

INVERSIÓN, FINANCIAMIENTO Y NIVEL DE ACTIVIDAD

Aldo H. Alonso

*Universidad Nacional de La Plata
Universidad del Centro Provincia de Buenos Aires*

Santiago Barraza

Ana María Legato

Universidad del Centro Provincia de Buenos Aires

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco conceptual y temporal; 3. Inversión y financiamiento en Argentina. Marco general; 4. Inversión y financiamiento de las empresas; 5. Conclusiones

Para comentarios: director@mbaunlp.com.ar
barraza@econ.unicen.edu.ar
legato@econ.unicen.edu.ar

1. Introducción

1.1. Desde la teoría se postula que el crecimiento de la economía promueve la inversión a partir del mayor ahorro, significando una proporción dada del ingreso que define la magnitud de la acumulación de capital (Solow, 1956). Pero se trata de una relación que también se acepta en sentido inverso privilegiando a la inversión como factor causal del crecimiento (Helpman, 2004; Caballero, 1997), y en todos los casos admitiendo que el crecimiento reconoce causales que, al no haber sido determinadas con precisión, expresan “la medida de nuestra ignorancia” o “residuo de Solow”.

También es muy reconocida la relación entre desarrollo económico y desarrollo financiero, donde se reiteran posturas contradictorias en cuanto la causalidad entre ambos factores (Blomström, 1996). Pero se acepta que desarrollo económico y desarrollo financiero ofrecen una asociación positiva donde una marcada prevalencia de uno u otro sólo es apreciable en centros financieros donde la industria de estos servicios adquiere especial significación (Londres, Bahamas, Hong Kong).

Más específicamente, se destaca la relevancia del crédito (deuda) como factor determinante de magnitudes macro tan relevantes como el consumo, la inversión y el ingreso nacional, y de su respectiva optimización.

Por ello es generalizada la preocupación por la falta de desarrollo de los mercados financieros, tanto en lo que respecta al segmento de intermediación como al sistema bursátil, sobre todo

en países donde resulta perentoria una mejor performance en términos de crecimiento y desarrollo para cumplir con una insoslayable agenda de progreso socioeconómico.

En ese contexto, las empresas constituyen el sector dinámico y de importancia prevaleciente sobre todo cuando la globalización ha magnificado el rol que ellas cumplen respecto de la innovación y generación de ventajas competitivas susceptibles de beneficiar a toda la comunidad (P. Drucker, 2002). En la Era del Conocimiento, son ellas las que convierten el conocimiento especializado, imprescindible, en resultados para la comunidad. El conocimiento convertido en información se ve traducido en decisiones vitales como lo son la inversión y el financiamiento, por razones antes aludidas.

Por lo tanto, asume entendible interés la observación en el sector empresas de variables como la inversión y su composición, el financiamiento y las fuentes que lo proveen, como asimismo su comportamiento en relación al ciclo económico, que siendo volátil puede castigar con dureza la pérdida de flexibilidad originada en decisiones empresarias respecto de sus estructuras operativas y de financiamiento, como postula la teoría.

El nivel de actividad económica en nuestro país se ha caracterizado por un comportamiento cíclico muy marcado. Ese contexto ofrece un marco muy propicio para tratar de verificar algunas de las relaciones antes genéricamente referidas y su eventual congruencia con lo que, desde un punto de vista teórico, podría anticiparse o justificarse en caso de un análisis *ex post*.

En particular, en el período 1993/2007 nos ha tocado actuar en un escenario que exhibe primeramente una etapa de mejoramiento de la actividad empresarial seguido de otro de marcado deterioro hasta que, a partir del 2002, cambios en materia cambiaria, monetaria y fiscal en el orden nacional, y una firme tendencia favorable a los productos de origen primario en el plano internacional, dan inicio a un fuerte crecimiento de la actividad económica en general y del sector empresas en particular, aun sostenido. No obstante, este sector clave del crecimiento aparece cuestionado y con imagen desmerecida ante la opinión pública atento la natural difusión de los empinados voceros de tales opiniones.

