

El capital de trabajo en las PyMEs como restricción a su operatoria.

Working Capital in SMEs as a restriction to their operations.

Gabriel Rubén Feldman¹

Resumen

La gestión del capital de trabajo es esencial en toda actividad económica, cualquiera sea su tamaño o sector empresarial. Está vinculada a las decisiones operativas y de uso de estructuras ya definidas y es consecuencia del planeamiento estratégico de productos y condiciones comerciales y financieras. Si bien las investigaciones no son unívocas en cuanto a su impacto en la rentabilidad y valor, lo que puede concluirse es que la inversión en capital de trabajo es causa y consecuencia de diversos aspectos vinculados a la gestión financiera de empresas, particularmente PyMEs. El objetivo del presente artículo es analizar con herramientas cualitativas los factores que inciden en la composición del capital de trabajo de estas empresas con el fin de obtener pautas y recomendaciones aplicables para casos similares.

Palabras clave: capital de trabajo; PyME; riesgo; gestión financiera; herramientas cualitativas.

Abstract

Working capital management is essential in any activity, whatever its size or business sector. It is linked to operational decisions, and is a consequence of the strategic planning of products and commercial and financial conditions. Although the investigations are not univocal in terms of the impact on profitability and value, what can be concluded is that investment in working capital is the cause and consequence of various aspects related to the financial management of companies, particularly SMEs. The objective is to analyze, with qualitative tools, the factors that affect the composition of the working capital of these companies in order to obtain guidelines and recommendations.

Keywords: working capital; SMEs; risk; financial management; qualitative tools.

Recibido: julio 2018. **Aceptado:** noviembre 2018

¹ Doctorando en Ciencias Económicas (UBA). Magister en Disciplinas Bancarias (UNLP). Contador público nacional (UNT). Actualmente, integra la Comisión Directiva de SADAF (Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera). Director del posgrado Especialización en Finanzas (UNT). Investigador CIUNT. Profesor titular de Finanzas de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas (UNT). Argentina. E-mail: gfeldman@herrera.unt.edu.ar.

INTRODUCCIÓN

La administración financiera se enfoca en la toma de decisiones con el fin de contribuir al logro del objetivo organizacional de maximización del valor. Actualmente, hay consenso en que dicho objetivo se alcanza incrementando el valor para los accionistas, el cual está representado por el precio de mercado de las acciones de la empresa y, a su vez, es consecuencia de decisiones relacionadas con la inversión y financiación (Berk, 2008; Brealey, 2015; Albornoz, 2017). Dicha maximización debería ser sustentable en el largo plazo ya que constituye un ejercicio desarrollado en un entorno incierto, con información asimétrica y cuyo valor presente se refiere a magnitudes objetivas y transparentes que son determinadas por el mercado (Alonso Bafico, Quiroga y Salvatierra, 2017).

Estas decisiones pueden vincularse a cuestiones estructurales de la empresa, enmarcadas en su política de largo plazo, o referirse a activos y pasivos de corta duración que, por lo tanto, pueden ser modificados con mayor facilidad (Brealey, Myers y Marcus, 2007). Los aspectos estructurales marcan la faz estratégica de la planificación financiera, estableciendo los grandes parámetros o políticas de inversión y financiamiento. Por su parte, la administración del capital de trabajo se considera entre las decisiones tácticas referidas a cómo usar las estructuras operativas y financieras ya determinadas y emplearlas eficientemente (Aire, 2017).

Por definición, el capital de trabajo es el excedente de activos circulantes sobre pasivos circulantes, por lo tanto, es financiado por pasivo de largo plazo y por capital propio. En la literatura y en la práctica recibe distintas denominaciones que se utilizan en forma indistinta: capital circulante, fondo de maniobra, capital corriente y capital de giro, aunque existen algunas diferencias entre estas.

El concepto de liquidez en administración financiera hace referencia a la posibilidad de conversión en efectivo en forma rápida y sin pérdida significativa de valor. Los componentes del capital de trabajo se ajustan a esta con-

dición, ya que están formados por los rubros disponibilidades, cuentas por cobrar e inventarios, así como las deudas comerciales, dado que son exigibles en el corto plazo. El requerimiento de capital de trabajo puede variar de empresa a empresa dependiendo de sus ventas, escala de operación, términos del crédito, política productiva, estacionalidad y proceso productivo (Niyibizi, 2013).

Si bien las reglas generales para la toma de decisiones financieras son también aplicables a estos componentes, corresponde mencionar aspectos que reflejan sus características únicas.

En primer lugar, aunque la cantidad de inversión en cualquier activo corriente varía en forma diaria, se utiliza para su análisis la cantidad promedio sobre el período de tiempo, lo que simplifica considerablemente la evaluación. En segundo lugar, tanto el promedio como el tipo de activo corriente que se mantienen son variables importantes de decisión. Por consiguiente, la inversión en activos corrientes requiere evaluar un gran número de oportunidades de inversión que se excluyen mutuamente. Por último, “es un capital que se transforma de modo permanente siempre está mutando a medida que la firma compra activos y los aplica al proceso productivo, a la vez que toma nuevas deudas y cancela otras” (López Dumrauf, 2013, p. 548).

