estructura de capital de la empresa. En ella participan las variables de ingresos, costos variables, costos fijos,

depreciaciones, intereses financieros, impuestos, costos de deuda, costos de capital. Todas estas variables interrelacionadas permiten definir la rentabilidad financiera de la PYME.

Según estos autores, Modigliani y Miller, que a partir de este momento nos referiremos a ellos como M&M, la estructura financiera apropiada es aquella que maximiza el valor presente de las empresas con un riesgo y rendimiento adecuado de acuerdo a las decisiones de la empresa. La empresa debe tener una visión fiscal de la estructura de capital que apoye la rentabilidad financiera sometiéndose a la correspondiente disciplina tributaria. M&M desarrollan la teoría de la estructura de capital, determinan que el valor de la empresa y el costo de capital no se afectan por el apalancamiento en condiciones de mercados eficientes, y por consecuencia, el mercado siempre se mantiene en equilibrio. La tesis de M&M se fundamenta en tres proposiciones las cuales son:

Proposición I de M&M. Explica que el valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos sin importar en absoluto de dónde han emanado los recursos financieros que los han financiado; es decir, tanto el valor total de mercado de una empresa como su costo de capital son independientes de su estructura financiera, por tanto, la política de endeudamiento de la empresa no tiene ningún efecto sobre los accionistas (Brealey y Myers, 1993).

Proposición II de M&M. Explica que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece equitativamente a su grado de

endeudamiento; es decir, el rendimiento probable que los accionistas esperan obtener de las acciones de una empresa que pertenece a una determinada clase, es función lineal de la razón de endeudamiento (Brealey y Myers, 1993).

Proposición III de M&M. Explica que la tasa de retorno de un proyecto de inversión ha de ser completamente independiente a la forma como se financie la empresa, y debe al menos ser igual a la tasa de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y que pertenece a la misma clase de riesgo de la empresa inversora; es decir, la tasa de retorno requerida en la evaluación de inversiones es independiente de la forma en que cada empresa esté financiada (Fernández, 2003).

La tesis de M&M de mercados perfectos se cimienta en los siguientes supuestos:

1. Los mercados de capitales maniobran sin costo.
2. El impuesto sobre la renta de personas físicas no existe.
3. Los mercados son profesionales.
4. El acceso a los mercados es igual para todos los participantes de los mismos.
5. Las posibilidades son semejantes.
6. La información es libre de costo.
7. No se hallan costos de quiebra, ni de agencia.
8. Es posible la comercialización del derecho a las deducciones o exenciones fiscales. (Mascareñas, 1993; Mascareñas y Lejarriaga, 1993).

En mercados perfectos y eficientes, M&M, señalan que la estructura de capital es irrelevante. Señalan que si los inversionistas pueden restablecer la estructura de capital de una empresa por sí mismos, éstos serían insensibles al nivel de endeudamiento que las empresas presenten.

Por otra parte Alarcón (2007) describe que los modelos iniciales de M&M en 1958 admiten un mercado perfecto de capitales, sin tomar en cuenta que una de las grandes imperfecciones se encuentra en los impuestos que pagan las empresas.

Mencionan también que en 1963 la proposición I de M&M fue modificada por éstos, manifestando que la utilidad media anual antes de intereses y neta de impuestos se haya compuesta por dos componentes de distinta naturaleza:

- a) Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) $(1-T)$: que es una renta incierta ya que las utilidades antes de intereses e impuestos UAI, es la esperanza matemática de una variable aleatoria subjetiva.
- b) Tasa de descuento de impuestos (TKD): que es una renta segura pues constituye el ahorro de impuestos que obtiene la empresa al pagar intereses.

Modigliani y Miller (1963), dan marcha atrás a sus conclusiones de su trabajo de 1958 y aconsejan que la ventaja fiscal por deuda se puede aprovechar totalmente y que lo ideal sería endeudarse al máximo.

La teoría de M&M comprende a todo el universo de PYMES ya sea que éstas se encuentren o no apalancadas financieramente, es decir, comprende empresas que

tengan o no endeudamiento, ya sea con recursos de deuda y/o capital. En el aspecto fiscal la teoría de M&M implica que se consideran como gasto fiscal los intereses que la compañía paga por su endeudamiento, siempre que la empresa tenga utilidades, pues de no ser así no habría ninguna deducción fiscal por dicho concepto.

La teoría de M&M señala cómo la desgravación fiscal tiene un valor de mercado que afecta a la estructura del capital de la empresa aumentando el valor de la misma. En cuyo caso el apalancamiento financiero afectará al valor de la empresa y al costo del capital medio ponderado. La teoría de M&M ha sido la teoría ancla para el desarrollo de una gran cantidad de trabajos que tratan el tema relacionado a la estructura de capital, la cual ha recibido comentarios positivos y negativos, y a la fecha no ha sido capaz de explicar en forma total el comportamiento del valor de la empresa, la rentabilidad de las acciones de la empresa y la tasa de retorno de un proyecto de inversión.

2.1.4 Teorías específicas de soporte

La revisión de literatura fue enfocada en función del problema planteado, tomando en cuenta las diversas fuentes de información publicadas relacionadas a la rentabilidad financiera. Para las PYMES exportadoras tener una rentabilidad financiera aceptable es un asunto prioritario para poder permanecer en el ambiente internacional, es por ello que debe implementar una gestión interna adecuada y eficiente. Una de las áreas de oportunidad en términos financieros para las PYMES es definir una estructura de capital donde se considere la cantidad de deuda óptima y por ende el

uso de la palanca financiera en forma ventajosa a la empresa de tal manera que genere una rentabilidad financiera y valor a la empresa.

Existen mejores probabilidades de generar rentabilidad financiera, vía excelentes decisiones de financiamiento y también excelentes decisiones de inversión para así asegurar el funcionamiento de la empresa tanto en el corto como en el largo plazo. Como dijimos anteriormente, un componente de los más importantes del ROE es la deuda por ende, la estructura de capital que afecta directamente el ROE.

Cuando la PYME elige la estructura financiera está vendiendo sus activos reales a inversionistas como un paquete de demandas financieras. El cómo se distribuye la mezcla de esas demandas financieras no debe impactar el valor real de los activos reales, es decir, independientemente de cómo partir el pastel en rebanadas, el tamaño no crece ni reduce; en una empresa el pastel representa los activos reales y las rebanadas representan las demandas financieras. El estado del arte trata de explicar qué variables según el enfoque de los autores impactan en la ROE.

Teoría de Jerarquía de las preferencias

La teoría de la jerarquía de las preferencias el *pecking-order* (orden jerárquico) fue elaborada por Myers (1977, 1982) y Myers y Majluf (1984), es el orden jerárquico en situaciones de información asimétrica. Proponen la existencia de una interacción entre decisiones de inversión y decisiones de financiamiento, las cuales impactan positivamente o negativamente a la rentabilidad financiera de la empresa ya que los

inversionistas disponen de menos información comparado con sus directivos, lo cual genera un problema de información asimétrica.

De acuerdo a los postulados de la teoría de financiamiento de la jerarquía de preferencias *pecking order*, lo que determina la estructura financiera de las empresas es la intención de financiar nuevas inversiones. Por lo tanto, las empresas en el nivel de preferencias comienzan en primer término por los fondos generados internamente, libres de información asimétrica⁴, y en segundo término por la deuda de bajo riesgo por ejemplo el endeudamiento bancario, y después con emisión de deuda en el caso que ofrezca menor subvaluación que las acciones y en último lugar por la emisión de nuevas acciones propias debido a que el mercado la relaciona como una señal negativa, todo este tipo de preferencias traducidas en decisiones financieras afectan a la rentabilidad financiera.

La teoría de la jerarquía de las preferencias asume las siguientes ideas en cuanto a la consecución de financiamiento:

A) Las empresas eligen en principio el financiamiento con recursos internamente generados. Éste tiene un valor neutral en cuanto a las consecuencias.

⁴ Se entiende por información asimétrica cuando los agentes económicos para una transacción económica tienen diferente información acerca de la misma, debido, básicamente al costo y la desigualdad en el acceso de la información por parte de los participantes en el mercado. Los administradores en relación con los propietarios y los inversionistas internos con respecto a los externos, proceden con cierta ventaja al estar en capacidad de tomar decisiones soportados con información privilegiada y privada sobre las oportunidades de inversión y sobre las características especiales de los flujos de tesorería de la empresa.

B) Conformen su estrategia de pago de dividendos en función a sus oportunidades de inversión vigilando que no surjan cambios repentinos en ella.

De acuerdo con Myers (1984) la teoría de la jerarquía de las preferencias se orienta a explicar en cuanto al porqué las empresas más rentables en lo relacionado a préstamos solicitan normalmente muy poco, y esto no es necesariamente porque posean una meta de deuda/capital baja sino porque no requieren de fondos externos; es decir, las empresas en cuanto a decisiones sobre financiamiento en primer lugar seleccionan los fondos internos de la empresa de los que están libres de información asimétrica, luego seleccionan deuda y en última instancia optan por la emisión de acciones.

Los administradores de las PYMES, en sus actividades financieras, deben tener presente que la jerarquía de preferencias de financiamiento deben estar orientadas a generar una rentabilidad financiera favorable para la empresa. La cultura administrativa de seleccionar las fuentes de financiamiento más ventajosas suministra una más sólida rentabilidad financiera para las PYMES.

Teoría del Trade-off (costo-beneficio) de la deuda

Es importante comentar que la teoría del *trade-off* no tiene un autor específico, ya que esta teoría agrupa a todas aquellas teorías o modelos que sustentan que existe una mezcla de deuda-capital óptima, que maximiza el valor de la empresa, que se produce una vez que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda. Según Alarcón (2007), entre los que defienden la teoría del trade-off o equilibrio estático, en

lo relacionado a la estructura financiera se encuentran investigadores como Harris y Raviv (1988) y Besley y Brigham (2005).

La mezcla de financiamiento de deuda y capital proporciona una rentabilidad financiera favorable para las PYMES. Rivera (2002) en cuanto a la teoría de Trade-off, este autor menciona que esta, “resume todos aquellos modelos o teorías que sostienen que existe una combinación de deuda-capital óptima, maximizadora del valor de la empresa, que se genera una vez que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda”.

La teoría del trade-off (costo-beneficio) de la deuda apoya a la estructura de capital para que se mejore en donde los costos marginales de la deuda empatan a sus beneficios marginales. En esta teoría se argumenta que el beneficio principal de la deuda es que los intereses son deducibles fiscalmente, lo cual favorece a la rentabilidad financiera y los costos más relevantes proceden del incumplimiento del servicio de la deuda *financial distress*. Estos pueden ser tanto directos (honorarios a abogados, consultores, etc.) como indirectos (el comportamiento del valor de mercado de la empresa durante el tiempo que transcurre desde el origen del problema financiero hasta su resolución ya sea a través de una reestructuración privada o bien a través de un proceso legal).