En ese marco cambiante, pues, es natural preguntarse:

- a) ¿Cuál fue el comportamiento de la inversión y su exposición ante cambios en el nivel de actividad ante decisiones administrativas que lo influyen?
- b) ¿Cuál fue el comportamiento del financiamiento de la inversión en ese período y en particular, cuáles fueron las fuentes prevalecientes y sus características?
- c) ¿Es factible detectar limitaciones significativas para una mejor y más consistente *performance* empresarial originadas tanto en el sector financiero como en algunas variables contextuales básicas?
- d) ¿El Sector Bancario evidencia aspectos estructurales que puedan limitar su aporte al desarrollo de la actividad económica?
- e) El Mercado de Capitales, ¿sigue exhibiendo la falta de integración, profundidad y desarrollo que viene caracterizándolo desde siempre limitando así su contribución al crecimiento?
- f) ¿Es la información disponible un factor limitante?

Estas cuestiones serán abordadas en el desarrollo siguiente.

1.2 Referencias Significativas

Con relación al sector empresas, algunas referencias comparadas brindan marco significativo para interpretar comportamientos en el plano doméstico. Así por ejemplo, durante los últimos 5 años, las empresas argentinas incluidas entre las *500 más grandes de Latinoamérica* son apenas 36 cuando Brasil acredita 211, México 134 y Chile 55. Siguen a Argentina Colombia con 31 y Perú con 15 (Anexo I).

Si bien desde 2002 dicha participación pasó de 24 a 36, el último año disminuyó de 41 a 36. Iguales guarismos para las empresas brasileñas muestran crecimiento de 137 a 211 en el quinquenio y de 207 a 211 el último año. En este último año, las mexicanas pasaron de 111 a 134, y mientras las chilenas también descendieron, como las argentinas, ilustrando la relación existente entre estructuras productivas y contexto en el marco de políticas más o menos competitivas en el plano global y las facilidades y condiciones del financiamiento disponible cuando la coyuntura resulta es aprovechable

Otro ángulo de apreciación, que no se limite al lugar de radicación, exhibe que entre las empresas “argentinas” se cuentan, de mayor a menor en volumen de ventas una mayoría de origen o capital extranjero, por caso, YPF, Ternium, Cargill, Petrobras Energía, Telefónica, Telecom., Carrefour, Volkswagen, CTI, Toyota, Ford, Shell, General Motors, Peugeot-Citröen, Disco, Dow Química, Telefónica Argentina, Daimler Chrysler, Danone, Renault.

Respecto del importe de las ventas totales por parte de las 500 latinoamericanas más grandes, las correspondientes a Brasil representan un 42,2 % (cerca de la mitad!), seguidas por las mexicanas con 33,0 % y las chilenas con 8,1 %. Las argentinas acreditan un magro 5,5 %.

Como se aprecia, la correlación entre cantidad de empresas y ventas totales es perfecta, siendo Venezuela la esperable excepción dada la gran incidencia de PDVESA y su venta de petróleo que origina la única participación de ese país en este ranking.