Esta última característica motiva que el análisis de la inversión en capital de trabajo se realice por su importe neto, es decir, deduciendo los pasivos de corto plazo de los activos de corto plazo. Independientemente, cada rubro que lo compone es materia de análisis con metodologías *ad hoc* que no son objeto de este trabajo.

Dado que la actividad comercial se torna cada día más competitiva, los empresarios deberán tomar medidas estratégicas y financieras a fin de optimizar su modelo de negocio. En este sentido, el administrador de empresa deberá comprender las interacciones resultantes de la gestión del capital de trabajo y las mejores prácticas desarrolladas por las compañías, a efectos de mantener la competitividad en el mercado.

JUSTIFICACIÓN

Si bien las investigaciones académicas relacionadas con el capital de trabajo son tan antiguas como la economía en sí misma, solo publicaciones recientes comenzaron a discutir su vinculación con el sector PyME (Batista Russo, 2013).

Una de las cuestiones que se analiza es la restricción de las PyMEs en el acceso al financiamiento de largo plazo y al mercado de capitales, por lo que el análisis de la relación riesgo-rendimiento relacionado con los niveles de inversión y forma de financiamiento toma mayor relevancia para empresas de este segmento que para aquellas de mayor envergadura.

Dado que la gestión eficiente del capital de trabajo es clave para la sostenibilidad de cualquier negocio, y más aún en el sector PyME, se enfatiza en las interacciones de variables estratégicas y cualitativas, considerando conjuntamente los modelos tradicionales de gestión del capital de trabajo.

El principal aporte que efectúa el presente trabajo radica en interrelacionar variables en forma crítica, vincularlas a las teorías financieras aplicando herramientas cualitativas innovadoras y evaluar el rol que desempeñan los *stakeholders*.

PROBLEMA A INVESTIGAR

Se pretende investigar cuáles son las variables más relevantes para analizar la inversión de capital de trabajo en PyMEs, y qué características operativas y estratégicas de dichas empresas condicionan tal análisis.

METODOLOGÍA

Dado el enfoque metodológico de tipo cualitativo que se emplea, se utilizan técnicas acordes a tal objetivo: el método de espina de pescado o diagrama de Ishikawa (Ishikawa, 1985) y el método de diagrama corbatín o *bow tie* (Chapman, 2016). Dichos métodos son utilizados para identificar las causas y efectos de los riesgos, en fase de análisis y se basan en el trabajo de expertos, conocido como método Delphi (Reguant Álvarez y Torrado Fonseca,

2016). Pueden ser empleados no solo para un diagnóstico de situación en un marco académico, sino también como instrumentos de gestión organizacional.

El primer método permite profundizar la comprensión de las causas que generan un problema específico al agruparlas en categorías con el fin de clasificar las fuentes de variación. Por otra parte, el segundo método posibilita una clara diferenciación entre administración de riesgo proactiva y reactiva, lo que facilita apreciar en una sola imagen una visión global de los escenarios posibles.

La investigación se orienta a PyMEs comerciales argentinas del rubro calzados, aunque corresponde destacar que el esquema de análisis es transversalmente asimilable a otros sectores económicos. La metodología aplicada para este propósito es una revisión crítica de literatura complementada con entrevistas *in situ* a empresarios del sector.

MARCO TEÓRICO

Características financieras de las PyMEs

Las PyMEs constituyen la fuerza más dinámica como agente de crecimiento de las economías locales y el desarrollo de una nación. Según los informes mensuales de julio a septiembre de 2018 de la Comisión Nacional de Valores, “los instrumentos PyME siguen siendo los más dinámicos del mercado”, y acaparan entre el 41% y el 52% del financiamiento, con variaciones interanuales positivas de hasta 118% en cheques de pago diferido y 103% en pagarés.

Los gobiernos, en colaboración con organismos sectoriales, las han sostenido a través de los años como parte de iniciativas orientadas a la mitigación de la pobreza, crecimiento rural, creación de riqueza y empleo (Ndagijimana, 2014). Parece existir consenso entre la literatura especializada y distintos organismos de diversos países, en que los criterios comunes en la definición atienden al número de empleados y al volumen de ventas. Una definición de PyME es la que sintetizan Cardozo, Velasquez de Naime y Rodríguez Monroy (2012) donde

expresan que es una unidad económica, dirigida por su propietario de forma personalizada y autónoma, de pequeña dimensión en cuanto a número de trabajadores y cobertura de mercado.

En Argentina, las PyMEs representan el 99% de las empresas, aportan el 45% del producto bruto interno y emplean el 60% de los trabajadores (Guercio, Martínez y Vigier, 2017). Si bien los aspectos contables en cada legislación dependen del tipo societario adoptado, las PyMEs normalmente asumen estructuras societarias simples y, por lo tanto, están menos sujetas a contralor en comparación con las grandes organizaciones (Kocmanova, 2014).

