

Universidad Siglo 21



Contador Público
Trabajo Final de Grado

Reporte de Caso

Determinación de estructura óptima de financiamiento

“Administración del capital de trabajo y financiamiento de MAN-SER SRL”

Autor: Daniel Alejandro Spezia

Legajo: VCPB18725

DNI: 32.203.891

Director de TFG: Fernando Ortiz Bergia

Córdoba, Argentina

2020

Agradecimientos

*“No hay barrera que resista a una voluntad decidida
y generosa que confía en Dios”*

J.M. Bustamante s.j.

Mi sincero agradecimiento,

A Pablo, mi padre, quien nunca dudó en brindarme la mejor educación, incluso cuando significaba sacrificio y postergación.

A Miriam, mi madre, quien hacía las tareas conmigo de niño, forjando el estudiante decidido y responsable que he logrado ser.

A mis hermanos, Iván, Carolina, Sofía y Mauricio, que me acompañan en cada paso que doy en la vida.

A mis cuñados, sobrinos y amigos, que me apoyan con cariño incondicional.

A todos aquellos que me ayudaron, sostuvieron y alentaron.

Gracias de corazón.

Resumen

La empresa MAN-SER SRL, radicada en la ciudad de Córdoba, pertenece al sector industrial metalúrgico. Especializada en el control de la viruta, ofrece bienes y servicios para el cuidado de equipos y recursos.

Durante el año 2020, la crisis económica argentina se profundizó por la pandemia del COVID-19. La actividad industrial registró, entre otros, problemas con la cadena de pagos, la financiación, el abastecimiento de insumos y los niveles de stock.

En un contexto volátil, las decisiones de financiamiento adquieren mayor relevancia. De ellas depende la supervivencia de las empresas. No solo importa la combinación de deuda y capital, sino también cuanta deuda se puede soportar.

Ante este escenario, es necesario asegurar la operatoria de la empresa en el corto plazo. Se elabora un plan financiero que incluye presupuestos de efectivo, pronósticos de ventas y estados contables pro forma. De esta manera se logra determinar los fondos requeridos y seleccionar la opción de financiamiento más conveniente.

Palabras claves: PYME, financiamiento, capital de trabajo, covid-19.

Abstract

MAN- SER, a limited liability company, is located in the city of Córdoba, and it belongs to the metallurgical industrial sector. Such company is specialized in chip control and it offers goods and services for the protection of equipment and resources.

During 2020, the Argentinean economic crisis got deeper due to the Covid-19 pandemics. The industry registered problems in the payment chain, financing, the provision of supplies and stock levels, among others.

In a volatile context, finance decisions take on more relevance than ever. The survival of companies depends on this. Not only does the combination of debt and capital matter but also as much debt as can be tolerated.

Under this scenario, it is necessary to ensure the company's long-term operation. A financial plan is elaborated, including cash budgets, sales forecast and pro-form financial statements. In this way, the required funds can be determined and the most convenient financial option can be selected.

Keywords: MSE, financing, working capital, covid-19

Índice

Introducción.....	5
Análisis de situación.....	7
<i>Descripción de la situación</i>	7
<i>Análisis de contexto</i>	8
<i>Diagnóstico organizacional</i>	9
<i>Conclusión</i>	17
Marco teórico.....	18
Diagnóstico y discusión.....	21
<i>Declaración del problema</i>	21
<i>Justificación del problema</i>	22
<i>Conclusión diagnóstica</i>	22
Plan de implementación.....	23
<i>Objetivo general</i>	23
Objetivos específicos.....	23
<i>Alcance y limitaciones</i>	23
<i>Acciones, marco temporal y recursos</i>	24
<i>Desarrollo</i>	25
Conclusiones.....	33
Referencias.....	34

Introducción

Al momento de llevar adelante un negocio, se adhiere a la afirmación de Ross, Westerfield y Jordan (2006) la cual sugiere que el administrador financiero debe responder múltiples preguntas. La administración del capital de trabajo es una de ellas y es el eje de este trabajo. Según Ross et al. (2006) “es una actividad cotidiana que asegura que la empresa cuente con suficientes recursos para seguir adelante con sus operaciones y evitar costosas interrupciones” (p.4). Se adhiere al pensamiento de Pérez, Bertoni, Sattler y Terreno (2015) cuando afirman que establecer las fuentes de financiamiento que permitan optimizar el capital, constituye la solución a un problema significativo para cualquier empresa.

El objeto de estudio de este trabajo es MAN-SER SRL (la empresa), pyme familiar de la ciudad de Córdoba, con 25 años de trayectoria en el sector industrial metalúrgico. Su actividad dentro del rubro “Maquinaria y Equipos de uso general y especial” se especializa en el control de la viruta ofreciendo bienes y servicios para el cuidado de equipos y recursos.

Luego del fallecimiento de su dueño en el año 2009, son sus hijos Julián y Melina quienes han tomado la empresa a su cargo. Según ellos, los factores que les han permitido posicionarse exitosamente en el rubro, son la calidad de sus productos, el precio, el cumplimiento de los plazos, la innovación tecnológica y el servicio posventa.

La industria metalúrgica en nuestro país, es una industria madura. Entre otras características, la concentración de la oferta en el rubro está en manos de pocos competidores. De hecho, son cuatro las empresas líderes que compiten. La estrategia se centra en la reducción de precios y en la diferenciación por medio de la calidad. En este sentido, la empresa cuenta con certificación en Normas ISO 9001:2015.

Su alcance principal es la provincia de Córdoba. Además, existen clientes activos en Santa Fe, Buenos Aires, Tucumán y San Luis. La cartera se diversifica entre el sector automotriz y energético (energía eléctrica y petroleras) y planean sumar una unidad de negocios en el sector de la construcción. Los clientes grandes son Volkswagen, Scania, Fiat y Artech. Los clientes chicos, en general son pequeños talleres.

Hablando específicamente del capital de trabajo, los pagos y las cobranzas se efectúan en general con cheques y en menor medida, transferencia bancaria. Además, prefieren abastecerse de materia prima antes que invertir en dólares.

Según afirma el Gerente de la firma, la empresa no presenta problemas excepto cuando ocurren eventos no previstos en la economía que dificultan la operatoria normal. En este aspecto, a mediados de marzo de este año, Argentina comenzó su lucha contra la pandemia del Covid-19. El aislamiento social, preventivo y obligatorio decretado para toda la población significó un gran impacto para la economía. Desde el gobierno nacional y el sector industrial, se buscaron instrumentos para mitigar el impacto.

La Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA), ha relevado la situación de las empresas. Sus informes brindan datos sobre las principales dificultades que experimentan. La caída en las ventas y en la producción, el ausentismo de los empleados, las dificultades para circular y distribuir mercaderías, la imposibilidad para cumplir los compromisos salariales, previsionales, impositivos y financieros, la falta de stock, el acceso al crédito, son solo algunas.

Se trata de una situación sin precedentes. Para entender el contexto de la pyme argentina, se rescata el trabajo de investigación realizado por Pérez, et al. (2015). El mismo aborda el financiamiento partiendo de una revisión de la teoría, describiendo a las pymes y al contexto macroeconómico, para finalmente proponer un modelo matemático que capaz de determinar la estructura óptima de financiamiento.

También es interesante la tesis doctoral de Albornoz (2014), cuyo objeto de estudio es la pyme industrial. Sus conclusiones demuestran la importancia de la administración del capital de trabajo, enfatizando el ciclo operativo y del efectivo, su impacto en la rentabilidad y la creación de valor de la pyme.

Por último, la tesis doctoral de López Dumrauf (2001) también trata la estructura de capital óptima, incluso en empresas de capital cerrado. El autor se pregunta hasta donde puede endeudarse la empresa y señala cuales son las implicancias para las decisiones de inversión y financiamiento. También releva las opciones locales de financiamiento y confirma que el criterio de selección es el orden de jerarquía.

En la última década, la empresa se ha sumergido en un proceso de sistematización, profesionalización e innovación. Por el contrario, nuestro país ofrece un contexto volátil donde las reglas de juego cambian constantemente y representan un desafío para las pymes que luchan por sostenerse y crecer.

Por lo expuesto, este trabajo pretende comenzar analizando el contexto y el capital de trabajo de la empresa, luego estudiar las opciones vigentes de financiamiento, y por último, presentar una propuesta de financiamiento óptima que le permita a MAN-SER SRL disminuir el impacto negativo de la pandemia y continuar con su operatoria.

Análisis de situación

Descripción de la situación

La administración del capital de trabajo implica estudiar aspectos relacionados con el efectivo, la liquidez, el crédito y el inventario. Las decisiones respecto de cómo las empresas financian su operatoria cotidiana, puede ser la diferencia entre la permanencia o el cierre. Según Pérez et al. (2015), “establecer las fuentes de financiamiento que permitan optimizar el capital, constituye un problema significativo en cualquier empresa; esta situación se complica cuando se trata de una pyme, por las restricciones que debe enfrentar, más aún en contextos inestables” (p. 181).