Gráfico 1

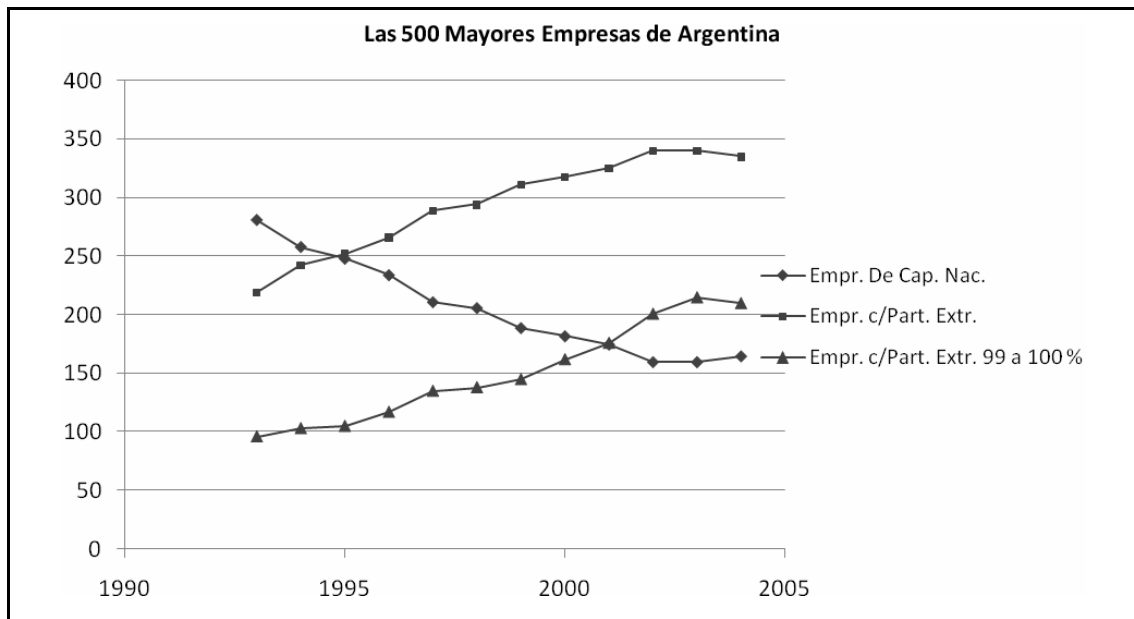


Otra fuente permite apreciar que en las 500 empresas más grandes de Argentina, las de capital nacional son, a fines de 2004, sólo 165, guarismo que marca un significativo descenso desde 1993 en que alcanzaban a 281, con un mínimo en 2002/03 cuando totalizaban 160¹.

Estas evoluciones pareciera que constituyen suficiente fundamento de los aludidos cuestionamientos al empresariado nacional, alentando mayores indagaciones.

¹ INDEC, *Grandes Empresas 1993/2004*, 1ra Edición, 2007.

Gráfico 2



2. Marco conceptual y temporal

2.1 Estructuras y nivel de actividad

La actualidad del tema que vincula al financiamiento con la inversión y el crecimiento es innegable. Hoy mismo se oye cotidianamente que el excesivo apalancamiento tanto de empresas como de entidades financieras y de particulares, cuando se enfrentan etapas de morigeración o descenso en la actividad económica, son variables explicativas de primer orden para comprender y explicar la preocupante coyuntura que el mundo enfrenta y que muchos países, en particular, sufren con intensidad. Para dar unos ejemplos: 9.000 dólares promedio de consumo a través de tarjetas de crédito por parte de particulares en EE UU, créditos hipotecarios sin *downpayment* ni garantías adicionales a “primeros empleos”, *headings* a través de coberturas simbólicas sin reflejo en realidades tangibles o efectivamente realizables en el mercado², etc. como se ha visto en la economía *leader* del globo, o los pisos subvencionados a primeras parejas en España, son temas que reclaman un espacio para la reflexión y el análisis ante el desbarajuste presente.

Desde un punto de vista teórico, cabe decir que se pretende apreciar si relaciones de apalancamiento operativo por parte de las empresas podrían presagiar dificultades en caso de disminución apreciable en el nivel de actividad económica y lo mismo, si relaciones de endeudamiento en relación al activo de las mismas unidades económicas contribuyen a una volatilidad excesiva o desenlaces traumáticos. A esto se arribaría en caso que la inexistencia de un mercado de capitales desarrollado no sólo generen renovadas posiciones sobre las limitaciones de la práctica del

² Significativamente para nuestra apreciación sobre el particular, el Banco Central Europeo ha dispuesto, para entrar en vigencia a partir del 1º de Febrero del año próximo, normas que apuntan directamente a la corrección de una regulación que se ha evidenciado muy permisiva. En particular, se destaca que un aumento del 2 al 12 % en los aforos aplicados a activos respaldados por hipotecas (los ABS) o sea que se podrán tomar recursos al 88 % de su valor en pases efectuados en ventanillas del BCE cuando hoy se obtienen \$ 98. Más aún, si la estructura del instrumento es altamente compleja, con una valuación surgida de un modelo teórico, las autoridades podrán agregar una penalización adicional de 5 % ... Dichos aforos no dependen de la duración ni del riesgo precio del instrumento que resultan afectados por la estructura de los cupones de renta que puedan detentar.

pecking order, vigente por necesidad en la Argentina, sino al propio tiempo, el también limitado margen que el crédito bancario dispone para suplir tales restricciones³.