Dichas empresas presentan características distintivas, en relación con su inversión en capital de trabajo, que las hacen particularmente sensibles al riesgo. Por el lado del activo, se afirma que “en numerosas empresas y especialmente en el caso de las PyMEs, los activos corrientes representan la mayor parte de sus activos totales” (Aire, 2017, p. 673). Mientras que, por el lado del pasivo, según la opinión de Gillieri (2017, p. 712):

“Si la empresa no puede generar los fondos suficientes para operar normalmente, se financiará con un elevado apalancamiento, lo que desplaza el control financiero fuera de la misma y si la realidad ambiental opera en contra de ella, todos tratarán de salvar sus fondos y presionarán sin importar su supervivencia”.

Un contexto económico inestable, con alta inflación y altas tasas de interés como las actuales en Argentina atentan en el financiamiento, en general, y del capital de trabajo, en particular. Algunos investigadores enfatizan que la optimización de la gestión del capital de trabajo es importante para que las empresas neutralicen los efectos de las turbulencias financieras (Matadeen, 2014).

Cada organización define dos aspectos en relación con su inversión en capital de trabajo: el nivel y la forma de financiamiento. Estos aspectos condicionan la posición de riesgo-rendimiento que asumirá en la administración del

capital de trabajo: agresiva, conservadora o media. Mientras mayor sea la inversión, menor será el riesgo de quedarse sin *stocks*, pero menor será la rentabilidad por el costo de oportunidad del capital invertido. A su vez, mientras más largo sea el plazo de financiamiento, menor será el riesgo de no obtener renovación, pero mayor será la tasa de la deuda.

Las PyMEs, por sus características particulares, requerirán mayores niveles de inversión en capital de trabajo, lo que condiciona de este modo, su rentabilidad y, a la vez, se ven forzadas a extender los plazos de financiamiento, también en desmedro de la rentabilidad. La doctrina financiera (Block, 2013; Brealey, 2007; López Dumrauf, 2013; entre otros) describe como conservadora a la política de alta inversión en capital de trabajo y elevado financiamiento a largo plazo. La posición opuesta, denominada agresiva, contempla un bajo nivel de inversión y un financiamiento basado principalmente en endeudamiento de corto plazo.

Por otro lado, el componente inflacionario erosiona la inversión en capital de trabajo, cuyo impacto es diferencial en cada uno de sus componentes. El inventario incrementa su valor nominal, lo que produce un incremento patrimonial, pero no implica la generación de recursos líquidos para afrontar la necesidad de financiamiento adicional. “La inflación encubiertamente transfiere ingresos y riqueza de acreedores a deudores, despoja a acreedores de una parte significativa de sus ahorros y enriquece a los deudores en el proceso” (Zingwiro, 2006, p.17).

Al concentrar su activo en capital de trabajo, las PyMEs son más flexibles para adaptarse a cambios del entorno respecto de las grandes empresas que cuentan con más activos fijos y, por lo tanto, mayor apalancamiento operativo, dependiendo del tipo de actividad en que se desarrolle la firma y la forma de sus estructuras. Según Rubio (2008, p. 114):

“La competitividad se ha asociado positivamente al tamaño, justificada por los beneficios que representan en las empresas de mayor tamaño las economías de escala, el mayor poder de negociación frente a los agentes externos, la mayor solidez de

las estructuras financieras, o la mayor facilidad de acceso a los mercados internacionales, entre otras cuestiones. Sin embargo, es posible también encontrar la tesis opuesta, la mayor proximidad al mercado, la cultura de confianza y compromiso, la flexibilidad y el gran dinamismo permite que las organizaciones pequeñas puedan obtener ventajas competitivas sobre las grandes”.

Tanto un nivel excesivo, un financiamiento inapropiado o una composición inadecuada del capital de trabajo será perjudicial para la competitividad de una PyME, por lo que cada indicador debe mantenerse en su medida apropiada. El objetivo empresarial es posicionarse en el nivel óptimo de inversión y forma de financiamiento acorde al perfil de riesgo de la organización.

Investigaciones previas

Los diversos trabajos académicos desarrollados sobre la temática de estudio, algunos de los cuales se citan a continuación, concluyen mayoritariamente en la existencia de vinculación entre los resultados empresariales y la gestión del capital de trabajo en PyMEs. Indican también que las variables están sujetas a una permanente interacción y mutación, producto de las características propias del capital de trabajo, lo que conduce a la imposibilidad de una recomendación unívoca como pauta de gestión.

Gul et al. (2013) tomaron una muestra de PyMEs paquistaníes y aplicaron la técnica de datos de panel para estudiar la influencia del capital de trabajo sobre su rentabilidad, en el período 2006-2012. Los resultados sugieren que el número de días de las cuentas por pagar tiene una relación positiva con la rentabilidad, mientras que, para el plazo de cobranza, rotación de inventario y ciclo de conversión de caja, la relación es inversa. La investigación también incluyó las variables tamaño organizacional, crecimiento y *leverage*, en relación con la rentabilidad. El resultado tuvo signo positivo para las dos primeras variables y negativo en el caso de la última.