Como se mencionó en el capítulo anterior, el país estuvo afectado desde marzo de 2020, a los efectos de la pandemia del Covid-19. Esta circunstancia sin precedente, impactó directamente en las empresas. Para poder entender los efectos, se recuperan las conclusiones del informe elaborado por ADIMRA (2020a) sobre la situación del sector a nivel nacional:

- ✓ Incumplimiento de los compromisos financieros, salariales e impositivos, y de los pagos a proveedores de bienes y servicios.
- ✓ Problemas para el cobro de cheques y extensión de los plazos para el cobro de cheques recibidos.
- ✓ Dificultades para acceder a las líneas de crédito para capital de trabajo.
- ✓ Las fuentes de los fondos, en orden de jerarquía, fueron los ahorros, el crédito bancario y el descuento de cheques.
- ✓ Dificultades para adquirir insumos.
- ✓ Dificultades para distribuir y entregar los productos.
- ✓ Dificultad para abastecerse del stock necesario para producir.
- ✓ Dificultades en el transporte interjurisdiccional y nacional.
- ✓ Dificultades relacionadas con aduana, retrasos en la aprobación de licencias no automáticas y el cierre de líneas de producción por importaciones.

Análisis de contexto

Se utilizó la herramienta de análisis estratégico PESTEL para definir el contexto de la empresa. La Tabla 1 detalla los factores externos y como impactan en la empresa.

Tabla 1.
Análisis PESTEL.

Factor político	Detalle	Impacto
Política fiscal	Déficit: creció el gasto público y bajó la recaudación.	Negativo
Política monetaria	Emisión monetaria para financiar el gasto público.	Negativo
Política cambiaria	Régimen de flotación administrada: "Crawling peg".	Negativo
Política comercial	Sustitución de importaciones y dificultades aduaneras.	Negativo
Deuda externa	Negociación en curso, incertidumbre.	Negativo
	Se logró acuerdo con acreedores.	Positivo
Subsidios	Reparto a sectores improductivos y poco rentables.	Negativo
Factor económico	Detalle	Impacto
Ciclo económico	Recesión: se prevé una caída anual del 10% del PBI.	Negativo
Impuestos	Presión impositiva de la más alta en la región.	Negativo
Inflación	Primer semestre 2020: 15,8%; Interanual: 53,8%.	Negativo
Reservas	Nivel crítico: cepo cambiario y sustitución de importaciones.	Negativo
Déficit público	Déficit fiscal primario y déficit financiero.	Negativo
Financiación	Tasas de interés del 42% al 46% en bancos privados y relativamente menores en bancos públicos.	Negativo
	Ayuda del estado: tasa subsidiada del 24%, exenciones, subsidios, moratorias.	Positivo
Costo laboral	Duplica los valores de la región.	Negativo
	Ayuda del estado: exenciones y prórroga en los vencimientos, Programa ATP.	Positivo
Factor social	Detalle	Impacto
Covid-19 Aislamiento social preventivo y obligatorio	Se detuvo la actividad económica: dificultades para la circulación y el transporte, dispensa de empleados pertenecientes a grupos de riesgo, costos asociados al transporte de empleados, protocolos sanitarios e hisopados.	Negativo
Factor tecnológico	Detalle	Impacto
Educación	Disponibilidad de cursos, capacitaciones, etc..	Positivo
	No hay incentivo oficial en la educación técnica.	Negativo
Tics	Acceso a telefonía, internet y dispositivos.	Positivo
Costos	Alto costo de la tecnología importada.	Negativo
	Ayuda financiera estatal es insuficiente o burocrática.	Negativo
Cultura	Crece el interés por invertir en innovación y en I+D.	Positivo
Factor ecológico	Detalle	Impacto
Residuos peligrosos	La provincia adhiere a la ley nacional.	Positivo
Cultura	Crece la gestión ambiental en las empresas.	Positivo
Factor legal	Detalle	Impacto
Ley 27541	Declaró la emergencia pública en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, tarifaria, energética, sanitaria y social.	Positivo
Ley 27561	Incrementó las partidas del presupuesto.	Negativo
Decreto 202/2020	Avales, fianzas y garantías para empresas "MiPymes".	Positivo
Decreto 669/2020	Ley de moratoria ampliada para regularización de deudas.	Positivo

Fuente: elaboración propia.

Diagnóstico organizacional

Análisis FODA

Se utilizó la herramienta de análisis situacional FODA para definir las condiciones reales de actuación de la empresa. La Tabla 2 detalla las variables.

Tabla 2.
Análisis FODA de MAN-SER SRL.

<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Inmuebles, instalaciones, maquinarias y rodados propios. ✓ Proveedores y clientes importantes. ✓ Experiencia y conocimiento del negocio. ✓ Unidades de negocios diversificadas. ✓ Poseen certificación ISO 9001. ✓ Delimitación de la toma de decisiones y ausencia de conflicto entre los socios. ✓ Mejora continua e innovaciones en los productos e instalaciones. ✓ Calidad de sus productos y precio competitivo. ✓ Sistema de gestión del stock. ✓ Espacio disponible para almacenamiento 	<p>Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Canales acotados de publicidad y ventas. ✓ Ciertas cuestiones productivas como demoras en la entrega de insumos a los operarios, subutilización de la capacidad productiva, errores en la programación de las maquinas. ✓ Accidentes laborales por falta de espacio. ✓ Incumplimiento de los plazos de entrega. ✓ Falta de delegación. ✓ Layout: implica mayor tiempo de producción, capacidad ociosa, y costos de almacenamiento. ✓ Personal de licencia.
<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Son un competidor fuerte en el sector. ✓ Posibilidad de ampliar la cartera de clientes. ✓ Programa ATP ✓ Moratoria fiscal: Planes de pago para deudas previsionales, impositivas, y aduaneras. ✓ Otorgamiento del gobierno provincial de avales, garantías y fianzas para pymes datos del observatorio ✓ Exenciones de contribuciones patronales, prorroga de vencimientos. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Demoras propias de los clientes. ✓ Limitaciones a las importaciones y dificultades aduaneras. ✓ Macroeconomía. Caída en la producción, devaluación, cepo cambiario, inflación, recesión, presión impositiva. ✓ Déficit fiscal primario. ✓ Financiación. Altas tasas de interés, límites para acceder al crédito, cheques sin fondos, plazos más largos. ✓ Costo laboral. ✓ Dificultades con el transporte de bienes.

Fuente: elaboración propia.

Análisis vertical

Es un método de análisis de los estados financieros que determina la participación relativa de cada rubro sobre una categoría común que los agrupe. En la Tabla 3 se aplicó el análisis a los Estados de Situación Patrimonial 2017, 2018 y 2019.

Tabla 3.

Estados de Situación Patrimonial 2017, 2018 y 2019. Análisis vertical.

	2017		2018		2019	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
ACTIVO						
Activo corriente						
Caja y Bancos	516.000	0	9.954.707	6	2.178.770	1
Cuentas por cobrar	76.755.159	60	95.110.616	61	137.024.019	63
Otras cuentas por cobrar	2.575.432	2	0	0	0	0
Bienes de cambio	19.188.789	15	23.777.654	15	30.910.950	14
Total activo corriente	99.035.382	78	128.842.977	83	170.113.740	78
Activos no corrientes						
Bienes de uso	28.395.569	22	27.205.302	17	44.894.286	21
Otros activos no corrientes	0	0	0	0	3.690.552	2
Total activos no corrientes	28.395.569	22	27.205.302	17	48.584.839	22
TOTAL ACTIVO	127.430.951	100	156.048.280	100	218.698.579	100
PASIVO						
Pasivo corriente						
Cuentas por pagar	71.793.637	56	77.207.216	49	115.346.795	53
Remun. y Cargas Sociales	1.276.171	1	11.570.625	7	13.612.500	6
Cargas fiscales	3.668.822	3	7.676.469	5	8.627.278	4
Total pasivo corriente	76.738.631	60	96.454.310	62	137.586.573	63
Pasivo no corriente						
Otros pasivos no corrientes	3.200.000	3	1.600.000	1	10.000.000	5
Total pasivo no corriente	3.200.000	3	1.600.000	1	10.000.000	5
TOTAL PASIVO	79.938.631	63	98.054.310	63	147.586.573	67
PATRIMONIO NETO	47.492.319	37	57.993.970	37	71.112.006	33
PASIVO + PATRIMONIO NETO	127.430.951	100	156.048.280	100	218.698.579	100

Fuente: elaboración propia.

En la estructura de inversión predomina el activo corriente y los rubros que se destacan son las *cuentas por cobrar* y *bienes de cambio*. En cuanto al activo no corriente, el rubro principal es *bienes de uso*. El valor de la empresa radica principalmente en los derechos respecto de las ventas a crédito, luego en los activos fijos y en el inventario.

En la estructura de financiamiento predomina el pasivo circulante y el rubro de más peso son las *cuentas por pagar* (proveedores). Luego le sigue el capital propio, que financia en promedio, el 35% de la inversión. El pasivo no corriente, corresponde a préstamos bancarios. Las fuentes de financiamiento, en orden de jerarquía, son la deuda a corto plazo, el capital propio y la deuda a largo plazo. Además se destaca que el pasivo no corriente ha cubierto financiación que antes operaba con capital propio.

A continuación, se aplicó en la Tabla 4, el análisis vertical a los Estados de Resultados 2017, 2018 y 2019.

Tabla 4.

Estados de Resultados 2017, 2018 y 2019. Análisis vertical.