El premio ADEBA 1984 otorgado a Eugenio Pendás y Diana Mondino reconocía, ya en 1984, las limitaciones que derivaban de un forzoso autofinanciamiento: renuncia a economías de escala, aliento a economías familiares y/o pequeñas, renuencia a la aceptación de proyectos de larga maduración y tecnologías modernas, etc.⁴

En otros trabajos, hemos abordado esta cuestión encontrando que efectivamente, relaciones P/PN o P/AT, como asimismo la participación del capital propio o su inexistencia en el financiamiento de las empresas determinaban desenvolvimientos virtuosos o desequilibrios fatales para la suerte de las organizaciones⁵.

En nuestro país, la hipótesis que vincula la adopción de estructuras patrimoniales con predominio de costos fijos (activos no corrientes y pasivos) como factor magnificador de la volatilidad de la actividad de empresas y del mercado en general, ha sido menos *testeada*.

Por eso hemos visto renacer el interés de apreciar relaciones entre datos de estructuras operativas y financieras ante cambios en el nivel de actividad en el sector empresas y en la economía global.

2.2 Financiamiento: modalidades, fuentes, implicancias

Como se anticipó en la presentación, desde casi siempre se ha reconocido el rol del crédito (deuda) como imprescindible factor de crecimiento y desarrollo. En medida tal que la mayor o menor eficiencia del sistema financiero que vincula a unidades superavitarias y deficitarias en cualquier economía moderna (monetarias) se define en términos de la mayor o menor facilidad, y la mayor o menor amplitud del menú de opciones existentes, para la creación, transferencia y extinción de los activos o títulos que les sirven de testimonio.

La influencia del sistema bancario sobre el crecimiento ha sido señalada desde trabajos tan tempranos y significativos como los de Bagehot (1873) y Schumpeter (1911). Abogando por una relación recíproca más que de causalidad unidireccional lo hicieron, entre otros, Robinson (1955) y Lucas (1988). Levine (2005), destaca las siguientes funciones de la intermediación financiera:

- Producir información ex ante sobre inversiones y asignaciones de capital, reduciendo asimetrías a ese respecto.
- Monitoreo de las inversiones y juicio sobre el gobierno corporativo (no obstante el costo de ese cometido y sus implicancias, Williamson, 1986)
- Facilitación de comercialización, diversificación y gestión de riesgos.
- Movilización del ahorro
- Promoción del intercambio de bienes y servicios y consecuente optimización del consumo y la inversión

El acento sobre el nivel de tasas de interés y su impacto en el costo del financiamiento de las empresas influyó para que el comportamiento del sector de intermediación financiera cobrar una mayor relevancia relativa que no obstante se revirtió cuando la innovación, la globalización de los mercados y las potencialidades que la tecnología de la información aportó a la nueva era del capitalismo, hizo de la inversión de riesgo un factor erigido en *driver* de crecimiento y competitividad global, un factor que científicos como el Dr. Angel Plastino (2008)⁶ califica de esencial

³ Aramburu y otros (2000),; Bebzuck (2000).

⁴ Pendás E. y Mondino D (1985), *De la inflación al autofinanciamiento*, premio anual ADEBA 84

⁵ Alonso A., Legato A y Lauría D (2000), *Financiamiento: Estructuras óptimas y evidencia empírica*, Disertaciones, SADAFA, Córdoba, Septiembre

⁶ Expuestos en el siguiente orden: Red de buenas universidades, donde se hacen los primeros desarrollos (en EE.UU existen 700 universidades); Mercados de Capital eficaces por aportar capital de riesgo (1° NYSE, 2° Lon-

cuando señala los determinantes del progreso y desarrollo económico de los países. Lo mismo señala Manuel Castells⁷ al definir el contexto que caracteriza al *capitalismo informacional* como la interacción real del modo de producción y del modos de desarrollo que definen la Nueva Era.

El mercado de capitales, segmento desintermediado del sistema financiero (o sistema bursátil), ha sido destacado más allá de la existencia de un sólido sistema bancario, por sus idiosincrásicas condiciones de amplitud, de facilitador del acceso a carteras diversificadas y por la liquidez que provee via mercados secundarios.