Asimismo, Dedunu (2017) desarrolló un estudio basado en encuestas a 147 PyMEs de Sri Lanka, utilizando como variable independiente el capital de trabajo y como variable dependiente la rentabilidad. El capital de trabajo fue medido por el ciclo de conversión de caja y sus componentes: período medio de inventario, período medio de cobro y período medio de pago. La información se procesó con el *soft* estadístico SPSS, y las variables de control fueron el apalancamiento y el crecimiento. El estudio concluyó una relación significativa positiva entre el ciclo de conversión de caja y la rentabilidad.

Herramientas de evaluación financiera y su aplicación en PyMEs

El ciclo de conversión de caja o ciclo de tesorería indica el tiempo que transcurre entre la compra de la materia prima y la cobranza del producto vendido, por lo que es un indicador que mide la eficiencia de la gestión del capital de trabajo. Es de esperar que, a menor ciclo de conversión de caja, mayor sea la rentabilidad y viceversa (Gul et al., 2013). El tipo de empresa influye en la composición y el riesgo del capital de trabajo, pero a su vez este condiciona la operatoria de la organización. Una empresa grande tiene mayor poder de negociación con clientes y proveedores y, por lo tanto, acorta el ciclo de conversión de caja. A su vez, esta empresa podrá ser más eficiente que la PyME en su gestión del capital de trabajo, reduciendo el nivel de inversión y, por lo tanto, maximizando rentabilidad, dada su mayor certidumbre para renovación del financiamiento de corto plazo (García Teruel, 2007).

Por otro lado, un gran número de factores afectan los requerimientos de capital de trabajo, en diferente sentido (Matadeen, 2014):

- *Leverage*: acorde a la teoría de la Jerarquía Financiera o *Pecking order theory*, la empresa prefiere la utilización de recursos internos para financiarse, y cuando estos son insuficientes, recurre a deuda y por último a acciones (Brealey et al., 2007). En base a dicho criterio, el requerimiento de capital de trabajo estaría influenciado por la propia generación de flujos de caja en

años previos. Esta teoría se fundamenta en la información asimétrica, al asumir que la empresa cuenta con mayor información que los *stakeholders* externos y, por lo tanto, la emisión de acciones puede ser una mala señal bajo estas condiciones. Tal como se mencionó, las PyMEs normalmente no están obligadas a cumplir normas contables y de información, debido al tipo societario que adoptan. Este factor potencia la asimetría informativa que, a su vez, limita aún más su acceso al financiamiento. El efecto neto combina el menor costo proveniente del autofinanciamiento, con la mayor tasa de interés de la deuda resultante de la información asimétrica.

- Oportunidades de crecimiento: el crecimiento esperado de las ventas tiene influencia positiva en el capital de trabajo, lo que motiva que la empresa anticipe la inversión en inventario en pos del crecimiento futuro de ventas. Si bien la expectativa de crecimiento es inherente a la actitud emprendedora, el acceso al financiamiento de proveedores es un limitante. De todos modos, el hecho de contar con más *stock* potencia la faz comercial, que compensa el costo de capital adicional. En un contexto de alta inflación, también las tasas de interés son elevadas y, en consecuencia, el costo de oportunidad del capital invertido. En esta situación, el empresario se ve obligado a asumir la actitud agresiva de inversión en capital de trabajo, a fin de destinar a inversiones financieras temporales el excedente de liquidez.
- Tamaño: proporcionalmente, el promedio de activos corrientes de compañías chicas es mayor que el de las grandes empresas. Dada su restricción para acceder al financiamiento y al mercado de capitales, la tenencia de activos líquidos en PyMEs es altamente valorada para satisfacer las operaciones diarias y situaciones de emergencia (Sabri, 2012). Consecuentemente, mantienen un nivel de capital de trabajo permanente superior, lo que implica costo de oportunidad como efecto negativo y

posibilidades comerciales que mitigan tal efecto.

- Antigüedad: el enfoque del ciclo de crecimiento de Berguer y Udell (1998) afirma que la estructura financiera de la empresa se va modificando con su dimensión y antigüedad. De este modo, cuando las PyMEs son jóvenes y/o pequeñas, son menos transparentes en cuanto a información financiera, lo cual las lleva a financiarse con recursos propios o provenientes de familiares y amigos. Cuando la empresa comienza a crecer, se financia con instituciones de capital de riesgo y luego en el mercado de deuda y/o ampliación de capital (Guercio et al., 2017).

La menor vida promedio obstaculiza tanto la cuantía como las condiciones del financiamiento respecto de organizaciones de mayor envergadura.

- Activos fijos: en presencia de limitaciones crediticias, la asignación de fondos al capital de trabajo compite con las necesidades de inversión en activos fijos. La restricción presupuestaria habitualmente limita los activos de capital de las empresas chicas.
- Rentabilidad: acorde a la teoría del equilibrio (Brealey et al., 2007), empresas con mayor rentabilidad del activo tendrán ratios de endeudamiento elevados, lo que es característico de grandes organizaciones, pero no del sector PyME. Por otro lado, la misma teoría plantea la cantidad óptima de endeudamiento en base a la relación de ahorros fiscales (*tax shield* – escudo fiscal) y costos de insolvencia (*financial distress*), configurando el renombrado *trade off* rango óptimo que permite minimizar el costo de capital y, por ende, maximizar el valor. En este sentido, la situación particular de solvencia o insolvencia de cada PyME incidirá en la pauta de apalancamiento. Basada en esta teoría, una PyME con solvencia financiera puede asumir *leverage* en condiciones convenientes mientras no destruya valor.