Aumentando varias imperfecciones que incluyen impuestos, costos de tensión financiera o quiebra, y los costos de agencia, la teoría del trade-off contrasta los beneficios del endeudamiento contra sus costos para determinar una estructura de

capital óptima. A pesar de que se pueden considerar varios beneficios y costos de la deuda, la discusión en la literatura se ha centrado en el “trade-off” entre los beneficios impositivos de la deuda y los costos de tensión financiera. El beneficio impositivo de la deuda nace de una reducción en el monto de impuestos a pagar a nivel corporativo dado que los intereses son deducibles de los impuestos corporativos.

Por otro lado, los costos de tensión financiera se relacionan a los costos que surgen cuando una empresa endeudada se aproxima a la quiebra. Estos costos incluyen la sub-inversión o el dejar pasar posibles inversiones en proyectos rentables, así como el preferir inversiones más riesgosas aunque tengan una rentabilidad financiera esperada menor.

Un costo adicional de tensión financiera es la pérdida de ventas y negocios por poseer una alta deuda. Los clientes, proveedores, trabajadores y otros grupos de interés de una empresa endeudada preferirán hacer negocios con empresas de un menor riesgo de quiebra. Por su parte, es preciso no olvidar los factores clásicos procedentes de la teoría convencional (teoría estática o del trade-off) a la hora de explicar la decisión de financiación, puesto que siguen aportando un porcentaje nada despreciable de explicación del endeudamiento empresarial (Moreira y Rodríguez, 2006), lo cual impacta a la rentabilidad financiera.

Los resultados vienen a corroborar la dependencia negativa con la rentabilidad y la dependencia positiva con el tamaño en línea con los pronósticos clásicos y los

resultados conseguidos por trabajos anteriores, mientras que la tangibilidad y el porcentaje de valoración muestran signos contrarios a los esperados (Moreira y Rodríguez, 2006).

Gilson, Kose y Lang (1990) señalan que la venta de activos puede comprometer la generación futura de flujos de caja, con lo que el valor de la empresa tendrá una disminución importante y por consecuencia afecta en forma negativa a la rentabilidad financiera de la empresa.

Las dificultades financieras según Wruck (1990) repercuten en forma negativa en la aportación de inversiones por lo cual se genera una pérdida de valor de la empresa de tal forma que estas dificultades financieras afectan en forma negativa la rentabilidad de la empresa. Opler y Titman (1994) señalan que uno de los costos indirectos de las situaciones de insolvencia es la reducción en las ventas de la empresa generando pérdida en la participación del mercado, lo cual ocasiona una pérdida de valor de la empresa. Estos costos de insolvencia impactan en forma destructiva a la rentabilidad de la empresa.

El tiempo de duración del proceso de resolución de la insolvencia se traduce en un costo de insolvencia mayor a soportar, lo cual genera una pérdida de valor de la empresa, y estos costos afectan en forma negativa a la rentabilidad financiera de la empresa (Andrade y Kaplan, 1998).

De acuerdo a lo anteriormente mencionado en los trabajos empíricos de Gilson (1990); Wruck (1990); Opler y Titman (1994); y Andrade y Kaplan (1998) se mencionan los distintos tipos probables de efectos que producen la pérdida de valor de la empresa y cómo éstos afectan negativamente a la rentabilidad financiera. Según DeAngelo y Masulis (1980), la presencia de impuestos, es ventajosa cuando se tienen activos tangibles, es decir, la presencia de otros ahorros fiscales distintos a la deuda, tales como la depreciación contable, las reservas por agotamiento y los créditos fiscales a la inversión, ya que esto beneficia en la parte deducible del pago de los impuestos y por lo tanto a la rentabilidad financiera de la empresa.

La teoría del trade-off no puede explicar el porqué empresas con mucha rentabilidad financiera dentro de un mismo sector optan por financiarse con fondos propios y no usan su capacidad de deuda, o el porqué en naciones donde se han desgravado los impuestos o se reduce la tasa fiscal por deuda las empresas optan por alto endeudamiento. Por lo tanto todavía no existe un modelo que logre determinar el endeudamiento óptimo para la empresa y por ende a mejorar la rentabilidad financiera desde la óptica de la estructura financiera.

2.2 Estructura de capital dentro de la determinación del costo de capital

Un factor más de importancia como componente del ROE es el costo de capital. (Brealey y Myers, 1996) lo describen como una tasa de referencia que mide el riesgo del mercado de las oportunidades para financiar las inversiones de las empresas. El costo de capital es el costo promedio ponderado que la empresa paga por financiar

sus activos totales o valor de capitalización de la empresa de las diferentes fuentes de financiamiento. A su vez muestra la tasa interna de rendimiento mínima que se espera ganar en un proyecto con el propósito de pagar los costos de los recursos utilizados en dicho proyecto. En el caso que el costo de capital de los recursos es menor que la tasa interna de rendimiento, conviene invertir en el proyecto, en caso contrario, no se debe invertir en el proyecto.

El costo de capital es de gran importancia para la PYME, ya que de ello depende su crecimiento, teniendo como objetivo la generación de mayor valor para la empresa y para los dueños.

En cuanto al costo promedio ponderado de capital (CCPP), Pachas (2003) menciona que:

El costo promedio ponderado de capital, que describe el promedio de los costos de los financiamientos (recursos) provenientes de fuentes alternativas de endeudamiento y de aportación de capital que demandan las organizaciones empresariales para atender sus diversas necesidades en activos o para emprender nuevos negocios, constituye un parámetro fundamental en la gestión financiera. En el caso de ser considerado como tasa de descuento en la evaluación de las proyecciones de los beneficios esperados de nuevos productos o de Inversiones, su determinación errónea conduciría a decisiones perjudiciales, ya que tasas sobrestimadas rechazarían oportunidades rentables y frente a un mercado agresivamente competitivo en que describe márgenes

cada vez reducidos, no se debe improvisar, porque conllevaría al deterioro del valor de la empresa.

El calcular de manera correcta el costo de capital permitirá a las PYMES tener un mejor panorama para seleccionar las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo y así tener la probabilidad de generar una rentabilidad financiera positiva. Existen fuentes de financiamiento tanto de corto y largo plazo a las que pueden tener acceso las PYMES para realizar sus inversiones de proyectos.

En el corto plazo se encuentran las cuentas por pagar, pasivos acumulados, línea de crédito, convenio de crédito revolvente, documentos negociables, anticipo a clientes y préstamos privados. En largo plazo se encuentran los bonos, acciones preferentes y comunes, arrendamiento financiero, obligaciones convertibles y garantías, hipotecas y dividendos. Los administradores financieros de las empresas deberán hacer un uso prudente de dichas fuentes para generar una rentabilidad financiera para la empresa, sin embargo las PYMES tienen restricciones para tener acceso a estas fuentes de financiamiento.

En las PYMES mexicanas no es factible y usual el adquirir fondos vía la emisión de acciones y así poder tener acceso al mercado de capitales, lo cual es una alternativa para financiarse satisfactoriamente a un menor costo, para lo cual se necesitan desarrollar estrategias viables y así lograr una salida del círculo vicioso que presenta la insolvencia continua de créditos a corto plazo.

Las fuentes de financiamiento deben propiciar una mezcla de deuda y capital con un costo de capital óptimo que permita generar una rentabilidad financiera a la empresa.

Algunas razones a tomar en cuenta en el análisis financiero de las PYMES es cómo impacta el costo financiero a la creación o destrucción de valor de las empresas, lo cual es examinado con herramientas tales como el Valor Económico Agregado (EVA), el Rendimiento de Inversión sobre la Operación Neta Después de Impuestos (RIONDI) y el Generación Económica Operativa (GEO).

El costo de capital es un costo explícito que debe ser considerado para la generación de la rentabilidad financiera. El costo promedio ponderado de capital es la ponderación de la fuerza e impacto del costo de cada una de las fuentes de financiamiento en lo individual, dentro del costo integral de los recursos de la empresa. Se calcula tomando el costo real después de impuestos de las distintas fuentes de recursos con que cuenta la empresa, y el costo financiero de los pasivos financieros expresados por la tasa de interés del Sistema Financiero Mexicano.

La fórmula del costo promedio ponderado de capital es: $(\text{Deuda de terceros} / \text{Total de financiamientos}) \times (\text{costo de la deuda}) \times (1 - \text{tasa de impuestos}) + (\text{Capital propio} / \text{Total de financiamientos}) \times (\text{costo del capital propio})$.

Es importante analizar en el costo de capital, el grado de riesgo comercial y financiero, la situación fiscal y en cuanto al mercado la oferta y demanda de las fuentes de financiamiento. El costo de capital es un factor importante en la

elaboración de los presupuestos de corto y largo plazo de la empresa y en ese sentido cada uno de los componentes del presupuesto debe ser analizado por los administradores financieros de las PYMES.

Las inversiones de la empresa representadas por la composición de los activos *tangibles* e *intangibles* deben estar en armonía con la estructura de capital en la cual se planea la mezcla de deuda y capital para que de esta manera se maximice la rentabilidad financiera de la empresa y se minimice el riesgo de las inversiones; por ello debe existir un equilibrio entre el riesgo del negocio de la empresa y el rendimiento, de modo que se maximice el precio de las acciones y así generar una estructura de capital óptima para la empresa y tanto en el corto plazo como en el largo plazo tenga una rentabilidad financiera aceptable.

Kahle y Shastri (2005) mencionan en su investigación que las elecciones de deuda y capital afectan las operaciones de impuestos de las empresas de ahí que debe observarse cómo impactan a las utilidades de la misma. Las decisiones de elecciones entre pasivo (deuda) y capital reside en el nivel de riesgo (cuando se emplea financiamiento, existe mayor riesgo por tener una cantidad fija de intereses) y en el potencial de rendimiento (los intereses son deducibles de impuestos por lo que el rendimiento de capital en un nivel de utilidad de operación es mayor); cuando realiza este tipo de decisiones para efectuar una inversión, tomará decisiones sobre cuál debe ser la estructura financiera y así generar una rentabilidad financiera.

Las PYMES deben gestionar en forma prudente las siguientes variables para poder competir en un ambiente nacional e internacional y así generar elecciones de mezclas óptimas de deuda y de capital que den la probabilidad de crear una rentabilidad financiera positiva:

A) Variables de beneficios e impuestos. Los estudios de los beneficios de los impuestos de Kahle y Shastri (2005), se apoyan en los trabajos de DeAngelo y Masulis (1980), en los cuales encuentran una relación negativa entre el apalancamiento y el nivel del escudo de impuestos de no deuda, por lo cual concluyen sugiriendo que las empresas que tienen este tipo de beneficios de los impuestos deberán tener menos deuda, ya que ello les permite con ese escudo de impuestos hacer nuevas inversiones y no recurrir a financiamientos en forma excesiva lo cual beneficia en forma positiva a la rentabilidad financiera de la empresa.