Hicks (1969) ya lo señalaba con referencia al sistema financiero inglés, pero en el último cuarto del siglo XX se hizo evidente que un crecimiento más acelerado requiere de los atributos que caracterizan al mercado de capitales, por ejemplo la diversificación de la inversión y el redireccionamiento de los recursos (Levine, 1991), mercados secundarios amplios y líquidos (Hubbard, 1998), eficiencia en la calificación de riesgos y en la gestión de sus coberturas (Alonso Bafico, 2000).

Hacia 1998, la emisión de acciones representaba en Argentina sólo un 3,7 % del financiamiento total de las empresas no financieras cuando Chile por ejemplo exhibía 5,6 % y EE UU un 15,6 %. Para el total de América Latina, las ganancias retenidas constituían más del 80 % del financiamiento total, y las deudas 16.6 %, dejando un escuálido 2.5 % a la participación del capital accionario. El autofinanciamiento se destaca, efectivamente, como la fuente de mayor participación en el financiamiento total superando, en la mayoría de los países de nuestro continente, el 60 % del total (Bebczuk 2000).

También debe señalarse que algunas consecuencias de la creciente globalización y movilidad del capital financiero, como por ejemplo el incremento de la volatilidad en mercados nacionales, han significado restricciones al crecimiento de largo plazo.

Finalmente, es evidente el impacto de las políticas nacionales ya sea facilitando o *ralentizando* el crecimiento. Principalmente, a través de impactos sobre el acceso al crédito externo y las condiciones de su instrumentación, y sobre las condiciones ofrecidas a la inversión directa extranjera (Alvarez et al, 2007). En este último trabajo, los autores examinan la relación entre la Inversión Extranjera Directa y el Crecimiento Económico por un lado, y aquella entre la Inversión Extranjera Directa y la Inversión Privada, por otro lado, para un grupo de quince países Latinoamericanos. Los resultados indican que ambas relaciones son positivas, significando que la Inversión Extranjera Directa contribuye a explicar los niveles de crecimiento (reduciendo así *el residuo* de Solow) a la vez que no ha desplazado a la Inversión Privada en los países estudiados. Por eso resulta significativo, y nuevamente preocupante, constatar que en el período 2007/2006, la IED creciera en Argentina sólo un 12 % mientras Brasil ostenta un robusto incremento del 84 %, Chile 82 %, Colombia 35 % y Perú 25 %.

Se verifica al respecto una significativa correlación positiva entre los ámbitos que cuentan con mayor cantidad de empresas de significación y un alto volumen de negocios, por un lado, y aquellos que resultan atractivos a la IED, por el otro, algo que también parece ser ignorado en muchas interpretaciones de la realidad.

3. Inversión y financiamiento en Argentina. Marco general

3.1.1 Componentes básicos del sistema financiero y su significación

Como se ha adelantado, existe fuerte correlación entre grados de desarrollo económico y de desarrollo financiero. Al respecto, el PBI (una evidencia concreta de lo primero) registra un comportamiento marcadamente oscilante en el período 1994-2007 que muestra, a pesos de 1993,

dres); Apertura de las sociedades a la innovación (*entrepreneurship*); Respeto por la propiedad intelectual y por la propiedad en general; Flexibilidad de las relaciones laborales (sobre todo al inicio de las organizaciones); Mercados reales de magnitud (bienes y servicios); Seguridad jurídica.

⁷ Castells Manuel, *La era de la información - La sociedad red*, México, Siglo XXI, 2004

caídas consecutivas entre 1998 y 2002 con pico negativo del 10,51 % en 2001 (ver cuadro Anexo III.1.b) seguido por incrementos también consecutivos desde el año 2003 inclusive. Una rápida lectura daría fundamento a reiteradas expresiones de expositores en Desayunos Empresarios, MBA- Escuela de Negocios de la UNLP⁸ que ubican como tasa sostenible a largo plazo un nivel medio de alrededor del 4 %, y ello si se dieran políticas y gestiones funcionales. Nuestro PBI per cápita de aproximadamente 6582,28 dólares en 2007, nos ubica también con rezago no ya respecto de países desarrollados sino entre algunos de la misma región.