APLICACIÓN DE HERRAMIENTAS CUALITATIVAS DE ANÁLISIS

El método de espina de pescado es también conocido como diagrama de causa-efecto o diagrama de Ishikawa. Es utilizado para identificar causa y efecto del riesgo en fase de análisis y no en fase de resolución de problemas. La espina de pescado se origina a través del evento de riesgo, de las causas que lo motivan. El objetivo del análisis es identificar las causas a través de la segmentación de los factores de riesgo. Es decir, es una forma de agrupar las diferentes causas a través del contexto interno (procesos, recursos humanos, tecnología o infraestructura) y externo (político, económico,

social o competencia). En el esquema 1 se ilustra este enfoque, aplicado al sector PyME comercial del rubro calzado, en el mercado argentino.

Una vez elaborado el análisis de espina de pescado, el siguiente paso en la empresa es proceder a evaluar sus Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) con miras al diseño de la estrategia para mitigar las situaciones de debilidad y potenciar las oportunidades detectadas. Es así como el análisis FODA (Otero y Gache, 2006) se plasma en la matriz FO-DO-FA-DA que integra la situación con la estrategia para lograr la solución, lo cual se ilustra en el cuadro 1.

Cuadro 1. Matriz FO-DO-FA-DA

CUESTIONES EXTERNAS	CUESTIONES INTERNAS	
	Fortalezas	Debilidades
Oportunidades	FO Estrategias que utilizan las fortalezas para maximizar las oportunidades	DO Estrategias para minimizar debilidades, aprovechando las oportunidades
Amenazas	FA Estrategias que utilizan las fortalezas para minimizar amenazas	DA Estrategias para minimizar debilidades, evitando las amenazas

Fuente: elaboración propia.

En el caso de las PyMEs comerciales del rubro calzado, perteneciente a la economía argentina, la enunciación del cuadro 2 sintetiza el contexto actual.

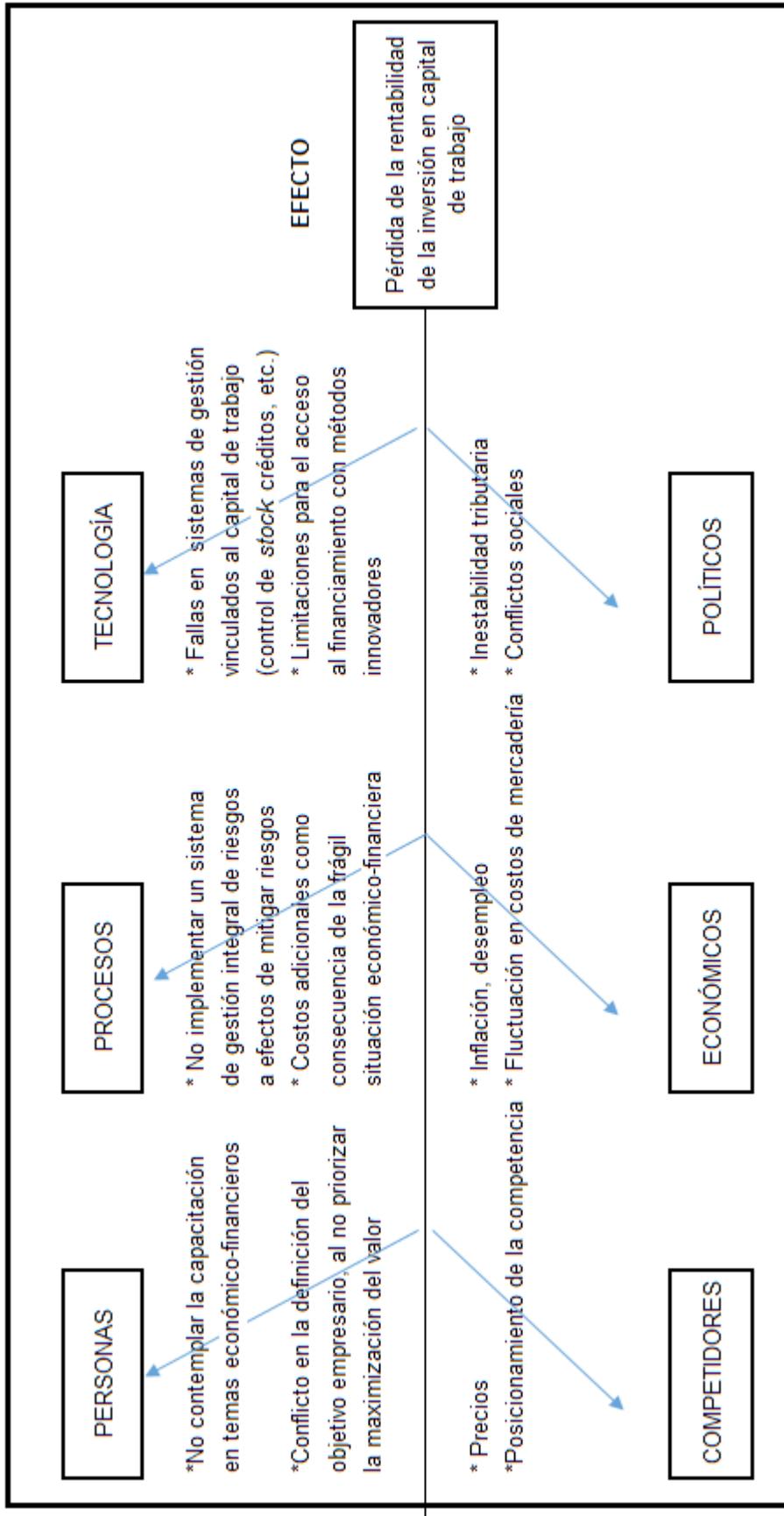
Por otra parte el *Diagrama Corbatín* o *Bow Tie* ayuda a identificar causas y efectos, por lo que se precisa tener en mente los eventos de riesgo a evaluar. A través de este esquema, se plantea qué puede ocurrir, es decir, cuáles son los eventos de riesgo para que se pueda cumplir el objetivo o que se produzca un desvío respecto de los resultados esperados.