B) Escudo de Impuestos de las operaciones de no deuda. Kahle y Shastri (2005) emplean la razón de depreciación a activos y la razón de pérdida operativa neta (para llevarla a la contabilidad) a activos, esto con el fin de medir el escudo de impuestos de las operaciones (investigación y desarrollo pueden ser usadas como variables de crecimiento de oportunidades, que pueden ser consideradas como escudos de impuestos de no deuda). Las depreciaciones son gastos virtuales que benefician en forma positiva a la rentabilidad financiera permitiendo oportunidades de crecimiento para la empresa y generando una rentabilidad financiera positiva para la misma.

C) Unicidad. La unicidad permite unir a los distintos componentes de la estructura de capital, del rendimiento y de los impuestos, así fusionados con el único propósito de generar una rentabilidad financiera positiva para la empresa. En este sentido Kahle y Shastri describen que la unicidad puede variar al cruzar industrias, usan dos dígitos del código SIC, que son las siglas de *Standard Industrial Classification*⁵, para controlar los efectos de la industria, remitiéndose a los estudios de Bradley, Jarrell y Kim (1984) donde documentan que el apalancamiento varía al cruzar industrias, y así uniforman el control a través de otras variables.

2.3 Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero del plan estratégico de la empresa de corto y largo plazo debe visualizar la mezcla de deuda y capital que generen rentabilidad financiera y ésta sea soportada a través de proyectos de inversión que apoyen a operar en un ambiente competitivo internacional.

2.3.1 Flujo de fondos y gastos

La teoría del *pecking order*, de acuerdo con Minton y Wruck (2001) explica que la firma usa financiamiento externo sólo cuando los fondos internos son insuficientes para fondos de gastos discrecionales. Myers (1984) señala que cuando los fondos internos de corto plazo caen, lo primero que hacen los gerentes es volver a financiarse con deuda y solamente como último recurso se van a financiar con

⁵ SIC, es un sistema de clasificación de empresas según su actividad elaborado por el gobierno de Estados Unidos en los años 1930.

capital. Myers y Majluf (1984) muestran que esto permite que las empresas eviten usar bonos cuando están subvaluadas debido a la información asimétrica.

El flujo de fondos de efectivo antes de gastos de investigación y desarrollo, y gastos de capital y compras es la medida principal de fondos internos disponibles (Minton y Wruck, 2001). Muchos estudios de estructura de capital usan la rentabilidad para probar la hipótesis del pecking order (Fama y French, 2000; Graham, 2000). Aunque la rentabilidad y el flujo de fondos están altamente correlacionados, la teoría del pecking order explícitamente se refiere a los flujos de fondos (Shyam-Sunder y Myers, 1999).

En cuanto a los flujos de fondos y gastos y extensiones de la teoría del que establece que una empresa desea, si le es posible, mantenerse financieramente con baja deuda y/o tener una alta reserva de efectivo y así lograr una relación positiva entre el endeudamiento financiero y la inversión para de esta manera poder enfrentar la capacidad de deuda y así proporcionar flexibilidad en futuras inversiones que requiera la empresa (Donaldson, 1961).

Cuando una empresa tiene grandes saldos de efectivo vía deuda y vía títulos de valor negociables esto refleja que esa empresa es débil financieramente, esto lo encontraron en sus estudios Opler, Pinkowitz, Stulz y Williamson (1999) y Harford (1999) ya que esto reduce las posibilidades de inversiones y en el largo plazo afecta en forma negativa la posición financiera de la empresa.

Algunos estudios incluyen razones actuales de liquidez de activos y restricciones financieras, ver estudios de Graham (2000). Hasta ahora según Minton y Wruck (2001) la teoría sugiere que se incluyen los saldos de efectivo porque ellos son una fuente de fondos internos y esto significa evitar en un futuro una emisión de capital indeseable.

2.3.2 Oportunidades de inversión, información asimétrica y la teoría del Tradeoff

Cuando se presentan las oportunidades de inversiones algunos gerentes optan por tomar decisiones basadas en la teoría del tradeoff, algunos otros por la teoría de M&M, pero en ambas predomina el objetivo de que la empresa tenga las oportunidades de crecimiento que faciliten generar una rentabilidad financiera aceptable para la empresa.

La deuda según Jensen (1986) obliga a los administradores de las empresas con fuertes flujos de efectivo y oportunidades de crecimiento para liberar flujos de efectivo. Siguiendo con esta lógica las empresas conservadoras deben tener fuertes oportunidades de crecimiento. Si sus oportunidades de crecimiento son débiles y permite flujos de efectivo, éstos deben optimizar un alto apalancamiento. Siguiendo a otros tales como Minton y Wruck (2001) señalan que usan la razón de valor de mercado a valor en libros como un proxy para oportunidades de inversiones (Smith y Watts, 1992; Jung, Kim y Stulz, 1996).

2.3.3 Determinantes del conservadurismo financiero: evidencia de bajo apalancamiento y de alto efectivo en empresas.

El conservadurismo financiero se define como la estrategia financiera de una empresa que tendrá bajos niveles de endeudamiento y a su vez altos flujos de efectivo con los cuales financiará su crecimiento con recursos propios, disminuyendo de este modo el endeudamiento empresarial. Además, esa restricción de recursos financieros puede provocar que la empresa tenga que declinar a efectuar inversiones rentables, planteando un problema de infrainversión.

Las PYMES generalmente operan con bajos niveles de endeudamiento, esto por las dificultades que tienen para acceder a las fuentes de financiamiento ocasionadas por el racionamiento de crédito que existe y al mismo tiempo por los altos flujos de efectivo. De acuerdo con Iona, Leonida y Ozkan (2004) son factores determinantes de la probabilidad de que las empresas adopten una política financiera de conservadurismo, y ello depende de:

- A) La forma en como se administre la propiedad: los dueños tienen mayor grado de control sobre la administración cuando hay altos flujos de efectivo en la empresa.
- B) El board composition: a mayor participación de directores respecto a los dueños de la empresa se implementan políticas conservadoras financieras de efectivo.
- C) La concentración de la propiedad: a mayor participación por directores no ejecutivos se implementan políticas conservadoras financieras de efectivo en la empresa.

Existen empresas que por varios años siguen una política financiera conservadora en cuanto a su estructura financiera o lo que es igual a una política constante de bajo

endeudamiento y efectivo alto. Una de las causas que hace que las PYMES tengan como política bajos niveles de endeudamiento es el racionamiento del crédito por parte de los acreedores, quienes son los que facilitan los recursos financieros. Una gran cantidad de empresas tienen, de una forma constante, un nivel de endeudamiento excesivamente bajo (Graham, 2000; Minton y Wruck, 2001 y Lemmon y Zender, 2002).

Cuando las empresas son capaces con sus recursos propios de financiar su crecimiento son clasificadas como empresas conservadoras y por lo tanto disminuyen sus razones financieras de endeudamiento. Las PYMES en los mercados no anglosajones, un problema que enfrentan es que asumen un “finance gap” o brecha financiera, ya que poseen mayor problema para acceder a los mercados de capitales (Holmes y Kent, 1991).

Tiene dos elementos la brecha financiera: uno es que la disponibilidad de fondos es más limitada para las PYMES, o su costo es mayor la cual representa a la brecha de la oferta, y el otro elemento es el uso exclusivo de la deuda, como consecuencia de un limitado conocimiento de la oferta de fondos y pasivos financieros disponibles y del desconocimiento de las ventajas e inconvenientes de la deuda la cual representa a la brecha de conocimiento. A raíz de estos dos elementos del “finance gap”, la fuente más importante de financiamiento a largo plazo para las PYMES es el autofinanciamiento y en caso que ésta no cubra todas las necesidades se recurriría a la intermediación bancaria.

Señalan Minton y Wruck (2001) que la teoría de la jerarquía financiera explica los determinantes de las políticas financieras conservadoras. Los beneficios derivados de la deducción fiscal de los intereses de la deuda de numerosas empresas se encuentran infraendeudadas, ello es consistente con una política conservadora de endeudamiento (Graham, 2000).

Algunos autores sugieren que las empresas desean la flexibilidad financiera en las inversiones para evitar costos excesivos y así no aumentar los fondos externos. La flexibilidad financiera puede lograrse a través de políticas financieras conservadoras (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

2.3.4 Clasificación de empresas financieramente conservadoras

Iona, Leonida y Ozkan (2004) exponen que la teoría del pecking order, expone que las empresas deben primero agotar los fondos internos disponibles y entonces luego agotar los recursos financieros externos más caros que es la deuda. Las empresas son conservadoras de efectivo, empresas conservadoras de apalancamiento y empresas financieramente conservadoras (que es la mezcla de las dos anteriores), éstas son las tres categorías en que clasifican a las empresas.

El operar con una política de bajos niveles de endeudamiento se presenta algunas veces por la probabilidad de que las empresas tengan problemas de restricciones financieras, esto expresado por el racionamiento del crédito por parte de los acreedores, a su vez estas restricciones pueden generar que la empresa se vea en la necesidad de renunciar a ejecutar inversiones rentables para la empresa. El

conservadurismo financiero permite la posibilidad de mejorar la rentabilidad de la empresa a través de altas reservas de flujos de efectivo y altas inversiones y/o bajos niveles de endeudamiento.

2.4 Fuentes de financiamiento a corto plazo

Las facilidades de financiamiento bancario en las PYMES es un factor primordial para que existan inversiones que generen rentabilidad financiera, por lo tanto las instituciones financieras y específicamente el acceso al crédito juegan un papel central en el crecimiento de la rentabilidad financiera de las PYMES. Los préstamos de corto plazo son para financiar el capital de trabajo de la PYME y los de largo plazo son para financiar el activo fijo de la empresa.

Los problemas de acceso al crédito tiene dos aspectos: uno se relaciona al hecho de que no se puedan obtener fondos a través del sistema financiero y el otro ocurre en ambientes en los cuales un proyecto que es viable y rentable no es llevado a cabo (o es restringido) porque la empresa no consigue fondos del mercado.

Dentro de las fuentes de financiamiento sin garantías específicas se basan en fondos que logra la empresa sin mezclar los activos fijos específicos que sirven como garantía, entre ellos se encuentran las siguientes fuentes: a) espontáneas: cuentas por pagar y pasivos acumulados, b) bancarias: línea de crédito y convenio de crédito revolvente, c) extra-bancarias: documentos negociables, anticipo a clientes y préstamos privados, fuentes de financiamiento con garantías específicas,

pignoración de cuentas por cobrar, factoraje, d) programas gubernamentales y e) las instituciones microfinancieras.

A) Cuentas por pagar. Representan una fuente de financiamiento sin costo explícito (costo de financiamiento gratuito) siempre y cuando la empresa se apegue a las condiciones de pago que se hayan acordado entre la empresa y el proveedor, esto se produce generalmente por la compra de materia prima. Es una fuente de financiamiento común a casi todas las empresas. Incluyen todas las transacciones en las cuales se compra mercancías pero no se firma un documento formal, no se exige a la mayoría de los compradores que pague por la mercancía a la entrega, sino que permite un periodo de espera antes del pago.