Por cierto, políticas que favorecen en ciertos períodos la acumulación de capital brinda sustento a la “porción del crecimiento” que logra explicar Solow, ya que el impacto de incentivos a favor de la inversión bruta fija durante los años 1993/98 (fundamentalmente un tipo de cambio favorable a la incorporación de tecnología y equipos) aparece asociado a altas tasas de crecimiento hasta 1997 inclusive.

Ello se dio con paralelo crecimiento del financiamiento bancario al sector privado que encontraba por tal razón muy aceptable respaldo para el ofrecimientos de créditos. Este apoyo crediticio recién en 1999 muestra estancamiento y se hace fuertemente negativo en los años 2000 al 2003 inclusive.

Esta evidencia sirve de sustento para validar una hipótesis que contribuyó a la realización de este trabajo: la acumulación de inflexibilidad en la inversión y la que deriva del uso del endeudamiento contribuyen decididamente a las dificultades que han tenido las empresas ante descensos en nivel de actividad o, con igual impacto, por disminución del valor efectivamente percibido de sus ventas (influido por el tipo de cambio tratándose de bienes transables internacionalmente que seguramente contrariaron el comportamiento de los costos de la producción doméstica).

La evidencia encontrada no sorprende pues resulta anticipable desde el punto de vista teórico, pero como también ocurre en otros aspectos, lo que no resulta previsible es que lineamientos de política ignoren las consecuencias de contradicciones entre resultados concretos de los incentivos instrumentados y decisiones posteriores que penalizan el éxito de aquella instrumentación. Y hace que decisiones favorables a la competitividad de las empresas y eficiencia nacional se vuelvan factores causales de traumáticos desenlaces o de ventas de empresas en marcha, como se ha visto antes y se ve que ocurre actualmente (frigoríficos comprados por brasileños, supermercados adquiridos por chilenos).

La relación Prestamos Bancarios / PBI a valores constantes exhibe incrementos consistentes hasta 1999, cuando comienza a descender también de manera continua hasta 2003, cuando comienza a crecer continuadamente hasta 2007 inclusive, como se aprecia en el gráfico 3 (Anexo III).

Se aprecia así hasta que punto el financiamiento bancario se asocia al incremento de la inversión en época favorables y de expansión, sobretudo cuando resulta un recurso de “última instancia” en caso de insuficiencias de retención de ganancias y de virtual inexistencia de un mercado de capital de riesgo, como ocurre en nuestro medio: Por supuesto, el mismo gráfico ilustra su retracción en períodos de caída de actividad y consecuentemente de las ganancias.

El gráfico 4 exhibe que otras fuentes de financiamiento de *renta fija*, como las ON y los títulos del financiamiento estructurado emitidos por fideicomisos (no corporativos) siguen un comportamiento similar, asociándose al que registran los préstamos bancarios tanto en fases descendentes como en las que muestran incrementos.

⁸ En particular J.C. de Pablo, Luis Secco entre otros.