	2017		2018		2019	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
Ventas netas						
Ventas industriales	141.224.616	61	174.030.770	61	198.635.385	60
Ventas servicios	89.040.862	39	111.301.078	39	130.222.261	40
Total ventas del ejercicio	230.265.479	100	285.331.848	100	328.857.647	100
Costos						
Costos de venta	(87.727.099)	38	(128.632.321)	45	(146.596.294)	45
Otros costos de venta	(87.610.818)	38	(89.363.035)	31	(102.468.794)	31
Total costos de ventas	(175.337.918)	76	(217.995.357)	76	(249.065.088)	76
Resultado bruto	54.927.560	24	67.336.491	24	79.792.559	24
Gastos de Administración	(4.789.579)	2	(4.815.560)	2	(7.669.955)	2
Gastos de Comercialización	(16.224.135)	7	(25.166.360)	9	(11.558.454)	4
Resultado operativo	33.913.845	15	37.354.570	13	60.564.149	18
Resultado financiero	(15.225.824)	7	(19.949.795)	7	(39.496.697)	12
Resultado neto	18.688.020	8	17.404.774	6	21.067.452	6
Otros Ingresos y Egresos	(238.298)	0	(1.248.390)	0	(885.858)	0
Resultado antes de IG	18.449.722	8	16.156.384	6	20.181.594	6
Impuesto a las Ganancias	(6.457.403)	3	(5.654.734)	2	(7.063.557)	2
Resultado final	11.992.319	5	10.501.650	4	13.118.036	4

Fuente: elaboración propia.

Se observa que la participación de los costos consume un 76% del total de las ventas del ejercicio. También se percibe que la participación relativa de los *costos de ventas y otros costos de ventas*, ha variado debido a un mayor costo de la mercadería vendida. El resultado bruto del ejercicio debe ser suficiente para cubrir los gastos administrativos, de comercialización, financieros y otros egresos. Luego de deducir todos estos conceptos, que totalizan un 20%, se comprueba que el resultado final constituye un 4% del total de las ventas.

Análisis horizontal

Es el análisis que se realiza para comparar la evolución de los distintos rubros, con respecto a un año base y permite identificar tendencias. A continuación, en la Tabla 5, se aplica este análisis a los Estados de Situación Patrimonial 2017, 2018 y 2019.

Tabla 5.

Estados de Situación Patrimonial 2017, 2018 y 2019. Análisis horizontal.

	2017		2018		2019	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
ACTIVO						
Activo corriente						
Caja y Bancos	516.000	100	9.954.707	1829	2.178.770	322
Cuentas por cobrar	76.755.159	100	95.110.616	24	137.024.019	79
Otras cuentas por cobrar	2.575.432	100	0	-100	0	-100
Bienes de cambio	19.188.789	100	23.777.654	24	30.910.950	61
Total activo corriente	99.035.382	100	128.842.977	30	170.113.740	72
Activos no corrientes						

	2017		2018		2019	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
Bienes de uso	28.395.569	100	27.205.302	-4	44.894.286	58
Otros activos no corrientes	0	0	0	0	3.690.552	n/a
Total activos no corrientes	28.395.569	100	27.205.302	-4	48.584.839	71
TOTAL ACTIVO	127.430.951	100	156.048.280	22	218.698.579	72
PASIVO						
Pasivo corriente						
Cuentas por pagar	71.793.637	100	77.207.216	8	115.346.795	61
Remun. y Cargas Sociales	1.276.171	100	11.570.625	807	13.612.500	967
Cargas fiscales	3.668.822	100	7.676.469	109	8.627.278	135
Total pasivo corriente	76.738.631	100	96.454.310	26	137.586.573	79
Pasivo no corriente						
Otros pasivos no corrientes	3.200.000	100	1.600.000	-50	10.000.000	213
Total pasivo no corriente	3.200.000	100	1.600.000	-50	10.000.000	213
TOTAL PASIVO	79.938.631	100	98.054.310	23	147.586.573	85
PATRIMONIO NETO	47.492.319	100	57.993.970	22	71.112.006	50
PASIVO + PATRIMONIO NETO	127.430.951	100	156.048.280	22	218.698.579	72

Fuente: elaboración propia.

El análisis del activo total presentó un incremento en el tiempo, acentuado en el año 2019. Esta tendencia se vincula con tres causas; la inversión en activo no corriente (instalaciones, rodados y obras sobre inmuebles), la inversión en *bienes de cambio*, (insumos eléctricos y mecánicos) y el incremento de las *cuentas por cobrar* en 2019 (ventas a plazo pendientes de cobro). Respecto del rubro *caja y bancos*, se registró una suba importante en el año 2018 equivalente a 18 veces el valor contable original. Las causas se relacionan con la cuenta *caja* y las tres cuentas corrientes que posee la empresa.

Del análisis del pasivo corriente, la variación más importante registrada, corresponde a la cuenta *remuneraciones a pagar*, ya que en el año base la cuantía es \$0,00, lo cual se considera como un error de computo. Otro rubro que expresa incremento de más del 100% son las *cargas fiscales* (IVA a pagar y anticipos del Impuesto a las Ganancias a pagar). Del pasivo no corriente, los saldos corresponden a préstamos bancarios que en el año 2019 aumentaron más de un 200% respecto del año base y coincide con las inversiones en activo no corriente. La financiación externa en 2018 fue del 23% y del 85% en el 2019.

Del patrimonio neto se observó una tendencia incremental ya que los resultados de un ejercicio se ingresan en el siguiente en la cuenta *resultados no asignados*.

Se aplica a continuación, el análisis horizontal al Estado de Resultado de los ejercicios 2017, 2018 y 2019. Se presentan los datos correspondientes en la Tabla 6.

Tabla 6.
Estados de Resultados 2017, 2018 y 2019. Análisis horizontal.

	2017		2018		2019	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
Ventas netas						
Ventas industriales	141.224.616	100	174.030.770	23	198.635.385	41
Ventas servicios	89.040.862	100	111.301.078	25	130.222.261	46
Total ventas del ejercicio	230.265.479	100	285.331.848	24	328.857.647	43
Costos						
Costos de venta	(87.727.099)	100	(128.632.321)	47	(146.596.294)	67
Otros costos de venta	(87.610.818)	100	(89.363.035)	2	(102.468.794)	17
Total costos de ventas	(175.337.918)	100	(217.995.357)	24	(249.065.088)	42
Resultado bruto	54.927.560	100	67.336.491	23	79.792.559	45
Gastos de Administración	(4.789.579)	100	(4.815.560)	1	(7.669.955)	60
Gastos de Comercialización	(16.224.135)	100	(25.166.360)	55	(11.558.454)	-29
Resultado operativo	33.913.845	100	37.354.570	10	60.564.149	79
Resultado financiero	(15.225.824)	100	(19.949.795)	31	(39.496.697)	159
Resultado neto	18.688.020	100	17.404.774	-7	21.067.452	13
Otros Ingresos y Egresos	(238.298)	100	(1.248.390)	424	(885.858)	272
Resultado antes de IG	18.449.722	100	16.156.384	-12	20.181.594	9
Impuesto a las Ganancias	(6.457.403)	100	(5.654.734)	-12	(7.063.557)	9
Resultado final	11.992.319	100	10.501.650	-12	13.118.036	9

Fuente: elaboración propia.

La tendencia en las ventas es positiva, crecen a ritmo constante. En relación con los costos, la tendencia es la misma, lo que ha variado es la incidencia de cada componente. Al evolucionar tanto las ventas como los costos en la misma medida, el resultado bruto refleja esta tendencia.

Con respecto a los gastos, no hay una tendencia definida. Los gastos administrativos que se mantenían constantes, se incrementaron en el último ejercicio. Por su parte los gastos de comercialización, registraron una importante suba en el 2018 y luego descendieron incluso a niveles más bajos que en el año base.

El resultado financiero, conformado por el impuesto al cheque y los intereses (bancarios, impositivos y comerciales), muestra una tendencia ascendente que se acentúa en el 2019. El elemento que más participación tiene son los intereses bancarios.

En el renglón de *otros ingresos y egresos*, se registró una tendencia negativa vinculada con juicios e indemnizaciones.

El impacto del impuesto a las ganancias, ha sido constante, la alícuota que se detrae corresponde al 35% en los tres ejercicios.

Por último, el renglón de *resultado neto*. Las ventas del 2018 crecieron un 24%, sin embargo, el resultado final cayó un 12% debido a mayores gastos de comercialización, intereses impositivos y e indemnizaciones. En 2019 las ventas fueron un 43% mayor, pero el *resultado final* creció un 9% y se puede relacionar con gastos de administración, intereses bancarios y juicios e indemnizaciones.

Análisis financiero

1) Razones de liquidez

- a) Razón circulante: la tendencia positiva significa que la empresa tiene sus pasivos corrientes cubiertos con el activo corriente.
- b) Prueba del ácido: similar a la anterior pero no incluye *bienes de cambio*. La diferencia entre ambos indicadores, expone la incidencia del inventario. La tendencia es positiva, si la empresa no lograra vender nada, sigue habiendo suficiente activo para cubrir el pasivo corriente.
- c) Razón de efectivo: la tendencia indica una tenencia muy baja de efectivo por lo que la empresa depende de las cuentas por cobrar o de la venta de activos para poder cubrir sus compromisos a corto plazo.

Tabla 7.

Razones de liquidez.

Razón	2017	2018	2019
Razón circulante	1,24	1,34	1,29
Prueba del ácido	1,01	1,09	1,04
Razón de efectivo	0,02	0,10	0,01

Fuente: elaboración propia.