B) Los Pasivos acumulados. Representan una fuente de financiamiento sin costo explícito (costo de financiamiento gratuito), éstos son obligaciones que se establecen por servicios absorbidos que aún no han sido pagados. Los conceptos más relevantes que acumula una empresa son impuestos y salarios, como los impuestos son pagos al gobierno la empresa no puede manipular su acumulación, sin embargo, puede manipular de cierta forma la acumulación de los salarios.

C) Línea de crédito. Es un contrato que se celebra entre un banco y un prestatario en el que se muestra el crédito máximo que el banco extenderá al prestatario durante un período definido. El convenio de crédito revolvente es una línea formal de crédito que es empleada a menudo por grandes empresas y es muy similar a

una línea de crédito regular. Sin embargo, contiene una particularidad distintiva donde el banco tiene la obligación legal de cumplir con un contrato de crédito revolvente y por esto recibirá un honorario por compromiso.

- D) Documentos negociables. Es una fuente de financiamiento promisorio sin garantías a corto plazo que emiten las empresas de alta reputación crediticia, ya que solamente empresas grandes y de incuestionable solidez financiera pueden emitir documentos negociables.
- E) Anticipo de clientes. Representa una fuente de financiamiento, manifiesta cuando los clientes pueden pagar antes de recibir la totalidad o parte de la mercancía que tienen intención de comprar.
- F) Préstamos privados. Es una fuente de financiamiento presente cuando gente adinerada otorga en garantía a corto plazo a los accionistas de la empresa para sacarla delante de una crisis.
- G) Las fuentes de financiamiento con garantías específicas. Consisten en que el prestamista pide una garantía colateral que muy usualmente tiene la forma de un activo tangible tal como cuentas por cobrar o inventario. Además el prestamista logra participación de garantía a través de la legalización de un convenio de garantía. Se emplean normalmente tres tipos principales de participación de garantía en préstamos a corto plazo con garantía los cuales son: Gravamen abierto, recibos de depósito y préstamos con certificado de depósito. Existen dos

formas de financiamiento por medio de las cuentas por cobrar, una es por la cesión de las cuentas por cobrar en garantía (pignoración) y la otra por la venta de las cuentas por cobrar (factoraje).

- H) Pignoración de cuentas por cobrar. Es la cesión de la cuentas por cobrar en garantía; se distingue por el hecho de que el prestamista no solamente tiene derechos sobre las cuentas por cobrar, sino que también tiene el recurso legal hacia el prestatario.

- I) El factoraje. Es una forma más de financiamiento que se produce mediante un contrato de venta de las cuentas por cobrar. Es una transacción que consiste en el adelanto de efectivo contra facturas originadas por operaciones comerciales, e incluye la cesión al factor (entidad financiera o bancaria especializada en estos servicios) de los derechos de cobro para que éste realice la cobranza a cuenta y representación del cliente. La existencia del inventario puede ser una base suficiente para recibir un préstamo no garantizado, y es así que el riesgo del crédito se reduce y de esta forma se otorgan muchos créditos a los negocios. Para que las empresas conserven su rentabilidad y su solvencia financiera, urge que hagan un análisis profundo de su sistema de otorgamiento de crédito y de cobranza para recuperar su cartera (Hernández, 2005). Las fuentes de financiamiento de corto plazo que los administradores de las PYMES contraten deberán tener el objetivo de lograr un ROE positivo para la empresa que les permita maniobrar en un ambiente competitivo a nivel internacional.

J) Programas gubernamentales. Dentro del “Fondo PYME” de la Secretaría de Economía a través de la Subsecretaría para la Pequeña y Mediana Empresa que genera todo un movimiento para la competitividad de las PYMES en México, tiene las siguientes líneas de acción:

- 1) Objetivo General: Promover el desarrollo económico nacional, a través del otorgamiento de apoyos de carácter temporal a proyectos que fomenten la creación, desarrollo, consolidación, viabilidad, productividad, competitividad y sustentabilidad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas.
- 2) Objetivos Específicos: Generación y conservación de empleos formales, generación de emprendedores, creación y fortalecimiento de las MIPYMES, desarrollo económico regional y sectorial, innovación y el desarrollo tecnológico de las MIPYMES, integración de cadenas productivas estratégicas, atracción de la inversión y proyectos en territorio nacional de familiares, descendientes y ascendientes de migrantes emprendedores en proceso de establecer una MIPYME.

K) Las Instituciones Microfinancieras (IMF). Las IMF son una fuente de financiamiento para las PYMES ya que piden pocos requisitos a sus clientes para otorgar créditos blandos, y a su vez llenan el vacío que existe en los financiamientos a corto plazo, evitando así recurrir a prestamistas de dinero informales. De acuerdo al OCDE, citado por Echavarría, Morales y Varela (2007) “A nivel internacional, en la mayoría de los países, las MIPYMES (Micro, Pequeñas y Medianas empresas) representan más del 95% del total de

empresas, proporcionan entre el 60% y 70% del empleo y contribuyen entre el 50% y 60% del Producto Interno Bruto”.

Aunque hay gran cantidad de instituciones financieras que apoyan a este sector, muy pocos empresarios logran conseguir crédito ya que su historial crediticio ni su solvencia económica le permiten de hacerse de más capital (Anzola, 2002).

Analistas del tema señalan que más del 50 por ciento de las pequeñas empresas mueren a los dos años de vida o antes, ciclo en que un negocio demuestra su capacidad para permanecer en el mercado. Hay problemas que se deben vencer: la cultura del pequeño empresario, que tiene que ver con la falta de formación profesional; la ausencia de una visión de negocios, y el empirismo en el manejo del mismo (Martíarena y Salazar, 2002).

Existen micro financieras (nacionales e internacionales) que apoyan a los distintos sectores productivos de la economía de las PYMES, por citar algunas como: Admic Nacional AC, Ahorro y Microcrédito Santa Fe de Guanajuato, Asociación de Empresarias Mexicanas AC (ADEM), entre otros.

2.5 Fuentes de financiamiento a largo plazo

Las fuentes de financiamiento a largo plazo con los menores costos financieros a nivel internacional permiten promover y financiar nuevos proyectos de inversión a las PYMES, para así de esta manera alcanzar los mejores niveles de rentabilidad

financiera, y a su vez facilitar las inversiones de infraestructura (activos fijos o permanentes) que permitan apoyar la productividad de la empresa.

Los financiamientos a largo plazo a los que las PYMES pueden tener acceso, cuentan con las siguientes características: circunstancias muy formales para su obtención, contratos con cláusulas muy descriptivas, cantidades de créditos más superiores que las de créditos a corto y mediano plazo, los recursos procedentes de los financiamientos a largo plazo se destinan en proyectos de inversión en activos fijos, lo cual implica un mayor riesgo que los que participan en activos circulantes.

El costo de financiamiento de los préstamos a largo plazo generalmente es más alto que el de corto plazo, esto se explica por las expectativas de la tasa de interés, el vencimiento del préstamo, el tamaño o magnitud del préstamo, el riesgo financiero del prestatario y el costo básico del dinero. A continuación se mencionan las diferentes fuentes de financiamiento de deudas a largo plazo:

2.5.1 Bonos

Cuando una sociedad anónima tiene insuficiencia de fondos adicionales a largo plazo se ve en el caso de tener que disponer entre la emisión de acciones adicionales del capital o de conseguir préstamo expidiendo evidencia del adeudo en la forma de bonos. La emisión de bonos puede ser favorable si los actuales accionistas prefieren no compartir su propiedad y las utilidades de la empresa con nuevos accionistas. El derecho de emitir bonos procede de la autoridad para tomar dinero prestado que la ley otorga a las sociedades anónimas.

Cuando se invierte en bonos el inversionista debe tomar en cuenta el tipo de organización de la emisora, vencimiento, capacidad crediticia y riesgos.

Los bonos pueden ser emitidos (por un gobierno, un ente territorial, una agencia del Estado, una corporación o compañía, o simplemente al prestamista) sobre una base garantizada (respaldada por activos) o sobre una no garantizada. En los setenta el instrumento financiero que generaba flujos de capital a las empresas eran los préstamos y a mediados de los noventa en adelante los países emergentes empezaron a utilizar el instrumento financiero de los bonos. Los bonos en las PYMES mexicanas, no es común que tengan acceso a este tipo de fuente de financiamiento.

2.5.2 Acciones preferentes y comunes

Las PYMES mexicanas en la actualidad no han usado financiamiento a través de la emisión de acciones preferentes y comunes para su desarrollo. Las PYMES en su mayoría son cien por ciento familiares, lo cual generalmente hace que exista temor a ser empresa pública, sean resistentes a la apertura de accionistas minoritarios y el no desear la institucionalización de la empresa, todo esto genera problemas en la toma de decisiones financieras de las PYMES mexicanas. Las dos fuentes del capital de aportación negociado para una empresa son las acciones preferentes y las acciones comunes.

La emisión de acciones en las PYMES como fuente de financiamiento de largo plazo es poco común que recurran a esta opción de financiamiento. Entre los beneficios que tiene esta fuente de financiamiento pueden citarse el que no obliga a la empresa

a efectuar pagos fijos, a su vez el que no tiene plazos de vencimiento establecidos, también comparte el riesgo del negocio entre todos los accionistas de la empresa, al mismo tiempo se gana popularidad empresarial al realizar oferta pública y además el poder tener la posibilidad de alcanzar un ROE favorable para la empresa. Las corporaciones emiten acciones como opción de financiamiento a largo plazo.

2.5.3 Arrendamiento financiero

Las principales modalidades de arrendamiento financiero a las que las PYMES pueden tener acceso son: arrendamiento financiero neto, arrendamiento financiero global, al vencimiento del contrato, arrendamiento financiero total, arrendamiento financiero ficticio; de ellos el administrador financiero debe analizar cual le conviene más a la PYME y así le genere una rentabilidad financiera.

El arrendamiento como un esquema de financiamiento es la alternativa más viable para adquirir casi cualquier activo con uso y goce temporal del mismo arrendatario, para realizar inversiones en maquinaria, equipo, mobiliario, inmuebles y transporte. El ambiente competitivo internacional obliga a las PYMES a incrementar sus niveles de productividad. Los pagos por concepto de arrendamiento son deducibles del impuesto como gasto de operación, por lo tanto la empresa tiene mayor deducción fiscal cuando toma el arrendamiento. El arrendatario tiene opción entre seleccionar el arrendamiento financiero (con opción a compra) o el arrendamiento puro (sin opción a compra).

Existen tres tipos de arrendadoras: las relacionadas a un banco comercial, las arrendadoras cautivas que forman parte del fabricante o distribuidor de algún bien en particular y arrendadoras independientes que no se vinculan ni a bancos comerciales ni a fabricantes de equipo.

El arrendamiento financiero para las PYMES es una fuente de financiamiento que debe apoyar a obtener un ROE que beneficie a la empresa.

2.5.4 Obligaciones convertibles y garantías

Ciertos bonos que emiten las empresas privadas reciben el nombre de obligaciones convertibles, las cuales pueden ser cambiadas por acciones ordinarias de la empresa; en algunas ocasiones, al momento de la emisión de éstas, se fija una cláusula de conversión, que permitirá al poseedor de este tipo de obligación quedarse con las acciones de la sociedad emisora a cambio del monto en dinero acordado en el bono.