Gráfico 3

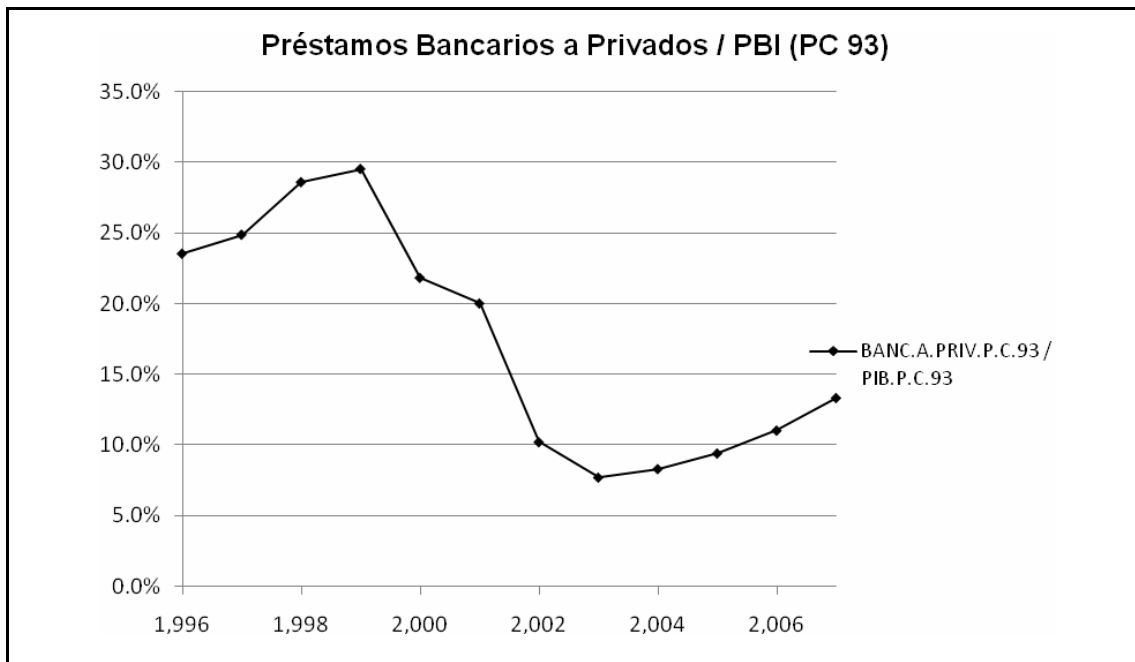
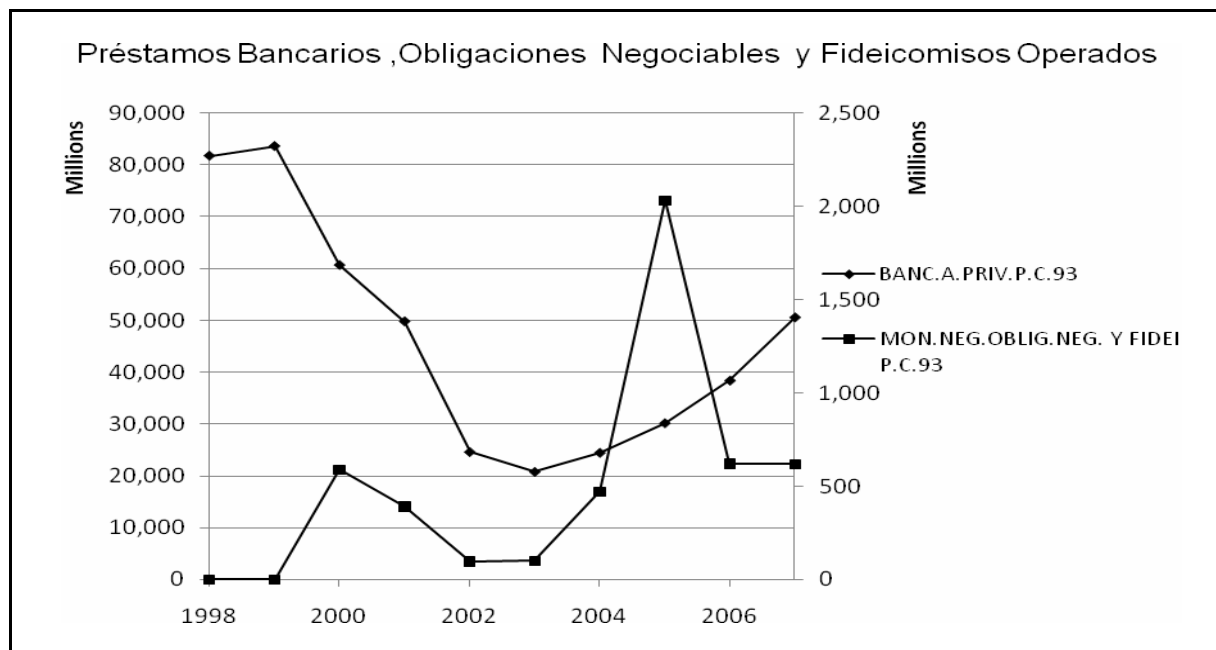


Gráfico 4



3.1.2 Financiamiento de empresas en el mercado de capitales

El Capital de Riesgo como se conoce a la inversión en el capital propio de las empresas ha sido destacado como una de las variables más relevantes a la hora de explicar el crecimiento de una economía. Es entendible: en una Era de Organizaciones, donde los resultados son logrados precisamente por organizaciones, éstas resultan las unidades más dinámicas a partir de su capacidad de innovación y competitividad, que acceden a través de esta fuente a ingentes volúmenes

de financiamiento sin asumir costo fijo alguno, es decir, sin tener que enfrentar compromisos disociados del rendimiento real de los emprendimientos.