El propósito del método es combinar la causa, o árbol de fallos, y la consecuencia, o árbol de eventos. La aplicación del diagrama al ejemplo trabajado se ilustra en el cuadro 3.

Los controles preventivos corresponden a acciones proactivas que implican anticiparse al evento, mientras que los controles mitigantes corresponden a acciones reactivas de gestión de riesgos.

Las herramientas cualitativas presentadas, enmarcadas en el concepto de gestión integral de riesgos, se basan en el trabajo de expertos

Esquema 1. Espina de Pescado



Fuente: elaboración propia.

Cuadro 2. Análisis FODA sector PyME, rubro calzado

FACTORES INTERNOS	
<p>DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> * Falta de personal administrativo * Crecimiento sin dirección * Excesiva diversificación * Control no planificado * Falta de impulso corporativo al no poseer una meta * Falta de control corporativo por escasez de recursos humanos 	<p>FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> * Variedad de productos * Habilidades de <i>marketing</i> de los dueños * Capacidad de adaptarse a cambios estratégicos * Eficiencia en la estructura de costos
FACTORES EXTERNOS	
<p>OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> * Introducción a nuevos segmentos de mercado * Cobertura de territorios provinciales/nacionales * Aplicación de habilidades de innovación * Ampliación del capital de marca en otras áreas 	<p>AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> * Ataque al negocio principal por normas impositivas * Incremento de la competencia * Cambios en los gustos del consumidor * Inestabilidad económica generalizada

Fuente: elaboración propia.

conocido como método Delphi, y en este caso fueron elaboradas en base a revisión bibliográfica y entrevistas a empresarios del sector minorista de la industria del calzado. A partir de la experiencia recabada, es posible concluir que pueden ser empleadas no solo para un diagnóstico académico de la situación, sino también como instrumentos de gestión organizacional.