Dos alternativas opcionales del pasivo a largo plazo o de las acciones preferentes son las obligaciones convertibles y las garantías. Ambas alternativas son atractivas debido a su utilidad como formas de financiamiento diferido y como moderadores o impulsadores. Las obligaciones en función a la convertibilidad se clasifican en: convertibles en acciones o no convertibles en acciones y en función a la garantía se clasifican en: quirografarias, hipotecarias, con garantía prendaria y garantizadas con aval.

La emisión de obligaciones convertibles y garantías permite a las PYMES lograr financiamiento de largo plazo y así tener la posibilidad de fortalecer un ROE positivo para la empresa. La emisión de obligaciones convertibles y garantías en las PYMES no es común que recurran a esta fuente de financiamiento de largo plazo y así obtener una rentabilidad financiera favorable para la empresa.

2.5.5 Hipotecas

Este tipo de financiamiento por lo general es efectuado a través de los bancos, otorgándose con garantías reales y se formaliza por medio de un contrato de crédito. Las PYMES deben conseguir créditos hipotecarios industriales que les permitan el pago de pasivos, obteniendo una mejora en la situación financiera del negocio y teniendo como propósito el lograr consolidar y diferir los pasivos de la empresa, logrando así una mejora en su capital de trabajo. Se debe negociar el plazo y el monto del préstamo, el valor de la garantía y su proporción con respecto al crédito, la formulación del contrato de apertura de crédito, la liberación de la garantía, los seguros (tipo, costo, etc.), los casos en que se hará efectiva y la disponibilidad para su uso. Las hipotecas como una fuente de financiamiento son una alternativa que los gerentes financieros de las PYMES deben considerar para alcanzar un ROE positivo favorable para la empresa.

2.6 Nivel de actividad de la empresa

El correcto manejo de las variables que componen la actividad de la empresa y su operatividad permiten una rentabilidad financiera positiva a las PYMES. El horizonte

del tiempo de la planeación en buena medida lo fija el giro del negocio, por ejemplo para PEMEX la planeación la hace en un entorno de 30 años, mientras que Dell Corporation la hace para un período de 3 a 5 años (Rodríguez, 2005).

El administrador financiero de la PYME debe elaborar un enlace entre las estrategias y la operatividad de la empresa para así poderla operar de tal forma que genere rentabilidad financiera. De los puntos relevantes que se deben observar en el nivel de actividad para la operatividad financiera de la empresa son: conocimiento de la empresa, entender su entorno económico y la proyección financiera, los supuestos que se están considerando y la opinión de los accionistas.

El nivel de actividad de la empresa se planea cuando se elaboran las estrategias del desempeño financiero de las ventas, costo de ventas, de la utilidad bruta, gastos de ventas, y de administración y por consecuencia la utilidad de operación, los gastos.

A continuación se detallan algunas consideraciones de las variables económicas que impactan en el desempeño financiero de la empresa.

A) Ventas: Para el desempeño eficiente de esta variable debe tomarse en cuenta la demanda del sector industrial, las técnicas o modelos cuantitativos, que otros renglones componentes participan al respecto, tales como los ingresos del giro de la empresa deben ser superiores a los costos y gastos y así generar una rentabilidad financiera positiva para la PYME. Se debe administrar en forma prudente el costo de ventas para que no se incremente y esto vaya afectar en

forma negativa a las ventas y por ende a la rentabilidad financiera. Shields y Shields (2005) mencionan que los impulsores drivers de los ingresos o ventas están bajo el control de la empresa.

- B) Costo de Ventas: Seleccionar la técnica de costeo absorbente⁶ y/o costeo variable o directo, para lograr un desempeño eficiente de esta variable. El costo de ventas debe ser menor a las ventas netas y así otorgar un margen razonable que permita impactar en forma positiva a la rentabilidad financiera de la empresa.
- C) Margen de contribución: debe ser lo suficientemente grande para que cubra todos los demás gastos y de esta forma impacte a la rentabilidad financiera de manera positiva. Es recomendable hacer análisis de razones financieras y de benchmarking para ver cómo está desempeñándose la empresa respecto a la competencia local, regional, nacional e internacional.
- D) Gastos de operación: Los gastos de administración y venta deben adelgazarse y de esta manera apoyar en forma eficiente al desempeño financiero de la empresa y así tener la posibilidad de lograr una rentabilidad financiera favorable.

⁶ El costeo absorbente (CA) tiene las siguientes características: a) Tipos de usuarios son externos, b) Costos fijos de producción se distribuyen en las unidades producidas, c) Valuación de inventarios considera los costos fijos y variables, d) Utilidades CA vs CD son mayores sí: Vol. ventas < Vol. de producción. El costeo variable o directo (CD) tiene las siguientes características: a) Tipos de usuarios son internos, b) Costos fijos de producción son costos del período, c) Valuación de inventarios considera los costos variables, d) Utilidades CA vs CD son mayores sí: Vol. ventas > Vol. de producción. Si el volumen de ventas coincide con el volumen de producción las utilidades en ambos métodos coinciden

E) Utilidad de operación: La diferencia de las ventas menos los costos de ventas y los gastos de operación nos da la utilidad de operación. Aquí es el momento de identificar qué variables de costos y gastos están impactando en forma positiva o negativa a las utilidades de las PYMES y se puede elaborar un benchmarking con las empresas de la competencia o con las de la industria en general. La utilidad de operación debe permitir cubrir los gastos financieros y los impuestos, para que de esta manera favorezca en forma positiva a la rentabilidad financiera de la empresa.

Cuando la utilidad de operación es igual a los ingresos totales menos los costos fijos y variables, la empresa se encuentra en el punto de equilibrio (Van Horne y Wachowicz, 1994).

F) Depreciaciones y amortizaciones: Las depreciaciones se proyectan de acuerdo al tipo de activo es la duración de vida del activo y la amortización en función del monto total y la cantidad de consumo por período hasta agotar dicho monto. Estos gastos virtuales benefician en forma positiva a la rentabilidad financiera de la empresa y a su vez también al flujo neto de efectivo de la empresa. La depreciación juega un rol importante en los cálculos de los impuestos y surge porque al calcular el ingreso ganado por la empresa durante un ejercicio contable específico, trata de armonizar los ingresos y los gastos, y no porque trate de acoplar las entradas y salidas de efectivo (Besley y Brigham, 2005).

- G) Gastos financieros: Es la cantidad de intereses a pagar esto de acuerdo a las deudas contraídas, los intereses pagados deben generar mayores beneficios respecto a la deuda contraída y por ende una mejor rentabilidad financiera.
- H) Impuestos: La empresa debe elaborar una planeación fiscal en forma detallada para que se analicen las situaciones a favor y en contra y se implementen las estrategias fiscales donde se observen los cargos o créditos diferidos a la utilidad gravable y así beneficiar a la rentabilidad financiera de la empresa. Van Horne y Wachowicz (1994), mencionan que son pocas las decisiones de negocios que no resultan afectadas, en forma directa o indirecta, por los impuestos.
- I) Utilidad neta: Es la diferencia entre la utilidad antes de impuestos menos los impuestos correspondientes y es aquí donde se refleja la rentabilidad financiera de la empresa. Exponen Copeland, Weston y, Shastri (2005) que este ingreso después de impuestos no es el flujo de efectivo de la empresa ya que falta regresarse las depreciaciones y otros gastos virtuales. Las utilidades netas de la empresa pueden ser reinvertidas, o proporcionarles a los dueños por medio de los dividendos o una combinación de las dos anteriormente mencionadas, tomando en cuenta generar una rentabilidad financiera favorable para la empresa.
- J) Cuentas por cobrar: Desarrollar un buen manejo de esta variable impacta el desempeño de la rentabilidad financiera. Elaborar la proyección en función de días de ventas, desde el enfoque financiero ver la meta global de inversión en el capital de trabajo neto, políticas de crédito y establecer control de antigüedad de

saldos. Las políticas y procedimientos de cuentas por cobrar se deben enfocar a generar una rentabilidad financiera positiva a la empresa. En cuanto a los créditos, según Besley y Brigham (2005) otorgan las empresas a los clientes una de las principales variables controladas que afectan a la demanda de los productos; se encuentra la política de crédito y por lo tanto impacta en forma positiva o negativa a la rentabilidad financiera de la empresa.

K) Inventarios: El costo de los inventarios debe ser administrado en forma eficiente para que así permita a la empresa tener una rentabilidad financiera positiva. Besley y Brigham (2005) señalan que las empresas tienen inventarios ya sea por que en la demanda no se tiene un pronóstico con certeza y/o porque necesita un cierto tiempo para convertir un producto de tal forma que se pueda vender.

L) Proveedores: Similar a inventarios debe administrarse esta variable para lograr un desempeño eficiente en lo relacionado al financiamiento tomando como base días de venta o días de costo de ventas, analizar cuánto es la parte gratuita de financiamiento que nos otorgan los proveedores. Las empresas deben usar todo el crédito comercial gratuito⁷ lo más que puedan, pero deben emplear el crédito comercial oneroso⁸ sólo si este es más económico que otras alternativas de financiamiento de corto plazo (Besley y Brigham, 2005). Los proveedores explican que ofrecen a menudo descuentos a los clientes que pagan dentro de un período

⁷ Crédito comercial gratuito es aquel que su costo de financiamiento para la empresa es igual a cero, como es el caso del financiamiento que otorgan los proveedores.

⁸ Crédito comercial oneroso es aquel que su costo de financiamiento para la empresa es mayor a cero, como el caso del financiamiento que otorgan las instituciones financieras y acreedores.

estipulado. Las variables de inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar bien manejadas impactan en el plazo medio en la maduración de la empresa.

M) Gastos acumulados: Representado por el pasivo laboral y pagos de impuestos, tomando en cuenta que este tipo de gastos se incrementa en forma espontánea a medida que se incrementan las operaciones de la empresa y además por este tipo de costos la empresa no paga intereses (Besley, Brigham, 2005). Una planeación fiscal bien diseñada en cuanto a gastos acumulados impacta en forma positiva a la rentabilidad financiera de la empresa.

N) Préstamos bancarios: Se deben analizar los vencimientos, montos, intereses, plazo, las líneas de crédito, los saldos compensatorios entre otros. Los préstamos bancarios aplicados a los proyectos de inversión deben permitir a la empresa que tenga una sana rentabilidad financiera. Estos préstamos indican tienen el segundo nivel de importancia en el crédito comercial como una fuente de financiamiento a corto plazo (Besley y Brigham, 2005). En la elección de un banco debe analizarse la disponibilidad para apoyar proyectos de alto riesgo, asesoría y consejos empresariales, la lealtad de la clientela, la especialización, el tamaño del préstamo, banca comercial, otros servicios entre otros.

Las buenas relaciones de los administradores financieros de la empresa con los directivos de los bancos permitirán a la empresa tener créditos más blandos los cuales impactarán en forma positiva la rentabilidad financiera de la empresa. La cartera de préstamos a las PYMES que poseen los bancos está inversamente

relacionada con el tamaño del banco Moya (2005); Keeton (1996); Levonian y Soller, (1995) y Peek y Rosengren (1998).