2) Solvencia a largo plazo

- a) Razón de la deuda total: la tendencia creció y se interpreta que se ha tomado más deuda. En el año 2019, indica que por cada peso de activo, hay \$0.67 de deuda; o que el 67% del financiamiento es con deuda (proveedores y crédito bancario).
- b) Razón de deuda-capital: la tendencia creció, e indica un mayor apalancamiento financiero debido a un uso mayor de la deuda sobre el capital. La razón del 2019 indica que por cada peso de capital, hay \$2.08 de deuda.
- c) Razón de solvencia: en el 2019 indica una presencia menor del patrimonio en el financiamiento. Por cada peso de pasivo total, hay \$0,48 pesos de capital.
- d) Razón de cobertura de intereses: la tendencia indica que la capacidad para cubrir los intereses de la deuda ha ido disminuyendo.

Tabla 8.

Solvencia a largo plazo.

Razón	2017	2018	2019
Razón de la deuda total	0,63	0,63	0,67
Razón de deuda-capital	1,68	1,69	2,08
Razón de solvencia	0,59	0,59	0,48
Razón de cobertura de intereses	2,34	1,94	1,60

Fuente: elaboración propia.

3) *Razones de utilización del activo.*

- a) Inventarios: la rotación ha disminuido el último año y el inventario permaneció más días inmovilizado. En el último año se necesitó un promedio de 4 días más para vender el inventario, con respecto a ejercicios anteriores.
- b) Cuentas por cobrar: rotaron menos veces en el último año. Los tiempos de cobranza de las ventas a crédito, se extendió 19 días el último año.
- c) Cuentas por pagar: el indicador crece, indica que se paga más veces en el año. Esto ocurrió en el 2018 pero se logró revertir en el 2019, lo cual puede ser beneficioso, si se considera que las cobranzas fueron más lentas. La tendencia expone un periodo de pago más largo que el de cobranzas.
- d) Rotación del capital de trabajo neto: indica cuanto “trabajo” se obtiene del capital de trabajo. En este caso trabajó 10 veces, salvo en el 2018, cuando el capital de trabajo neto fue mayor debido a un incremento del activo corriente.

Tabla 9.

Razones de utilización del activo.

Razón	2018	2019	2018	2019
	(veces en el año)		(Extensión en días)	
Rotación de inventarios	10,15	9,11	36	40
Rotación de cuentas por cobrar	3,32	2,83	110	129
Rotación de cuentas por pagar	1,73	1,52	211	240
Rotación del capital de trabajo neto	8,81	10,11	-	-

Fuente: elaboración propia.

4) *Medidas de rentabilidad.*

- a) Margen de utilidad operativa: es la rentabilidad medida antes de intereses e impuestos. Descendió y luego hubo un incremento en el año 2019. Por cada peso en ventas, se produjeron \$0.18 de utilidades operativas.
- b) Margen de utilidad neta: la tendencia fue descendente; en el 2019, por cada peso de venta, se produjeron \$0.04 en utilidades netas. La diferencia con respecto al margen de utilidad operativa, es el impacto de intereses e impuestos.
- c) Rendimiento sobre los activos (ROA): la rentabilidad que produce un peso en activos ha disminuido, indicando pérdida de eficiencia.
- d) Rendimiento sobre el capital (ROE): la rentabilidad que produce un peso de capital propio, disminuyó respecto del año base, indicando pérdida de eficiencia.
- e) Relación ROA – ROE: valor de ROE mayor a ROA, indica un apalancamiento financiero positivo, el endeudamiento tiene un efecto positivo en la rentabilidad.

- f) Tasa de crecimiento interno: indica que el crecimiento que se puede lograr sin financiamiento externo de ningún tipo, es menor cada año.
- g) Tasa de crecimiento sostenible: también ha descendido pero aun así, indica que la empresa puede crecer a un ritmo más rápido, si mantiene la razón deuda capital y evita financiarse con capital externo.

Tabla 10.
Medidas de rentabilidad.

Medida	2017	2018	2019
Margen de utilidad operativa	14	13	18
Margen de utilidad neta	5	4	4
Rendimiento sobre los activos ROA	9	7	6
Rendimiento sobre el capital ROE	25	18	18
Tasa de crecimiento interno	3	2	1
Tasa de crecimiento sostenible	10	5	4

Fuente: elaboración propia.

- 5) **Identidad Du Pont:** establece que el ROE resulta afectado por la eficiencia operativa (margen de utilidad), la eficiencia en la utilización de activos (rotación de activos totales) y el apalancamiento financiero (multiplicador de capital). La razón que predomina según identidad Du Pont, es el apalancamiento financiero.

Tabla 11.
Identidad Du Pont.

Componente	2017	2018	2019
Margen de utilidad	0,05	0,04	0,04
Rotación de activos totales	1,81	1,83	1,50
Multiplicador de capital	2,68	2,69	3,08

Fuente: elaboración propia.

- 6) **Capital de trabajo neto.** Es la diferencia entre activos y pasivos circulantes y tiene una tendencia de signo positivo, indica que el efectivo disponible en los próximos 12 meses es suficiente para cubrir el efectivo a pagar en el mismo periodo.

Tabla 12.
Capital de trabajo neto.

Medida	2017	2018	2019
Capital de trabajo neto	\$22.296.750	\$32.388.667	\$32.527.166
Razón del capital de trabajo neto	1,29	1,34	1,24

Fuente: elaboración propia.

7) *El ciclo operativo y el ciclo del efectivo.*

- a) Ciclo operativo: el periodo que transcurre entre la adquisición del inventario y la cobranza de las cuentas por cobrar se extendió en el 2019, principalmente porque aumentaron las partidas *deudores por venta e inventarios*.
- b) Ciclo del efectivo: el tiempo que transcurre entre el momento en que se paga el inventario y se cobra su venta, se extendió en los últimos ejercicios.

Tabla 13.
Ciclo operativo y ciclo del efectivo.

Ciclo	2018	2019
Ciclo operativo	146	169
Ciclo del efectivo	21	28

Fuente: elaboración propia.

Conclusión

La situación económica se ha agravado durante el año 2020. Los indicadores de los últimos años revelaban el clima general de recesión, por lo que Argentina no contaba a principios de año con márgenes para frenar el impacto de la situación epidemiológica. La crisis se profundizó y el sector metalúrgico, en particular, registró los peores números de la última década. La asistencia del Estado; tardía, insuficiente y burocrática, no significó una ayuda real en muchos casos.

Del análisis de la empresa, previo a la pandemia, se observaron indicadores que harían suponer una buena administración financiera. Sin embargo, también se observó que se opera con un gran volumen de capital de trabajo. Se mencionó que el valor de la empresa radica en sus derechos respecto de las ventas a crédito y en los bienes de cambio principalmente. Y que la principal fuente de financiamiento es la deuda a corto plazo. En tiempos en los cuales, cayeron la producción y las ventas, hay dificultades para acceder al crédito, las tasas de intereses son altas, los ciclos operativos y del efectivo se distorsionaron, resulta necesario revisar la política financiera a corto plazo.

El plan de implementación deberá considerar los elementos provistos por los distintos análisis, las alternativas de financiamiento disponibles y la estrategia empresarial. De esta manera, se podrá determinar una estructura de financiamiento que optimice el capital de trabajo de MAN-SRL SRL.

Marco teórico

La cuestión de la *estructura de capital* o *estructura financiera*, ha sido objeto de numerosas investigaciones. En este capítulo se realiza un recorrido cronológico por las principales teorías y sus exponentes. Para tal fin, se han ordenado en tres grupos; las teorías bajo los supuestos de los mercados perfectos, las teorías que consideran las imperfecciones del mercado, y por último los enfoques teóricos más recientes.

En el primer grupo se exponen las dos primeras teorías que abrieron la discusión sobre la estructura de capital, ambas desarrolladas bajo la hipótesis de los mercados perfectos. La *Tesis Tradicional* de 1952 impulsada por Durand (como se citó en Pérez et al., 2015) postulaba que un uso moderado del endeudamiento permite reducir el costo del capital, pero si se incrementa el uso del capital ajeno, crece el riesgo de insolvencia. La mezcla de financiamiento óptima se logra cuando el costo del capital se hace mínimo y el valor de la empresa, máximo (López Dumrauf, 2010). Luego surgió la *Teoría de la Irrelevancia* en 1958 de Miller & Modigliani (como se citó en Mejía Amaya, 2013), quienes contrariamente consideraron que la estructura de capital es irrelevante en el valor de la empresa y por lo tanto no existe una estructura óptima, todas son iguales de buenas.

Ambas teorías sirvieron de referencia para investigaciones posteriores que dieron lugar a las imperfecciones del mercado financiero. El segundo grupo de teorías que se expone, aborda el efecto impositivo, los costos de agencia y la información asimétrica.

El debate continuó en 1963, cuando Modigliani & Miller (como se citó en Zambrano V. y Acuña C., 2011, p. 84) corrigen su teoría inicial “sugiriendo que la empresa debe endeudarse al máximo para aprovechar la ventaja fiscal de la deuda”. Los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias, entonces el efecto fiscal incrementa el valor de la empresa, explica Drimer (como se citó en Pérez et al., 2015). Las críticas que recibió el postulado, las sintetiza Rivera (2002); por un lado las empresas hacen un uso moderado de la deuda porque niveles altos de endeudamiento conducen a asumir altos costos de bancarrota y en segundo lugar, no lograron determinar un ratio óptimo de endeudamiento.