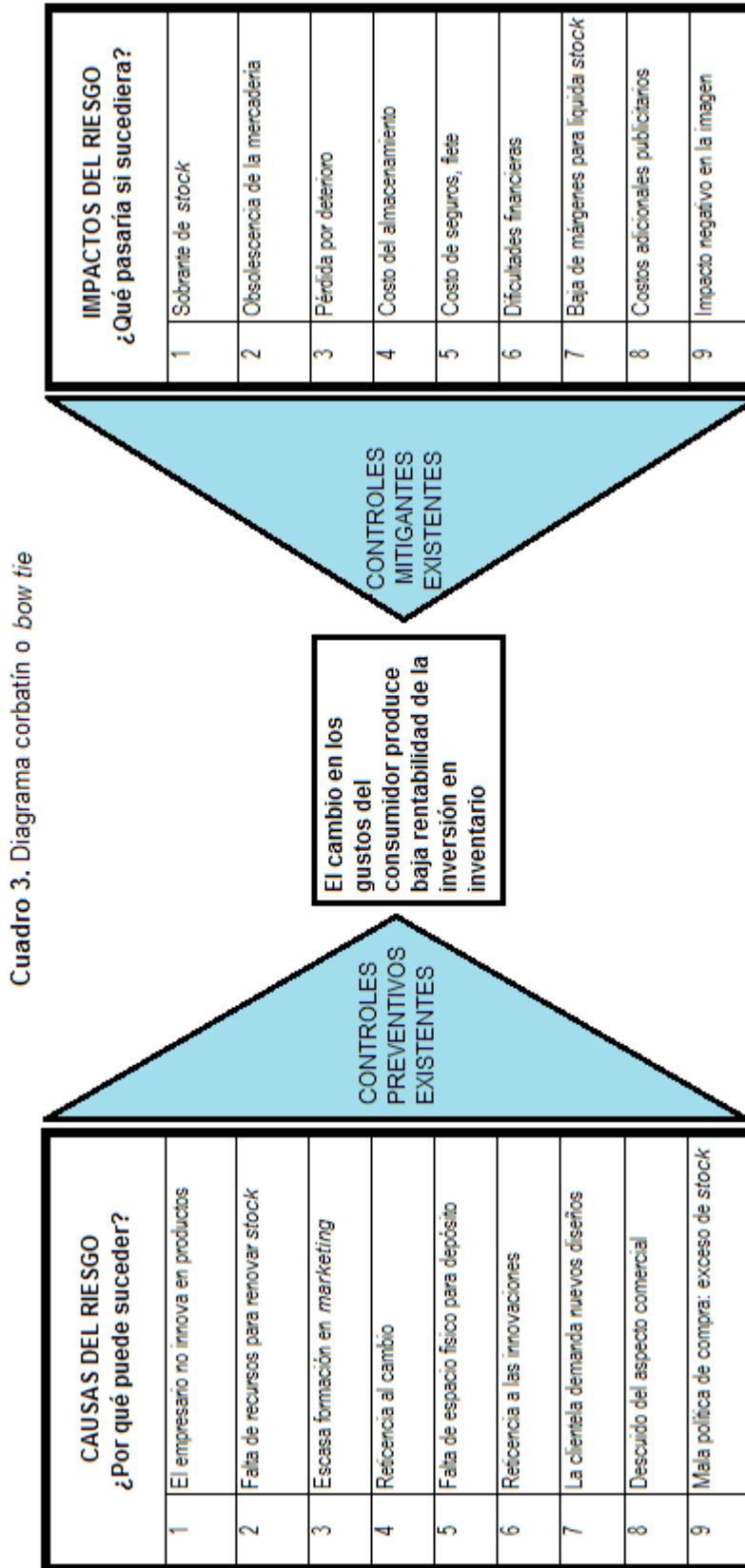
CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES

Las características propias de las PyMEs influyen en la gestión del capital de trabajo y, a la vez, este repercute en la rentabilidad y el valor de la empresa, de acuerdo con estudios realizados en el exterior. Pero ello no implica que se observe una pauta unívoca recomendable, por

lo que el grado de aversión o apetito al riesgo definirá el nivel de compensación elegido.

Como medida para potenciar esta clase de firmas, que pueden ser de distintos sectores económicos, se propone desarrollar esquemas de capacitación en administración financiera, técnica y gestión, así como soporte crediticio, marco legal, esquema regulatorio e impositivo, acompañado de servicios financieros. Dada la evolución de las herramientas tecnológicas en los últimos tiempos, resulta imprescindible que las PyMEs informaticen su gestión de *stock*, procesos crediticios y administración de pagos en pos de la eficiencia y competitividad.

En este contexto, resulta apropiado el proyecto de ley de Financiamiento Producti-



Fuente: elaboración propia.

vo en Argentina, el que permitirá, entre otras medidas, convertir la factura emitida por una PyME a una empresa grande en un valor negociable que se comercializará en el Mercado de Valores. El objetivo es dotar de dinamismo y rotación al capital de trabajo de las PyMEs, lo que les permitirá acceder a créditos a tasas más competitivas.

El contexto de riesgos actual se caracteriza por la interconexión de variables, lo que quedó evidenciado en el artículo, y su tratamiento a modo preventivo y de mitigación requiere del aporte de herramientas cualitativas que apoyen la gestión.

En el esquema actual de análisis de la gestión del capital de trabajo en PyMEs, se observa la incorporación de una cantidad creciente de variables estratégicas que contemplan el interés de diversas partes interesadas o *stakeholders*, las cuales ejercen fuerzas en ocasiones contrapuestas respecto al riesgo de la empresa, y condicionan la gestión del administrador financiero.

A la vez, el capital de trabajo constituye una parte fundamental, en especial en las PyMEs, como componente de la función financiera, que agrupa las decisiones básicas de inversión y financiación. En el artículo se describen múltiples efectos de diversas variables que inciden en la gestión del capital de trabajo y cuyo impacto conjunto sobre el valor de la empresa debe ser contemplado acorde a la premisa básica de la administración financiera, orientado a la maximización del valor empresarial.