Los bancos de mayor tamaño tienen una propensión a prestar menos a las PYMES, entre tanto que los bancos de menor tamaño tienen una cartera de préstamos mayor hacia la PYME. Esto se denomina la Hipótesis de las Barreras del Banco Grande (Berger, Klaper y Udell, 2001).

Una vez realizado lo anterior se deben crear estrategias en cuanto a la planeación de la estructura de capital de la empresa y de esta manera se determinen los faltantes o sobrantes de recursos, como financiar el crecimiento y así determinar para el futuro el compromiso del riesgo financiero que se asumirá como empresa. Esto es cuánto se va a financiar con deuda y cuánto con recursos propios y en función de ello se decide contratar o emitir deuda nueva y a su vez ver el plazo, moneda, tipo de interés. Tomando en cuenta esto calcular el costo de capital probable para cada una de las fuentes de financiamiento y así calcular el costo de capital promedio ponderado con alguna de las herramientas acreditadas y esta será la tasa de descuento que se tomará en cuenta para calcular el valor del negocio. La interrelación de la planeación financiera, los presupuestos y la administración del efectivo permitirán a la empresa propiciar una probabilidad más alta de generar una rentabilidad financiera para la empresa.

El flujo de efectivo nos debe permitir administrar en forma óptima el cobrar y pagar oportunamente, hacer inversiones rentables en la mesa de dinero, administrar en

forma eficiente los saldos en las cuentas bancarias, planear la disposición de créditos. A consecuencia de la globalización se ha dado la apertura de fronteras lo que ha generado un esforzado intercambio de flujos financieros entre países, estableciendo un escenario de duradera incertidumbre financiera, que se convierte en varios tipos de riesgo. Uno de los problemas que enfrenta las PYMES es la falta de financiamiento y esto provoca que no tengan procesos productivos eficientes, aunado a la inestabilidad económica que caracteriza a nuestro país, afectando los costos y los beneficios de los empresarios. Otro de los problemas graves es la falta de competitividad e inestabilidad de precios en el mercado, que impactan claramente al mercado interno y, por lo tanto a las exportaciones de las PYMES.

Los gerentes financieros de la empresa para impactar favorablemente a la rentabilidad financiera de la misma deben contar con buenos controles, experiencia administrativa, realizar una buena gestión del capital neto de trabajo, tomar en cuenta la oferta global y el comportamiento de la economía del destino de sus exportaciones y así tener una mejor participación en el mercado competitivo, efecto que se reflejará en el incremento de ventas netas y las utilidades de la empresa. Resultado de acuerdo con Mendoza (2007) en “la creación de valor que preserve e incremente la salud financiera del negocio, optimizando su productividad, logrando que su competitividad resulte en mejor rentabilidad para la empresa y sus accionistas, además de que contribuya a consolidar y acrecentar la solvencia y prestigio empresarial con un énfasis hacia una cultura de administración con base en el flujo de efectivo”.

2.7 Rentabilidad

Cada una de las variables mencionadas en el nivel de la actividad afectan en forma positiva o negativa a la rentabilidad financiera de las PYMES, es por ello la importancia de tener una excelente planeación financiera. En la información económica, aunque el concepto rentabilidad se emplea de forma muy variada y son muchas las aproximaciones doctrinales que inciden en su definición, en sentido amplio se denomina rentabilidad a la medida del rendimiento que en un determinado periodo de tiempo producen los capitales utilizados en el mismo.

Esto supone la comparación entre la renta generada y los medios utilizados para obtenerla con el fin de permitir la elección entre alternativas o juzgar la eficiencia de las acciones realizadas, según que el análisis realizado sea a priori o a posteriori. La rentabilidad financiera es considerada el mejor exponente de la competitividad empresarial (Galindo, 2005).

Depende no sólo de la eficiencia en la utilización de los activos sino de la capacidad para conseguir fuentes de financiación más apropiadas (Galindo, 2005). La rentabilidad financiera o de los fondos propios, mencionada en la literatura anglosajona return on equity (ROE), es una medida, que se refiere a un determinado periodo de tiempo, del rendimiento alcanzado por esos capitales propios, habitualmente con independencia de la distribución del resultado.

La rentabilidad financiera puede considerarse así como la medida de rentabilidad

más próxima a los accionistas o propietarios que la rentabilidad económica, y de ahí que teóricamente, y según la opinión más extendida, sea el indicador de rentabilidad que los directivos buscan maximizar en interés de los propietarios.

A diferencia de la rentabilidad económica, en la rentabilidad financiera existen menos divergencias en cuanto a la expresión de cálculo de la misma. La más habitual es la siguiente:

$$RF = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Fondos propios a su estado medio}}$$

La rentabilidad financiera (Return On Equity: R.O.E.) es el cociente de la utilidad neta entre los fondos propios, este indicador es del interés de los accionistas, a su vez también la rentabilidad financiera se obtiene de multiplicar el ROI (Return On Investment R.O.I.) por el coeficiente de endeudamiento (es el cociente entre pasivo total y fondos propios.). El ROI es el producto de multiplicar el margen por rotación, se calcula de la siguiente manera: El margen es el cociente entre la utilidad neta entre las ventas netas. La rotación es el cociente entre ventas y activos totales.

La rentabilidad financiera es impactada por la administración del capital de trabajo o activo circulante y la administración del pasivo circulante. El efectivo, las cuentas por cobrar y los inventarios todos ellos apuntan a los ingresos (ventas y otros tipos de ingresos) y a los costos (de ventas y de producción) y a los gastos (administrativos, de ventas, financieros y los impuestos) de la operación de la empresa.

La diferencia entre ingresos y costos y gastos nos da la utilidad neta de la empresa. Para asegurar que las variables operativas apoyen a generar una rentabilidad positiva a la empresa es necesario que el efectivo, valores negociables, inventarios y cuentas por cobrar estén en un nivel competitivo favorable para la empresa, además que el período de conversión tanto en días como en unidades monetarias esté bien administrado, también que las políticas de inversión y financiamiento sean flexibles de manipular y por último que la planeación financiera realizada en los estados financieros se compare con lo real para así tomar las medidas correctivas que sean necesarias para asegurar una rentabilidad positiva para la empresa.

En el activo circulante debe sincronizarse la administración del efectivo, cuentas por cobrar (el crédito) y los inventarios para que la empresa tenga una ventaja competitiva en costos y en diferenciación y así pueda asegurar una rentabilidad positiva para la empresa. El pasivo circulante al ser contratado estará en función de la planeación de cómo se va llevar a cabo la operación del activo circulante. El pasivo circulante (financiamiento) será planeado en función al activo circulante (inversiones) para que la empresa pueda asegurar una rentabilidad positiva para la empresa.

Si se lleva una adecuada administración del activo y pasivo circulante impactará en forma positiva a la rentabilidad de la empresa, de lo contrario, la impactará en forma negativa la rentabilidad de la empresa.

2.8 Conclusiones de estudios previos

A continuación se enumeran algunas conclusiones de este capítulo:

1) Respecto a la los determinantes de la estructura de capital existen dos corrientes una, los que la defienden se apoyan en el cuerpo teórico de la estructura óptima de capital (balance de costos y beneficios) y otra, los que no la defienden se apoyan en el cuerpo teórico del orden de prioridades de financiamiento (*pecking order*). De acuerdo a Harris y Raviv (1991) respecto a las dos corrientes, señalan en cuanto al endeudamiento de las empresas lo siguiente: a) la tendencia a acrecentar con la jerarquía de los activos físicos, ventajas tributarias, oportunidades de inversión y tamaño de la empresa, b) la tendencia a reducir con la rentabilidad, la volatilidad de las utilidades, los gastos en propaganda, la probabilidad de quiebra y algunas características del producto de la firma, en particular el no tener sustitutos cercanos.

Es importante destacar que la estructura de capital define el apalancamiento financiero de la empresa, la cual impacta a la rentabilidad financiera por lo cual es importante administrarla en forma eficiente. Las teorías de estructura de capital y sus determinantes han explicado las decisiones de financiamiento tomando en cuenta las evidencias y enfoques diferentes y, en ocasiones, contradictorios; por lo que, la principal discrepancia entre ellas se ajusta en las variables o fuerzas que impactan en forma directa este tipo de decisiones, llamadas comúnmente determinantes.

2) En cuanto al conservadurismo financiero existen estudios realizados por algunos investigadores que a continuación se mencionarán. Minton y Wruck (2001) el

conservadurismo financiero sigue un estilo de política financiera del pecking order. Las empresas conservadoras tienen un alto flujo de fondos excedentes y saldos más grandes de efectivo relativos a las empresas apalancadas. Estos fondos internos son suficientes para fondear las operaciones en volumen y desembolsos discrecionales, por lo cual estos fondos internos indican que se está generando una rentabilidad financiera para este tipo de empresas conservadoras.

Sin embargo las empresas de apalancamiento bajo no siguen estrictamente la teoría del pecking order, que postula una jerarquía inflexible de instrumentos financieros. Estos hallazgos llaman la atención para aparentar decisiones financieras inconsistentes hechas por empresas financieramente conservadoras. Las preguntas que se hacen los administradores es por qué y bajo qué circunstancias las empresas aumentan simultáneamente los fondos externos y acumulan grandes saldos de efectivo, o aumentan el capital externo y toman por abajo la recompra de acciones. Minton y Wruck (2001) encontraron que el apalancamiento bajo es en gran parte una estructura de capital transitoria.

Este resultado llama la atención para la dinámica del tiempo de la política financiera. También sugieren, no solamente que la estructura del capital es dinámica y a su vez es importante e interesante, pero que tiene el campo potencial de hacer más profundo el entendimiento de la estructura de capital, esto con el fin de que la empresa alcance una rentabilidad financiera aceptable.

Las empresas financieramente conservadoras presentan una reserva financiera relajada y/o una capacidad de deuda relajada. Ellos pulsan por dentro sus reservas cuando los fondos internos caen y/o sobre toman grandes desembolsos discrecionales. ¿Estas reservas integran valores financieros relajados los que resultan en una inversión óptima?, o ¿Estos constituyen la acumulación de flujo libre de efectivo que son el resultado de una sobre inversión (Jensen, 1986)? o ¿Cuándo se observan las empresas cruzadas en alguna combinación de ambas? Los trabajos de Opler, Pinkowitz, Stulz y Williamson (1999) sobre saldos de efectivo y por Harford (1999) sobre adquisiciones de oferentes ricos en flujos afrontan estas preguntas. Minton y Wruck (2001) por su parte, consideran que estos temas son más amplios que los relacionados a saldos del efectivo y que muchos trabajos en esta área de conocimiento continúan las investigaciones y todo esto con el propósito de que la empresa obtenga una rentabilidad financiera favorable.

Los administradores financieros de las PYMES deben sacar ventaja de las experiencias que existen en el medio competitivo y así lograr un apalancamiento adecuado para generar una rentabilidad financiera positiva a favor de éstas.