La *Teoría de los Costos de Agencia* (Diamond, 1989; Fama & Miller, 1972; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976) plantea que los conflictos de intereses entre los propietarios del capital y los administradores repercuten en la estructura de capital. Por lo tanto, la estructura óptima es la que minimice los costos de agencia y maximice el valor de la empresa (Pérez et al., 2015).

La *Teoría de la Información Asimétrica* (Petersen & Rajan, 1994; Stiglitz & Weiss, 1981) expone que los distintos agentes del mercado, tienen acceso a diferentes niveles de información. Esto supone mayores costos de transacción para las empresas, lo que afecta negativamente su estructura de capital (Pérez et al., 2015)

Las dos teorías que se resumen a continuación han sido objeto de un vasto desarrollo y análisis. Se puede encontrar en la literatura financiera una gran cantidad de autores exponiendo y ampliando sus implicancias. Se coincide con Mejía Amaya (2013), cuando afirma que son las principales teorías sobre estructura de capital.

La *Teoría del Trade-off* del equilibrio estático (Brennan & Schwartz, 1978; Kim, 1978; Kraus & Litzenberger, 1973) establece un límite al endeudamiento cuando los costos de las dificultades financieras y los costos de agencia contrarrestan los beneficios fiscales de la deuda (Zambrano V. y Acuña C., 2011). La combinación óptima entre deuda y capital se logra cuando se equilibran los beneficios y costos derivados de la deuda, complementan Shyam & Myers (como se citó en Zambrano V. y Acuña C., 2011). Para cada empresa existe una estructura de capital óptima, sin embargo, las críticas afirman que su lógica no aplica a la totalidad de las empresas.

La *Teoría del Pecking Order* o de la jerarquía de preferencias (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) es contraria a la anterior. Afirma que no hay una estructura óptima de financiamiento, sino que los administradores recurren a una escala de jerarquías, (Pérez et al., 2015). La preferencia inicia con los fondos propios generados por utilidades retenidas y amortización. Luego se recurrirá a financiación externa; en primer lugar, deuda financiera de menor costo, posteriormente deuda a largo plazo y, para terminar, emisión de deuda. La última opción es la emisión de acciones. (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2019). Según Fischer et al. (como se citó en Mejía Amaya, 2013), se le crítica a esta teoría el carácter estático del ratio óptimo. Surgen así diversos modelos que se basan en un óptimo dinámico que tiene en cuenta distintos factores internos de las firmas. Sin embargo, se coincide con Frank y Goyal (como se citó en Zambrano V. y Acuña C., 2011) quienes manifiestan que hoy en día tiene gran aceptación, porque muchas organizaciones tratan de financiar sus nuevos proyectos con recursos propios. Esto último, debido a su aversión a encontrar situaciones adversas en el mercado y a que la información existente no ofrece plena certeza para realizar dichas inversiones.

Para finalizar la cronología teórica, se sintetizan tres teorías modernas. La teoría del *market timing* o de sincronización con el mercado de Baker y Wurgler, explica la estructura de capital en función de las señales emitidas por el mercado hacia las empresas.

Las compañías emiten y recompran sus acciones según como se comporte el mercado. No existe una estructura óptima, sino que es el resultado de las decisiones de financiación acumuladas en el tiempo (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2019).

La *Teoría del Comportamiento* relaciona las decisiones financieras con factores sociológicos y psicológicos de los componentes de las empresas. Estos factores pueden ser las actitudes psicológicas de los directivos de las empresas, la experiencia previa de los directivos o su sexo, entre otros (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2019).

Por último, la *Teoría de los Stakeholders* se abre camino y aborda como las relaciones de las empresas con sus clientes, proveedores y demás interesados, afectan su política financiera. Es el caso de compañías que producen bienes únicos y duraderos que imponen altos costos de liquidación a sus consumidores y por lo tanto tienen menor endeudamiento influyendo en las decisiones financieras de las firmas, expone Banerjee et al. (como se citó en Mejía Amaya, 2013).

Para concluir este capítulo, se abordó el tema de la estructura financiera en pymes. Como menciona Pérez et al. (2015), las teorías expuestas anteriormente contribuyeron al estudio del financiamiento pero su aplicación en pymes que operan en mercados poco desarrollados, no refleja la realidad de estas. Continúa mencionando las cuestiones que determinan las decisiones de financiamiento como, por ejemplo, la correlación del contexto macroeconómico, los cambios que se operan a medida que el ciclo de vida de la empresa y de sus propietarios se modifica, el orden de jerarquía de las fuentes de financiamiento o las condiciones internas que condicionan la decisión. Por otro lado, López Dumrauf (2001) precisa en su tesis doctoral, que la estructura financiera óptima es posible en empresas de capital cerrado, con ciertas adaptaciones. Resalta que la estructura de capital no solo importa en términos de la combinación adecuada de deuda y capital, sino también para determinar cuanta deuda puede soportar la firma para financiar su crecimiento. Las conclusiones de su investigación revelan que, en Argentina, las empresas optan por el orden de jerarquía para establecer sus fuentes de financiamiento. Además, menciona que cuando la coyuntura económica es desfavorable, el apalancamiento financiero opera negativamente. Los aportes de estos dos autores argentinos, acercan las teorías de la estructura financiera del mundo corporativo, a la realidad de la pyme latinoamericana.

Diagnóstico y discusión

Declaración del problema

Lo primero que se establece es el contexto de crisis económica. Luego de años de recesión económica, la pandemia del Covid-19 no hizo más que agravar la situación. Los indicadores de la actividad económica afectaron negativamente las ventas, la producción, la cadena de pago, la financiación, los insumos y el stock.

Respecto de la situación interna de la empresa, se rescatan las principales conclusiones respecto de la política financiera a corto plazo:

- ✓ **Liquidez.** Para afrontar sus compromisos corrientes, la empresa depende de las cuentas por cobrar o de la venta de activos. En un escenario como el actual, la empresa podría tener problemas para hacer efectivas las cobranzas, situación que implicaría riesgo de mora e incobrabilidad.
- ✓ **Solvencia.** Se observa un mayor endeudamiento a corto y largo plazo para financiar el capital de trabajo. De todas maneras, se mantiene la capacidad para satisfacer esas deudas. Sin embargo, el mayor endeudamiento genera mayores costos y la capacidad para cubrir los intereses ha disminuido.
- ✓ **Eficiencia.** La tendencia muestra una leve pérdida de eficiencia en los últimos ejercicios. Tanto el inventario, como las cuentas por cobrar y pagar, rotan más lentamente. Sin embargo, el periodo promedio de cobranza sigue siendo menor al de pago.
- ✓ **Rentabilidad.** Se incrementó la rentabilidad operativa, pero disminuyó el margen de utilidad por el impacto del servicio de la deuda. Respecto del ROA y ROE, ha habido una pérdida de eficiencia en ambos indicadores. La relación entre ambos señala una utilización eficiente del apalancamiento financiero que se confirma en la identidad Du Pont. Por último, la tasa de crecimiento interno indica que la empresa ya no tiene margen para seguir creciendo sin contar con financiamiento externo.
- ✓ **Ciclo operativo y del efectivo.** Se observa que el ciclo operativo se ha extendido en los últimos ejercicios. A la empresa le toma más tiempo realizar todo el ciclo desde que adquiere el inventario hasta que cobra la venta de su producido. En cuanto al ciclo del efectivo, también se ha extendido y señala la necesidad de financiamiento de las cuentas por cobrar.

Resumiendo, los indicadores respecto del efectivo, la liquidez, los créditos y el inventario, muestran una leve tendencia negativa, que impactan directamente en los ciclos operativos y del efectivo. También se refleja este impacto negativo en la rentabilidad. Sin embargo, a pesar de estas tendencias, la empresa lograba llevar adelante su operatoria sin mayores dificultades. Por lo tanto, se considera que la empresa realizaba en un contexto sin pandemia, una administración eficiente del capital de trabajo. Se concluye que el problema que debe resolver MAN-SER SRL, no se plantea dentro de la empresa, sino en la amenaza externa de la crisis económica. Frente a este nuevo escenario, debe revisar la administración de su capital de trabajo, adecuar la inversión en activos y optimizar las fuentes de financiamiento.

Justificación del problema

La empresa implementa una política financiera a corto plazo de perfil moderado a flexible, lo cual se puede observar en el volumen de las cuentas por cobrar. Esto se asocia a una política riesgosa, por el riesgo latente de no poder hacer efectiva la cobranza de sus ventas a crédito.

Las dificultades del contexto actual, constituyen motivación suficiente para revisar la política relativa al capital de trabajo. Existe consenso en cuanto a que las pymes, deben prestar especial atención a estas dificultades para asegurar su supervivencia. De hecho, los relevamientos indican el cierre y la quiebra de numerosas empresas que no logran adaptarse al nuevo escenario planteado por la coyuntura del ejercicio 2020.

Al no haber constancia de un plan de contingencia por parte de la empresa, se considera indispensable delinear un plan de acción que le permita disminuir el impacto de la crisis económica y continuar con su actividad.

Conclusión diagnóstica

La empresa debe adaptarse al nuevo contexto económico. En un escenario que se muestra adverso, es necesario que la toma de decisiones responda a criterios y se encuadren dentro de una perspectiva global. Por lo tanto, se propone la elaboración de un plan financiero centrado en la administración eficiente del capital de trabajo. Este plan permitirá definir los niveles adecuados de los rubros que componen el capital de trabajo. Además, deberá abordar su financiamiento evaluando las alternativas disponibles y determinando la mezcla óptima de deuda y capital.