El presente trabajo lleva a la conclusión de que la compensación de efectos positivos y negativos resultantes de la política financiera elegida por cada PyME, está sujeta a consideraciones que varían acorde a la envergadura empresarial. Paralelamente de los hallazgos, se concluye que las herramientas de análisis empleadas también pueden ser aplicadas por las organizaciones en su gestión de riesgos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aire, C., Alonso Bafico, E. (2017). Decisiones y acciones tácticas: capital de trabajo. En Albornoz, C., y Tapia, G. (Coord.).
- Tratado de finanzas. Negocios, empresas y organizaciones*. Tomo I, pp. 671-717. Buenos Aires, Argentina: Thomson Reuters, La ley.
- Albornoz, C. (2017). La función financiera. En Albornoz, C., y Tapia, G. (Coord.). *Tratado de finanzas. Negocios, empresas y organizaciones*. Tomo I, pp.5-24. Buenos Aires, Argentina: Thomson Reuters, La ley.
- Alonso Bafico, H., Quiroga, J. y Salvatierra, E. (2017). *El objetivo empresario*. La Plata, Argentina: Ediciones Haber.
- Batista Russo, J. (2013). *The working capital management: the determinants and the effects on profitability: evidence from Portuguese SMES*. (Tesis de posgrado). ISCTE Business School. Portugal: Instituto Universitario de Lisboa.
- Berger, A. y Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22, 613-673.
- Berk, J. y De Marzo, P. (2008). *Finanzas corporativas*. México: Pearson Educación.
- Block, S., Hirt, G. y Danielsen, B. (2013). *Fundamentos de administración financiera*. México: Mc Graw Hill.
- Brealey, R., Myers, S., y Marcus, A. (2007). *Fundamentos de finanzas corporativas*. Madrid, España: Mc Graw Hill.
- Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2015). *Principios de Finanzas Corporativas*. México: Mc Graw Hill
- Cardozo E., Velasquez de Naime Y. y Rodríguez Monroy C. (2012). El concepto y la clasificación de PYME en América Latina. *Global Conference on Business and Finance*. San José, Costa Rica.
- Chapman, R. (2016). Securing participation in project risk management through the use of visual aids: The Bow Tie Method. *PM World Journal*. 5 (4), 1-6.
- Comisión Nacional de Valores (2018), *Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales*. Junio a septiembre de 2018. Argentina

- Dedunu, H. (2017). Working capital management impact on SMEs profitability. *International Research Journal of Management and Commerce*. 4 (9), 52-62.
- García-Teruel, P. y Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*. 3 (2), 164-177.
- Gillieri, R. (2017). Finanzas para PyME. Aspectos generales y sus problemas. En Albornoz, C., y Tapia, G. (Coord.). *Tratado de finanzas. Negocios, empresas y organizaciones* (Tomo II, pp. 693-720). Buenos Aires, Argentina: Thomson Reuters, La ley.
- Guercio, M., Martínez, L., Vigier, H. (2017). Las limitaciones al financiamiento bancario de las PyMEs de alta tecnología. *Estudios Gerenciales*. 33. 3-12. <http://dx.doi.org/10.1016/j.estger.2017.02.001>
- Gul, S., Bilal Khan, M., Ur Rehman, S., Tauseef Khan, M., Khan, M., y Khan, W. (2013). Working capital management and performance of SME sector. *European Journal of Business and Management*, 5 (1), 60-69.
- Ishikawa, K. (1985). *What is total quality control?: The Japanese Way*. EE.UU.: Prentice Hall.
- Kocmanova, S., Kubickova, D. y Jindrichovska, I. (2014). Working capital management in Czech Smes: Introduction. *The 8th International Days of Statistics and Economics*. Praga, República Checa.
- López Dumrauf, G. (2013). *Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires, Argentina: Alfaomega.
- Matadeen, J. y Aukahorjee, S. (2014). Working capital management of SMEs in Mauritius. *The Business & Management Review*, 4 (4), pp. 228-247.
- Niyibizi, F.X. (2013). Working capital management: foundation of strategic competitiveness of SMEs in Rwanda. *European Scientific Journal*. .9 (34), pp.177-191.
- Ndagijimana, J. y Okech, T. (2014). Determinants of working capital management practices in small and medium enterprises in Nairobi. *International Journal of Business and Social Science*. 5 (12), pp. 160-164.
- Otero, D. y Gache, F. (2006). Evoluciones dinámicas en el diagrama FODA. *Revista Científica "Visión de Futuro"*. 6 (2).
- Proyecto de Ley de Financiamiento Productivo (13 de noviembre de 2017). *Parlamentario.com*. Buenos Aires, Argentina. Recuperado de: http://www.parlamentario.com/db/000/000537_financiamiento_productivo.pdf
- Reguant-Álvarez, M. y Torrado-Fonseca, M. (2016). El Método Delphi. *Revista de Innovació i Riccerca en Educació, Universitat de Barcelona*. 9 (1), pp.87-102.
- Rubio, A. y Aragón. A. (2008). Recursos estratégicos en las Pymes. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. 17 (1), pp.103-126.
- Sabri, T. (2012). The impact of working capital on the value of the company in light of differing size, growth, and debt. *BEH - Business and Economic Horizons*. 7 (1), pp. 27-41.
- Zingwiro, P.T. (2006). *Working capital management in hyper-inflationary economies: a case of Zimbabwe*. (Tesis de posgrado). Graduate School of Business, Faculty of Management. University of Kwa-Zulu Natal, Sudáfrica.

Este documento se encuentra disponible en línea para su descarga en: <http://ppct.caicyt.gov.ar/rain/article/view/v4n2a04>
ISSN 2422-7609 eISSN 2422-5282 – Escuela Argentina de Negocios . Este es un artículo de Acceso Abierto bajo la licencia CC BY-NC-SA
(<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)