3) El conservadurismo financiero ha permitido a través del tiempo que las PYMES tengan una rentabilidad financiera que les ha permitido competir a nivel local, regional, nacional e internacional.

4) Las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo para las PYMES son alternativas de financiamiento que con una estructura de capital con una mezcla

adecuada de financiamiento de deuda y capital permite la viabilidad de generar una rentabilidad financiera aceptable para la empresa. En las PYMES exportadoras debido al racionamiento de los créditos se reducen las posibilidades de poder acceder a la Bolsa Mexicana de Valores y por lo tanto no utilizan una gran cantidad de los instrumentos financieros de largo plazo, lo cual les reduce el margen de maniobra para lograr un ROE aceptable.

5) El nivel de la actividad de la empresa con una excelente planeación presupuestal permite a la PYME tanto en el corto plazo como en el largo plazo participar en los mercados nacionales e internacionales con una rentabilidad financiera positiva.

6) Como síntesis del análisis de estudios anteriores, hallamos que existe una gran área de oportunidad en nuestras empresas para que produzcan una rentabilidad financiera positiva en aquellos bienes que usan en función a los recursos copiosos de la economía y, que para este propósito, utilicen constantemente éstas teorías que suministramos en esta investigación y afecten positivamente la rentabilidad financiera en su actividad exportadora, de una forma más competitiva.

CAPÍTULO III

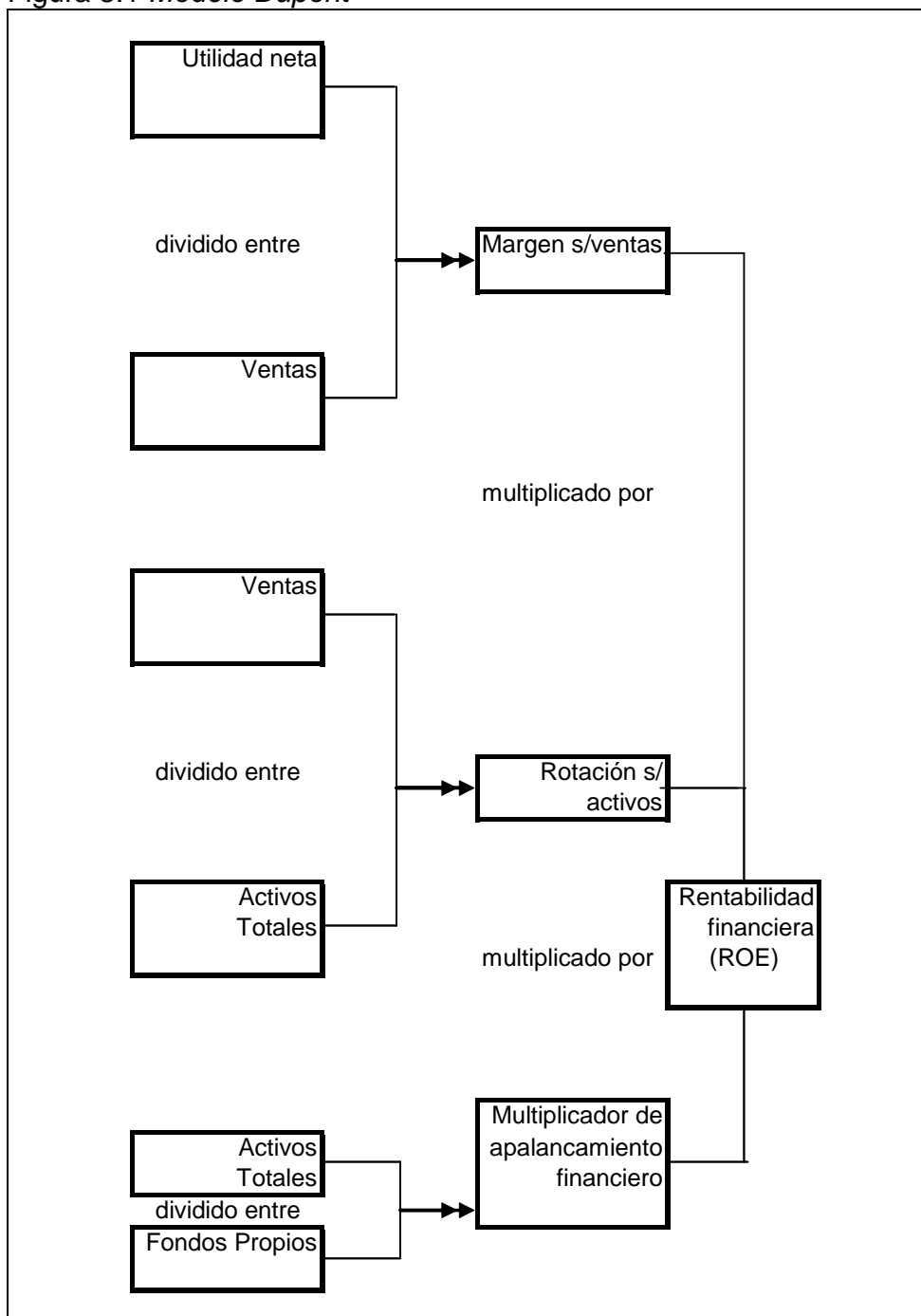
MODELO TEÓRICO

En este capítulo se describe el modelo teórico conceptual de esta investigación que surge de los dos modelos ya existentes mencionados en el capítulo anterior. Este modelo se encuentra en la literatura clásica financiera sobre el ROE y a partir de dicho modelo se inició la investigación, partiendo de la búsqueda de nuevas variables que mejoran el modelo y/o eliminando aquellas no significativas.

La descripción de este modelo se realiza en función de aportar una explicación al proceso de la rentabilidad financiera de las PYMES de Monterrey Nuevo León, México.

La figura 3.1, describe el modelo Dupont, el cual parte de la información financiera del balance general y del estado de resultados

Figura 3.1 *Modelo Dupont*

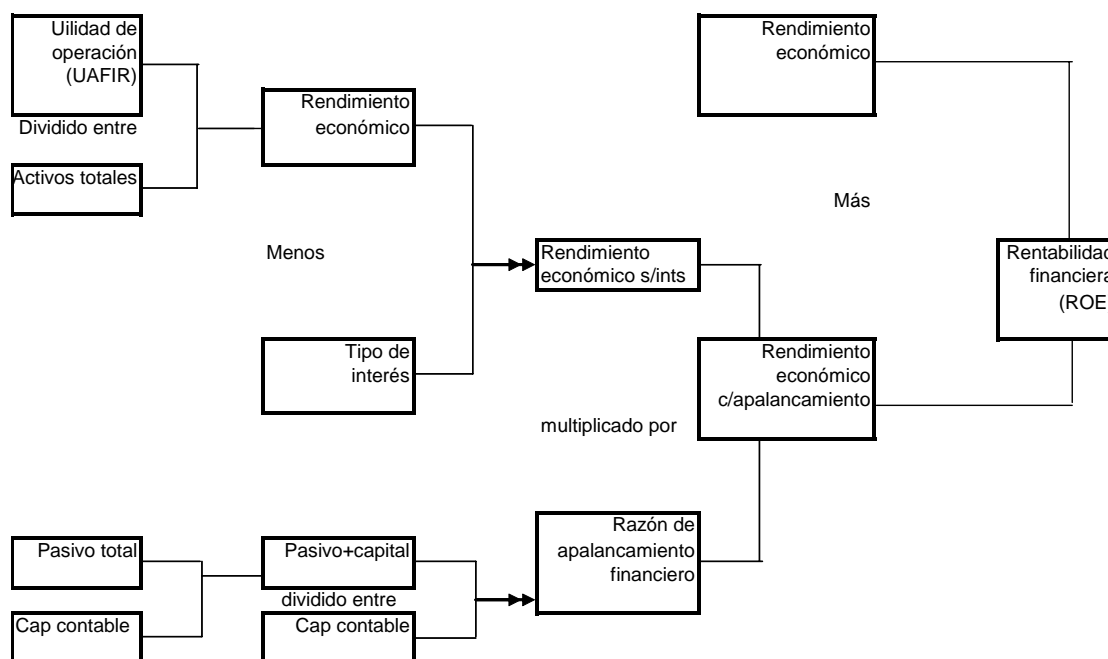


Nota 1. Fuente. Elaboración propia con información de corporación Dupont.

La figura 3.2 describe el modelo genérico, el cual al igual que el modelo Dupont, parte de la información financiera del balance general y del estado de resultados. Sin

embargo, este modelo genérico tiene una representación gráfica más compleja que el primero.

Figura 3.2 Modelo genérico



El modelo Dupont permite explicar la rentabilidad de la empresa usando renglones financieros del estado de resultados y el balance general.

El modelo Dupont calcula la rentabilidad sobre los activos la cual es el resultado de multiplicar el margen de utilidad neta por el rendimiento total de los activos. A este modelo Dupont se le incorporaron algunas variables para obtener el cálculo de la rentabilidad financiera el cual es el resultado de multiplicar el rendimiento sobre los activos por el apalancamiento financiero.

Este modelo puede ser aplicado para demostrar como se genera el ROE de la empresa, comparar el ROE de la empresa con la competencia, analizar los cambios que ha tenido la empresa en un cierto plazo, entre otros.

En cuanto al balance general las cuentas del activo total (circulante, fijo y diferido), del pasivo total (circulante, fijo y diferido) y del capital contable y las cuentas del estado de resultados (ingresos, costos, gastos, depreciaciones e impuestos) deben ser números contables que reflejen la situación real de la empresa para que de esta manera el cálculo del ROE sea confiable.

El cálculo del ROE se puede realizar en los siguientes pasos:

- 1) Recolectar la información financiera de la empresa.
- 2) Calcular por medio de una hoja electrónica.
- 3) Elaborar las conclusiones.
- 4) En el caso que las conclusiones sean poco objetivas, se debe verificar la información y volver a recalcular.

CAPÍTULO IV

METODOLOGÍA

En este capítulo se establecen los lineamientos y el marco metodológico a través de los cuales se logró compilar, organizar, inferir e interpretar la información obtenida para resolver el problema y comprobar la hipótesis propuesta.

Área geográfica

La investigación se circunscribe al área metropolitana de Monterrey, N. L., México

Tipo de empresas

La investigación se hará solo en pequeñas y medianas empresas exportadoras sin ser de interés el bien o servicio que exporten.

Hipótesis a demostrar

H = Demostrar que la falta de una gestión interna inadecuada en las PYMES exportadoras genera una rentabilidad financiera no aceptable.⁹

Muestreo

Se aplicará la técnica de muestreo aleatorio simple de una población de 355 empresas. La muestra será de 196 empresas.

⁹ No aceptable se refiere a ROE negativo o inferior a la tasa de rendimiento del mercado (CETES).