Plan de implementación

Objetivo general

- ✓ Disminuir el impacto de la crisis económica del año 2020 y asegurar la operatoria de MAN-SER SRL, diseñando un plan de acción enfocado en la administración del capital de trabajo que le permita definir los niveles adecuados de sus componentes, las fuentes de financiación y su mezcla óptima.

Objetivos específicos

- ✓ Medir el impacto negativo de la crisis económica en los componentes del ciclo operativo y del efectivo de la empresa.
- ✓ Elaborar un plan de acción que permita administrar de manera eficiente el capital de trabajo y asegure el equilibrio entre liquidez y rentabilidad.
- ✓ Cuantificar los requerimientos de activos y la necesidad de financiamiento.
- ✓ Relevar las fuentes de financiamiento vigentes, determinar cuáles son las más convenientes y establecer la mezcla óptima.

Alcance y limitaciones

Contenido. Se incluye contenido correspondiente a la literatura financiera enfocada en el corto plazo. Los temas específicos abordados son el capital de trabajo, el ciclo operativo, el ciclo de conversión del efectivo y el financiamiento.

Espacial. El plan se ha pensado para la empresa metalúrgica MAN-SER SRL, pyme mediana, tramo 1, radicada en la ciudad de Córdoba.

Temporal. Al tratarse de una respuesta a una situación excepcional que experimenta la empresa durante el año 2020, se diseñó un plan para ser implementado contemporáneamente a partir del 4º trimestre del año, mientras se mantienen vigentes las condiciones del contexto descriptas en el análisis de situación. A su vez, el horizonte de aplicación será de un año, hasta el cierre del ejercicio 2021.

Limitaciones. La elaboración de esta propuesta encuentra limitaciones al no contar con datos reales sobre el impacto de la crisis sanitaria sobre la actividad de la empresa durante los meses de marzo a septiembre. Por lo tanto, se estiman indicadores en base a datos históricos y datos de mercado. Tampoco se cuenta con información contable desagregada por trimestres, solo cifras anuales.

Acciones, marco temporal y recursos.

En la Tabla 14 se detallan las acciones a llevar adelante, los responsables encargados de realizarlas y los recursos requeridos.

Tabla 14.
Acciones del plan de implementación.

Acciones	Responsable	Recursos
1. Presupuesto de efectivo	Contador	Registros de pagos y cobros, estados contables , computadora, planilla de cálculo.
2. Pronóstico de ventas	Contador	Presupuestos, estados contables , tendencias del sector y la economía, computadora, planilla de cálculo.
3. Fuentes de financiamiento Relevamiento	Contador	Computadora, servicio de internet y telefonía.
4. Fuentes de financiamiento Análisis	Contador	Presupuestos de efectivo proyectados, pronósticos de venta realizados, simuladores de crédito.
5. Fuentes de financiamiento Selección	Contador Gerente	Estados contables proforma, razones financieras.
6. Solicitud del crédito	Área administrativa.	Documentación requerida: estados contables, pronóstico de ventas, presupuesto de efectivo, contrato social, certificado Pyme, constancia de inscripción en Ingresos Brutos.
7. Acreditación	Entidad Financiera	Cuenta corriente bancaria.

Fuente: elaboración propia.

Seguidamente, en la Tabla 15, se detalla el tiempo previsto para las acciones descriptas.

Tabla 15.
Diagrama de Gantt.

Acción	Mes Semana	Oct. 2020				Nov. 2020			
		1	2	3	4	1	2	3	4
1. Presupuesto de efectivo 2020		■							
2. Pronóstico de ventas 2021			■						
3. Fuentes de financiamiento. Relevamiento				■					
4. Fuentes de financiamiento. Análisis					■				
5. Fuentes de financiamiento. Selección						■			
6. Solicitud del crédito							■		
7. Acreditación del crédito								■	

Fuente: elaboración propia.

Desarrollo

1° Acción: Presupuesto de efectivo 2020.

Se proyecta la entrada neta de efectivo al finalizar el ejercicio. Se toma como premisa una variación interanual negativa del -15% en las ventas, estimada por ADIMRA (2020b) en el informe de septiembre de la actividad del sector. Respecto de los periodos promedios de cobranza y pago, se establece una prolongación de 60 y 90 días respectivamente para evidenciar los problemas en la cadena de pago mencionados en el análisis de situación. En la Tabla 16 se presentan las entradas y salidas de efectivo, con notas aclarativas y el resultado final.

Tabla 16.
Presupuesto de efectivo 2020.

Orígenes/Aplicaciones	Monto (\$)	Nota
Cobranzas		
Cuentas por cobrar inicial	137.024.020	Según ESP 2019
+ Ventas	279.529.001	Se aplica variación interanual -15%
- Cobranzas	230.838.621	Variación periodo de cobranza: +60 días
Cuentas por cobrar final	185.714.399	
Pagos proveedores		
Cuentas por pagar inicial	115.346.795	Según ESP 2019
+ Compras	123.031.111	El 44% de las ventas según EERR 2019 y 2018
- Pagos	127.240.878	Variación periodo de pago: +90 días
Cuentas por pagar final	111.137.028	
Tesorería		
Saldo inicial de efectivo	2.178.770	Según ESP 2019
+Cobranzas	230.838.621	
- Pagos	127.240.878	
Saldo neto	105.776.513	
- Otros costos de venta	84.627.715	Costos directos e indirectos de fabricación
- Gastos	12.176.490	Gastos administrativos y de comercialización
- Pago de intereses e impuestos	36.589.836	Int. bancarios e impositivos y planes de pago
Entrada neta de efectivo	-27.617.528	Situación deficitaria

Fuente: elaboración propia.

La entrada neta de efectivo es negativa e indica déficit al cierre del ejercicio 2020. Se establece el riesgo de insolvencia y la necesidad de financiamiento externo para corregir esa tendencia antes de finalizar el ejercicio.

2° Acción: Pronóstico de ventas 2021.

Se plantea en la Tabla 17 la proyección de las ventas. Al no contar con las ventas del ejercicio 2019 desagregadas por trimestre, se asignó un valor promedio. La variación

interanual 2019/2020 se basa en datos del INDEC para el rubro de “Maquinarias y Equipos” que abarca la actividad de la empresa. La variación interanual 2020/2021 se estima en base al relevamiento de las expectativas de los empresarios del sector. Ningún informe presenta cifras estimadas para el año 2021. Según ADIMRA (2020), el 74% de los empresarios espera un nivel de actividad igual o mayor al del año 2020. Se plantea una recuperación interanual 2020/2021 moderada del 5%.

Tabla 17.
Pronóstico de ventas 2021

Concepto	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre	Total
Ventas 2019	82.214.412	82.214.412	82.214.412	82.214.412	328.857.648
Variación 2019/2020	-18%	-37%	-22%	17%	-15%
Ventas 2020	67.415.818	51.795.080	64.127.241	96.190.862	279.529.001
Variación 2020/2021	+5%	+40%	+5%	-15%	+5%
Ventas 2021	70.786.609	72.513.111	67.333.603	81.762.233	292.395.556

Fuente: elaboración propia.

Nota: las cifras de las ventas se expresan en moneda nacional (pesos argentinos).

3º Acción: Fuentes de financiamiento. Relevamiento.

Se relevaron las opciones vigentes para las cuales califica la empresa, abarcando al Estado nacional, el BCRA, la AFIP, el Consejo Federal de Inversiones, la Ley Pyme 25.300, el Estado provincial y los bancos comerciales. El estudio reveló lo evidente luego de varios meses de asistencia estatal. Las opciones se han restringido o bien se han reorientado a otros sectores. Mes a mes se actualizan montos, plazos y condiciones. Lo mismo sucede con la tasa de interés subsidiada por el Estado Nacional (TNA 24%), que se percibe pronta a desaparecer y empieza a recuperar los niveles previos a la pandemia.

Una opción muy utilizada por las empresas fue el descuento de cheques, a tasa subsidiada. Hoy, a septiembre 2020 ya no se ofrece más. La tasa actual para descuento de cheques de pago diferido de 120 a 150 días se ubica por arriba del 30% aproximadamente.

De las opciones para el pago de salarios, la empresa o bien no califica, o los montos son poco significativos comparados con la necesidad de fondos que tiene la empresa. También están disponibles opciones relacionadas con la postergación del pago de aportes, planes de pago de deudas impositivas, previsionales, sus intereses y multas, y otros regímenes similares por parte de AFIP. Alternativas que la empresa podría tener en cuenta como soporte para la cotidianidad. Por último, las opciones que ofrecen los bancos asociados a los paquetes, como descuento de facturas, descubierto en cuenta corriente, el

pago expreso de cupones; todas opciones un poco más costosas que no podrían solucionar el déficit de la empresa.

Por el monto del déficit, se estima la conveniencia de un crédito a largo plazo. A continuación, se presentan en la Tabla 18, tres líneas de financiamiento sobresalientes a las que la empresa podría acceder. Todas derivan del programa del Estado para la asistencia de las Pymes.

Tabla 18.
Líneas de financiamiento.

Condiciones	Banco BICE	Banco MACRO	Banco BNA
Monto límite	\$50 millones	Sin límite (sujeto a análisis crediticio)	2 ½ meses de venta promedio 2019 (\$ 68 millones)
TNA	24%	24%	24%
Comisión	0,6%	0,25%	0,25%
Amortización	Francés	Francés	Alemán
Plazo máximo	36 meses	18 meses	18 meses
Periodicidad	Mensual	Mensual	Mensual, trimestral o semestral
Meses de Gracia	Hasta 6 meses	No	No
Garantía	Aval de SGR	Aval de SGR	Aval de SGR

Fuente: elaboración propia.

Respecto de las garantías exigidas, para el plazo de hasta 18 meses se solicita aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). Son los bancos quienes en general realizan esa gestión. Las SGR tardan aproximadamente 10 días hábiles en resolver el aval. La documentación requerida incluye: balances y ventas de los últimos 2 o 3 ejercicios, proyección de las ventas y del flujo de fondos, contrato social, estatuto, Certificado Pyme y constancia de inscripción a Ingresos Brutos. Se presume que la empresa cuenta con toda la información requerida.

4° Acción: Fuentes de financiamiento. Análisis.

Se elaboran estados contables para comparar la aplicación de cada línea de crédito. Se presenta la información sintéticamente y luego se ampliará la línea de crédito seleccionada. Se establece para cada línea un plazo de 18 meses. Además, se presume que el crédito obtenido se comienza a abonar en diciembre de 2020. En el caso del crédito BICE, se presume un periodo de gracia de 6 meses sobre el capital.

El análisis inicia con la aplicación de cada línea de crédito en el flujo de efectivo. Si bien el déficit del ejercicio 2020 según la Tabla 16 es de \$27.617.528, se adicionan \$10 millones por la refinanciación de un crédito a largo plazo que tenía la empresa con el

ánimo de beneficiarse de la tasa subsidiada. En la Tabla 19 se exponen las tres opciones de financiamiento detallando para cada una, el monto a solicitar, los desembolsos y los saldos finales de efectivo.

Tabla 19.
Presupuesto de efectivo 2020/2021 con financiamiento.

	Dic. 2020	1º t. 2021	2º t. 2021	3º t. 2021	4º t. 2021
FINANCIACIÓN BICE					
Saldo inicial	(37.617.528)	8.542.588	13.976.768	14.526.373	14.410.171
+Préstamo	40.000.000	-	-	-	-
-Comisión	(240.000)	-	-	-	-
-Pago capital	-	-	(2.982.384)	(9.309.833)	(9.879.670)
-Pago intereses	(800.000)	(2.400.000)	(2.400.000)	(2.037.318)	(1.467.482)
Total desembolso	(800.000)	(2.400.000)	(5.382.384)	(11.347.152)	(11.347.152)
Saldo final	1.342.472	6.142.588	8.594.384	3.179.221	3.063.020
FINANCIACIÓN MACRO					
Saldo inicial	(37.617.528)	17.053.281	14.682.039	10.408.606	11.434.134
+Préstamo	51.000.000	-	-	-	-
-Comisión	(127.500)	-	-	-	-
-Pago capital	(2.381.807)	(7.435.068)	(7.890.154)	(8.373.095)	(8.885.595)
-Pago intereses	(1.020.000)	(2.770.353)	(2.315.268)	(1.832.327)	(1.319.827)
Total desembolso	(3.401.807)	(10.205.422)	(10.205.422)	(10.205.422)	(10.205.422)
Saldo final	9.853.165	6.847.860	4.476.618	203.185	1.228.713
FINANCIACIÓN BNA					
Saldo inicial	(37.617.528)	24.899.255	19.533.435	12.865.423	12.096.373
+Préstamo	60.000.000	-	-	-	-
-Comisión	(150.000)	-	-	-	-
-Pago capital	(3.333.333)	(10.000.000)	(10.000.000)	(10.000.000)	(10.000.000)
-Pago intereses	(1.200.000)	(3.200.000)	(2.600.000)	(2.000.000)	(1.400.000)
Total desembolso	(4.533.333)	(13.200.000)	(12.600.000)	(12.000.000)	(11.400.000)
Saldo final	17.699.139	11.699.255	6.933.435	865.423	693.373

Fuente: elaboración propia.

Nota: las cifras expresan montos en moneda nacional (pesos argentinos).

La principal diferencia entre las líneas está determinada por el sistema de amortización. Según los datos de la tabla anterior, se destaca el financiamiento con BICE. Por un lado, genera excedentes de efectivo aceptables y mejor distribuidos. En segundo lugar, permite reducir y diferir los desembolsos, lo cual se traduce como un menor costo financiero. La opción menos conveniente es la que ofrece BNA. El sistema de amortización alemán, implica que se eleve el monto del crédito a 60 millones para poder cubrir el déficit del ejercicio 2020 y mantener un flujo de efectivo positivo durante el año 2021.

Luego se analiza el impacto de cada línea de crédito en la rentabilidad. En la Tabla 20 se plantea un análisis vertical del Estado de Resultados del año base 2019, y los estados proyectados para 2020 y 2021, para cada línea de crédito.

Tabla 20.

Estados de Resultados 2020 y 2021, con financiamiento. Análisis vertical.

	2019	2020			2021		
		BICE	MACRO	BNA	BICE	MACRO	BNA
Ventas	100	100	100	100	100	100	100
-Costos	76	79,3	79,3	79,3	78,3	78,3	78,3
Resultado bruto	24	20,6	20,6	20,6	21,6	21,6	21,6
- Gastos	6	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6
Resultado operativo	18	14,1	14,1	14,1	15	15	15
- Resultado financiero	12	13,4	13,5	13,6	13,9	13,9	14,3
Resultado neto	6	0,6	0,6	0,5	1	1,1	0,7
- Impuesto a las ganancias	2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2
Resultado final	4	0,4	0,4	0,3	0,7	0,7	0,5

Fuente: elaboración propia.

Nota: las cifras expresan porcentajes.

En la tabla anterior se observan dos situaciones. Primero la reducción del resultado operativo en 2020 y 2021 debido al peso de los costos y gastos fijos de estructura ante la caída de las ventas. Luego el impacto de la línea de crédito. Si bien no se observan diferencias significativas entre las tres opciones porque todas comparten la misma tasa de interés, la del BICE presenta mejor resultado.

Por último se analiza la aplicación de cada línea de crédito en el balance. En la Tabla 21 se plantea un análisis vertical del Estado de Situación Patrimonial del año base 2019 y los estados proyectados 2020 y 2021, para cada línea de crédito.

Tabla 21.

Estado de Sit. Patrimonial 2020 y 2021, con financiamiento. Análisis vertical.

	2019	2020			2021		
		BICE	MACRO	BNA	BICE	MACRO	BNA
ACTIVO							
Activo corriente	78	84	84	85	83	83	83
Activo no corriente	22	16	16	15	17	17	17
TOTAL ACTIVO	100	100	100	100	100	100	100
PASIVO							
Pasivo corriente	63	57	55	53	57	57	57
Pasivo no corriente	5	15	18	21	8	8	8
TOTAL PASIVO	67	72	73	74	65	65	65
PATRIMONIO NETO	33	28	27	26	35	35	35
PASIVO + PATRIMONIO NETO	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: elaboración propia.

Nota: las cifras expresan porcentajes.

Si se observa el activo en la tabla anterior, se percibe el incremento del activo corriente producto del acrecentamiento en las *cuentas por cobrar*. Luego en el pasivo, el impacto de las líneas de crédito incrementa el pasivo no corriente. Como es preferible financiar el capital de trabajo con deuda a corto plazo, la opción más conveniente es el crédito BICE que minimiza el peso del uso de la deuda a largo plazo.

5° Acción: Fuente de financiamiento. Selección.

Del análisis anterior se desprende que la opción más conveniente es la ofrecida por Banco BICE. A continuación, se presenta la aplicación de la línea de crédito en los estados contables. En la Tabla 22 se puede observar las cifras del flujo de fondos proyectado. Se logra apreciar cómo se corrige el déficit en el ejercicio 2020 y como se mantiene un flujo de fondos positivo en cada trimestre del año 2021.

Tabla 22.

Presupuesto de Efectivo 2020 y 2021, con financiamiento BICE.

	Dic. 2020	1º T. 2021	2º T. 2021	3º T. 2021	4º T. 2021
Cobranzas					
Cuentas por cobrar inicial	137.024.020	185.714.399	174.947.867	164.790.689	152.805.451
+ Ventas	279.529.001	70.786.609	72.513.111	67.333.603	81.762.233
- Cobranzas	230.838.621	81.553.140	82.670.290	79.318.842	88.655.018
Cuentas por cobrar final	185.714.399	174.947.867	164.790.689	152.805.451	145.912.666
Pagos proveedores					
Cuentas por pagar inicial	115.346.795	111.137.028	103.814.332	96.990.698	88.669.878
+ Compras	123.031.111	31.155.820	31.915.718	29.636.023	35.986.600
- Pagos	127.240.878	38.478.515	38.739.351	37.956.844	40.136.684
Cuentas por pagar final	111.137.028	103.814.332	96.990.698	88.669.878	84.519.793
Tesorería					
Saldo inicial de efectivo	2.178.770	1.342.472	6.142.588	8.594.384	3.179.221
+Cobranzas	230.838.621	81.553.140	82.670.290	79.318.842	88.655.018
- Pagos	127.240.878	38.478.515	38.739.351	37.956.844	40.136.684
Saldo neto	105.776.513	44.417.097	50.073.527	49.956.382	51.697.555
- Otros costos de venta	84.627.715	24.415.005	24.596.631	24.051.752	25.569.630
- Gastos	12.176.490	3.312.045	3.352.668	3.230.798	3.570.295
- Pago de otras financiaciones	46.589.836	8.147.459	8.147.459	8.147.459	8.147.459
Entrada neta de efectivo	(37.617.528)	8.542.588	13.976.768	14.526.373	14.410.171
FINANCIACIÓN					
+Préstamo	40.000.000	-	-	-	-
-Comisión	(240.000)	-	-	-	-
-Pago capital	-	-	(2.982.384)	(9.309.833)	(9.879.670)
-Pago intereses	(800.000)	(2.400.000)	(2.400.000)	(2.037.318)	(1.467.482)
Total desembolso	(800.000)	(2.400.000)	(5.382.384)	(11.347.152)	(11.347.152)
Saldo final	1.342.472	6.142.588	8.594.384	3.179.221	3.063.020

Fuente: elaboración propia.