Determinación de variables

a) Variable dependiente: Rentabilidad financiera (ROE)

b) Variables independientes:

- | | |
|---|-------------------------------------|
| 1.- ROA | 10.- Apalancamiento |
| 2.- ROE | 11.- Capital entre pasivo total |
| 3.- Margen bruto | 12.- Deuda corto plazo |
| 4.- Margen comercial | 13.- Activo total entre capital |
| 5.- Margen neto | 14.- Rotación de cuentas por cobrar |
| 6.- Activo circulante entre pasivo circulante | 15.- Rotación de activo total |
| 7.- Prueba ácida | 16.- Rotación de inventarios |
| 8.- Liquidez inmediata | 17.- Gastos de personal venta |
| 9.- Cobertura de cargas Financieras | 18.- Gastos de fabricación |
| | 19.- Costo de capital |

Variables que se agregarán al modelo tradicional:

- 20.- Ventas consumo per cápita EUA.
- 21.- Ventas ingreso per cápita EUA.
- 22.- Ventas / deuda personal EUA.

Proceso de investigación

Se quiere investigar cómo la gestión interna impacta a la rentabilidad financiera.

El proceso por el cual queremos llegar a conocer y evidenciar de una forma más exacta el problema así como la comprobación de las causas posibles del mismo, se organizará en las siguientes fases:

Fase I Análisis descriptivo de la información recopilada

Fase II: A través del estudio de las razones financieras se determinaron los factores clave que resumen la situación financiera del sector PYME exportador.

Fase III: Haremos también un estudio profundo de cuáles son las características predominantes de las PYMES exportadoras para conocer mejor y poder explicar su desempeño. Evidenciaremos la debilidad del sector, sus puntos fuertes así como los grupos de empresas que se forman por características distintivas como su eficiencia, su rentabilidad, su solvencia, etc. Con las dos fases anteriores resaltaremos la situación actual que predomina en las PYMES, su problemática así como sus fortalezas, posibles amenazas y oportunidades capitalizables.

Fase IV. Mediante el estudio de las variables que impactan la rentabilidad financiera determinaremos qué variables son y en qué grado influyen, así como el poder pronosticar el comportamiento de la rentabilidad financiera probando el modelo básico de rentabilidad financiera expuesto anteriormente en esencia por sus componentes. Derivado de lo anterior seremos capaces de determinar variables distintas a las propuestas en el modelo clásico de rentabilidad financiera que también puedan explicar esta razón (ROE) en el caso especial de las PYMES exportadoras.

Fase V: Los resultados obtenidos se plasmarán en un modelo propuesto para efficientizar, mejorar o en su defecto sostener el buen desempeño de la rentabilidad financiera de las PYMES.

Herramientas estadísticas

Las herramientas que se aplicaron en este estudio, fueron las siguientes:

a).- Análisis descriptivo

- b) Análisis factorial exploratorio (análisis multivariable). El análisis factorial se utilizará para verificar si es posible resumir el conjunto de razones en un número reducido de factores que combinen de manera eficaz las razones financieras. De esta forma se determinará qué factores clave resumen la situación financiera de las PYMES exportadoras.
- c) Análisis cluster (análisis multivariable). Este análisis se aplicará a las razones financieras para encontrar agrupaciones de empresas similares. De esta forma se pretendió identificar las variables que determinan el éxito de las PYMES exportadoras o las que pueden crear problemas. Además de conocer la estructura del sector y el entorno de las PYMES. Sabremos a su vez, si es un mercado fraccionado en varias empresas similares o si hay empresas dominantes.
- d) Análisis de regresión múltiple (multivariable). Mediante el análisis de regresión múltiple se pretende encontrar qué variables afectan positiva o negativamente la rentabilidad financiera de las PYMES, en qué magnitud y pronosticar el comportamiento del ROE de una forma confiable. A su vez, se pretende determinar si hay otras variables distintas de la literatura clásica de las finanzas corporativas que impactan al ROE.

Cuestionario

El propósito del cuestionario es recabar información necesaria para su posterior análisis, de las PYMES exportadoras de Monterrey, N. L., México, cuál es la cultura

de los empresarios en cuanto a la rentabilidad financiera y a su vez analizar qué variables la impactan. Ver anexo 2.

Análisis de datos

a) Análisis descriptivo. Se realizó un análisis de una muestra representativa de PYMES exportadoras en cuanto a cuál es el desempeño financiero

b) Análisis inferencial. Una vez recolectada la información de estas empresas se procesará en el paquete estadístico Statgraphics, versión 5.0. Plus, del cual a través de los resultados arrojados, se realizaron las inferencias estadísticas correspondientes.

Resultados

Una vez realizado el análisis de datos se constata si la evidencia de los datos permitía comprobar la hipótesis del estudio.

Modelo propuesto

Se desarrolló una propuesta de un modelo de rentabilidad financiera para las PYMES exportadoras en base a los resultados obtenidos. A su vez se identifican las variables clave para poder formular políticas financieras para mejorar el desempeño de la empresa PYME a nivel de la rentabilidad financiera.

Conclusiones y recomendaciones

Los resultados de este modelo se documentarán en el capítulo de las conclusiones y recomendaciones, en función directa de los resultados obtenidos, de los cuales se desprenderán las conclusiones y se presentan recomendaciones para futuras investigaciones.

CAPÍTULO V

ANÁLISIS DE DATOS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS

5.1 Análisis descriptivo de los datos

A continuación se describen los resultados las secciones A y B del cuestionario aplicado a las 196 empresas participantes en este estudio.

5.1.1 Sección A. Datos personales

En esta sección del cuestionario se buscó obtener información sobre las características propias de las empresas encuestadas. Algunos de los resultados más significativos son los siguientes:

El 50% de las PYMES encuestadas exporta producto terminado, mientras que el otro 50% exporta maquila. El 100% de las empresas muestreadas, declararon tener más de 3 años de operación en el mercado.

En cuanto al número de empleados, la tabla 5.1, describe que el mayor porcentaje de las empresas encuestadas, el 33.61%, tienen un rango de 11 a 30 empleados contratados. Le siguen las que tienen un rango de 31 a 50, que representan el 30.61% de ellas, y las que tienen de 51 a 100 empleados, fueron el 20.41%. En menores porcentajes, aparecen las que tienen de 101 a 150 empleados, que fueron sólo el 6.63% de las empresas y con más de 150 empleados resultaron el 5.51% de

las empresas. Finalmente, el menor porcentaje de empresas, el 3.57% de ellas, declararon que tienen entre 1 y 10 empleados.

Tabla 5.1 Cantidad de empleados en las empresas encuestadas

Cantidad de empleados	Frecuencia	Porcentaje
01 -10	7	3.57
11 – 30	65	33.16
31 – 50	60	30.61
51 – 100	40	20.41
101 – 150	13	6.63
Mas de 150	11	5.61

Respecto a la inversión en activos fijos de las PYMES encuestadas, resultó una media de \$ 84;102,000.00 pesos, con una mediana de \$ 42;689,000.50 pesos.

En cuanto a la forma de pago a sus empleados, el 84.85% de estas empresas declararon cubrir la nómina de sus empleados por medio de la banca electrónica, mientras que el restante 15.15% informó hacerlo a través de cheque.

En cuanto a propiedad de la empresa, el 45.45% son empresas que tienen un solo dueño y el restante 54.55% cuentan con al menos un socio. Este resultado, sin considerar si son personas físicas o personas morales. Por otra parte, el 80.81% de las PYMES que son personas morales, sí cuentan con socios, mientras que las que son personas físicas, sólo el 19.19% cuentan con ellos.

Del total de las PYMES de este estudio, el 46.97% no tiene socios, mientras que el 13.13% tiene un solo socio y el restante 39.90% de las empresas cuentan con dos socios.

Otros aspectos significativos que resultaron de esta sección, es que el 100% de las empresas encuestadas tienen líneas de crédito aprobadas, y que las tienen aprobadas por un banco. También el 100% de estas empresas pagan intereses por esos créditos, entre un 15% y 30% anual.

5.1.2 Sección B. Rentabilidad financiera

En esta sección se analiza las características, el nivel y los resultados de las actividades financieras de las empresas encuestadas.

El 100% de estas empresas acostumbra efectuar análisis financieros. El 98.99% los realiza a través de la herramienta análisis de estados financieros. El 10.61% utiliza el EVA, mientras que la herramienta evaluación de inversiones no es considerada por ninguna empresa y tampoco declararon utilizar alguna otra.

El indicador de la rentabilidad financiera (ROE), en información de las propias empresas, es muy malo para el 87.88% de ellas y es no muy malo para el 12.12%. Asimismo, el 80.30% de estas empresas declaró desconocer los factores que influyen en el ROE y sólo el 19.70% mencionó conocerlos.

Respecto a las fuentes de financiamiento, para el 50.51% de las empresas, su financiamiento son los proveedores y en cambio para el 39.39% de ellas, lo obtienen de préstamo bancario. En cuanto a la percepción que ellas tienen sobre el acceso a créditos bancarios, el 64.65% de las empresas consideró que es no muy difícil obtenerlos, en cambio un 35.35% opinó que sí es difícil accederlos.

Las tasas de interés de estos créditos, en la apreciación de estas empresas, es que son muy caras para el 49.49%, para el 31.82% son caras y sólo para el 18.69% le resultan razonables y ninguna las consideró baratas.

La tabla 5.2 muestra que en general, la mayoría de las empresas consideran que los factores: aspecto fiscal, flexibilidad de proveedor, disponibilidad de los clientes, productos sustitutos y nuevos competidores afectan en forma negativa a la empresa.

Tabla 5.2 Grado de afectación negativa de las empresas encuestadas

Factores que afectan negativamente a la empresa	Frecuencias absolutas			Porcentajes	
	No mucho	Mucho	Total	No mucho	Mucho
Aspecto Fiscal	18	178	196	9.20	90.80
Flexibilidad de proveedor	1	195	196	0.50	99.50
Disponibilidad de los clientes	1	195	196	0.50	99.50
Productos sustitutos	46	150	196	23.50	76.50
Nuevos competidores	88	108	196	44.90	55.10

La tabla 5.3, describe que para el 59.18% de las empresas su mercado de exportación es los países del Tratado de Libre Comercio, mientras que un 35.71% a la Unión Europea y un 5.10% a Centro y Sudamérica.

Tabla 5.3 Mercados de exportación de las PYMES encuestadas

Mercados de exportación	Frecuencia	Porcentaje
Centro y Sudamérica	10	5.10
Tratado de Libre Comercio	116	59.18
Unión Europea	70	35.71
Total	196	100

La tabla 5.4, presenta los gastos que las empresas encuestadas consideran como los más impactantes a los costos de ventas, posteriormente los gastos de ventas y los gastos financieros, luego los gastos administrativos y los de menor impacto fueron los gastos de fabricación.

Tabla 5.4 Gastos más impactantes para las PYMES encuestadas (escala 1 -5)

Gastos más impactantes para la empresa	Media	Porcentaje
Gastos administrativos	2.21	8.30
Gastos de ventas	3.41	25.60
Gastos de fabricación	1.25	2.35
Gastos financieros	3.37	18.98
Otros (Costos de ventas)	4.77	44.77