Nota: las cifras expresan montos en moneda nacional (pesos argentinos).

En la Tabla 23 se expone el Estado de Resultados 2019 con los estados proyectados para los ejercicios 2020 y 2021. Aquí se puede observar que los intereses del crédito tomado inciden mínimamente en el resultado financiero. También se advierte que, a pesar de que la rentabilidad ha disminuido por el peso de los costos fijos de estructura, el uso de la deuda permite un resultado final positivo.

Tabla 23.

Estados de Resultados 2019, 2020 y 2021 con financiamiento BICE.

	2019		2020		2021	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
Total ventas del ejercicio	328.857.648	100	279.529.001	100	292.395.556	100
- Costos de venta	146.596.294	45	124.606.850	45	130.342.430	45
- Otros costos de venta	102.468.794	31	97.279.470	35	98.633.019	35
Resultado bruto	79.792.560	24	57.642.681	21	63.420.107	21
- Gastos de administración	7.669.955	2	7.669.955	3	7.669.955	3
- Gastos de comercialización	11.558.455	4	10.571.882	4	11.861.197	4
Resultado operativo	60.564.149	18	39.400.843	14	43.888.955	14
- Resultado financiero	39.496.697	12	37.629.836	13	40.894.636	13
Resultado neto	21.067.452	6	1.771.007	1	2.994.319	1
+/- Otros ingresos y egresos	- 885.858	0	0	0	0	0
Resultado antes de IIGG.	20.181.594	6	1.771.007	1	2.994.319	1
- Impuesto a las ganancias	7.063.558	2	619.853	0	1.048.011	0
Resultado final	13.118.036	4	1.151.155	0	1.946.307	0

Fuente: elaboración propia.

Por último, en la Tabla 24 se expone el Estado de Situación Patrimonial 2019 con los estados proyectados para los ejercicios 2020 y 2021. Si bien se mantiene una relación positiva del capital de trabajo, se debe mejorar el uso de las cuentas por cobrar que son elevadas. Luego observando la relación deuda/capital, en el año 2020 la razón aumenta, pero luego en el 2021 retrocede a niveles similares al 2019.

Tabla 24.

Estados de Situación Patrimonial 2019, 2020 y 2021 con financiamiento BICE.

	2019		2020		2021	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
ACTIVO						
Activo corriente						
Caja y Bancos	2.178.770	1	1.342.472	1	3.063.020	1
Cuentas por cobrar	137.024.019	63	185.714.399	72	145.912.666	69
Bienes de cambio	30.910.950	14	29.335.211	11	27.686.941	13
Total activo corriente	170.113.740	78	216.392.082	84	176.662.627	83
Activos no corrientes						
Bienes de uso	44.894.286	21	38.828.939	15	32.763.592	15
Otros activos no corrientes	3.690.552	2	3.690.553	1	3.690.553	2
Total activos no corrientes	48.584.839	22	42.519.492	16	36.454.144	17
TOTAL ACTIVO	218.698.579	100	258.911.574	100	213.116.771	100

	2019		2020		2021	
	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%	Monto (\$)	%
PASIVO						
Pasivo corriente						
Cuentas por pagar	115.346.795	53	111.137.028	43	84.519.793	40
Remuneraciones y Cargas Sociales	13.612.500	6	13.612.500	5	13.612.500	6
Cargas fiscales	8.627.278	4	21.898.886	8	22.946.897	11
Total pasivo corriente	137.586.573	63	146.648.413	57	121.079.190	57
Pasivo no corriente						
Otros pasivos no corrientes	10.000.000	5	40.000.000	15	17.828.113	8
Total pasivo no corriente	10.000.000	5	40.000.000	15	17.828.113	8
TOTAL PASIVO	147.586.573	67	186.648.413	72	138.907.303	65
PATRIMONIO NETO	71.112.006	33	72.263.161	28	74.209.468	35
PASIVO + PATRIMONIO NETO	218.698.579	100	258.911.574	100	213.116.771	100

Fuente: elaboración propia.

Conclusiones

El ejercicio 2020 ha significado un desafío para las empresas. La emergencia sanitaria en el marco de la pandemia del Covid-19, profundizó la crisis económica imperante. Los empresarios manifestaron dificultades para hacer efectiva la cadena de pagos, acceder a financiación, abastecerse de insumos y cumplir con sus obligaciones.

El contexto analizado representa una amenaza para MAN-SER SRL. La empresa desarrolla su actividad en el sector industrial metalúrgico, uno de los más afectados. Con el objetivo de minimizar el impacto de la pandemia y asegurar la operatoria de la empresa en el corto plazo, se propuso diseñar un plan financiero.

La propuesta permitió medir el impacto en el capital de trabajo, determinar los requerimientos de activos y de fondos, y establecer una opción válida de financiamiento. Para lograrlo se valió de una visión integrada del conjunto de estados contables básicos la cual permitió detectar las debilidades y fortalezas de la empresa, facilitó la comprensión del problema y el arribo a la solución.

Es importante mencionar que la propuesta presenta también sus limitaciones. Al desconocer cuál fue el impacto real de la pandemia en el ejercicio económico 2020, se planteó un escenario en base a indicadores globales de la industria. Por otro lado, se realizaron supuestos respecto de los problemas en la cadena de pagos y de las ventas del ejercicio 2021. Si bien se apoyaron en datos recogidos de la industria, se deberían revisar a la luz de los números y de la realidad de la empresa. Por lo tanto, es recomendable minimizar la utilización de estimaciones y realizar supuestos con criterios más precisos en vistas de aumentar su confiabilidad. Razón por la cual, el plan presentado es más valioso por ofrecer una metodología que por la solución en sí misma.

La generación de la propuesta implica trabajo colaborativo en todo el proceso. Considerando que el contador de la empresa es un asesor externo, la comunicación fluida con la Gerencia y el área comercial toma mayor relevancia. Las decisiones de financiamiento deben responder al plan estratégico y a su vez, considerar la política comercial adoptada respecto del tratamiento de los créditos.

El desarrollo de este trabajo destaca la importancia de la administración del capital de trabajo. La gestión del efectivo, la liquidez, los créditos y el inventario, deben ser una tarea prioritaria en cualquier empresa. Es imprescindible comprender como se relacionan esos rubros con el riesgo y la rentabilidad, ya que le brindará al profesional contable las pautas para gestionar de manera exitosa la operatoria de la empresa.

Referencias

- Albornoz, C. (2014). *El ciclo operativo de la empresa en el mantenimiento del capital de trabajo, en las pymes industriales* (Tesis doctoral). UBA, Buenos Aires. Recuperada el 7/9/2020 de <https://bit.ly/2UWbQON>
- Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA). (2020a). *Informe especial sobre el impacto del COVID-19 en las empresas metalúrgicas*. Recuperado el 10/9/2020 de <https://bit.ly/36SvNeH>
- Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA). (2020b). *Boletín de Actividad. Actualidad de la Industria Metalúrgica. Septiembre de 2020*. Recuperado el 10/9/2020 de <https://bit.ly/3IMgLO0>
- López Dumrauf, G. (2001). *La estructura de capital óptima de la firma, implicancias para las decisiones de inversión y financiamiento* (Tesis doctoral). UBA, Buenos Aires. Recuperada el 6/9/2020 de <https://bit.ly/3kRwFoJ>
- López Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano*. (3^a ed.). Argentina, Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- Mejía Amaya, A. F. (2013). *La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo*. Revista Finanzas y Política Económica, 5 (2),141-160. Recuperado el 30/9/2020 de <https://bit.ly/2KeYniH>
- Pérez, J. O., Bertoni, M., Sattler, S. A. y Terreno, D. D. (2015). Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pymes latinoamericanas. *Cuadernos de Contabilidad*, 16 (40), 179-204. Recuperado el 30/8/2020 de <https://bit.ly/3kMHw3A>
- Ramírez-Herrera, L. M., & Palacín-Sánchez, M. J. (2019). *El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa*. Cuadernos de Economía, 37(73), 143-165. Recuperado el 01/10/200 de <https://bit.ly/330yf1s>
- Rivera, J. (2002). *Teoría sobre la estructura de capital*. Estudios gerenciales, 84. ICESI: Colombia. Recuperado el 06/10/2020 de <https://bit.ly/35O1INW>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. y Jordan, B. D. (2006). *Fundamentos de finanzas corporativas*. (7^a ed.). México, D. F.: McGraw Hill-Interamericana.
- Zambrano V., Sandra M. y Acuña C., Gustavo A. (2011). *Estructura de capital. Evolución teórica*. Criterio Libre, 9 (15), 81-102. Universidad Libre: Colombia. Recuperado el 30/9/2020 de <https://bit.ly/3pM79oz>