Obtienen remuneración toda vez que el éxito corone las iniciativas, y si la fibra óptica por ejemplo cubrió al mundo entero, ello se vio facilitado por el hecho de que ese fenomenal negocio, una monumental inversión, se pudo concretar sin otro compromiso que no sea la promesa de ejecutar un plan de negocios de alta esperanza de rendimiento. Una retribución que no obstante aleatoria, compensa el riesgo asumido cuando se dan condiciones que más adelante se mencionan.

Ello prácticamente no existe en Argentina. Alrededor de 100 empresas cotizando en nuestro principal Mercado de Valores cuando en Brasil, México, Chile y Perú lo hacen más del doble como mínimo, hablan de la relevancia limitadísima de esta fuente de financiamiento. Las cifras del volumen negociado, que informa sobre operaciones en mercado primario y secundario, evidencian parecido comportamiento relativo.

Aquel total de poco más de 100 empresas listadas en el Mercado de Valores de Buenos Aires coloca a nuestro país en un quinto lugar cuando se las compara con las que operan en Brasil (350), México (335), Chile (246) y Perú (221). En relación al PBI, un escuálido 24 % nos ubica muy por debajo de iguales relaciones para la Unión Europea (casi 50 %) y ni qué hablar de EE.UU (148 %)⁹. Tratándose de un factor de competitividad cuya importancia ya ha sido referida previamente, es de lamentar esta notoria limitación que afecta más a la Argentina que a otros países de la región, una seria defeción institucional que hunde sus raíces en profundas causas de orden cultural además de las que directamente la afectan, por ejemplo seguridad jurídica, derechos de propiedad, amplitud de mercados reales y de servicios, aspectos regulatorios que pueden menguar previsibilidad a largo plazo, equilibrio fiscal, inflación, etc¹⁰.

Recientemente, un estudio del Foro Económico Mundial dirigido por Nouriel Roubini¹¹ coloca a Argentina en el puesto 47° (3,04 puntos) en un ranking de 52 países, siendo superados por Chile (3,79 puntos, el mejor de la región), Brasil (3,28), México (3,21), Colombia (3,21) y Perú (3,06). Destaca el informe que los factores más negativos tienen que ver con el “frente institucional y el clima de negocios por elevada carga de la regulación estatal, la pobre protección de la propiedad privada y un entorno político signado por el bajo nivel de confianza, un régimen impositivo distorsivo”¹².

Se trata de otra apreciación que se aparta de las frecuentemente difundidas en Argentina y que sugieren búsqueda de fundamentos consistentes.

Tabla 1 Emisiones totales en el Mercado de Capitales (millones de dólares)

INSTRUMENTOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cheques Pago Diferido			0	15	71	140	197
Obligaciones Negociables	2.426	51	1.432	1.589	3.638	2.997	3.147
Fideicomisos Financieros	3.102	167	451	525	1.704	2.378	2.645
Suscripción de Acciones	135	135	328	202	955	422	986
TOTALES	5.663	2.584	2.211	2.331	6.638	5.937	6.975
Acciones sobre el total (%)	2,38	6,46	14,83	8,67	15,00	7,11	14,1

Fuente: IAMC

⁹ *Financiamiento Empresarial*, Informe Económico de Coyuntura, Supl 107, CPCEPBA, 2008.

¹⁰ Pussetto Lucas, *Sistema financiero y crecimiento económico: un misterio sin resolver*, Palermo Business Review, N° 1, 2008.

¹¹ Generalmente reconocido por haber anticipado la gestación y el actual estado de conmoción en los mercados financieros.

¹² WEF (World Economic Forum), Sección Economía y Negocios, La Nación, 13 de Septiembre de 2008, Secc. 2, pág.2.

Si se observan los instrumentos negociados, es decir los activos financieros cuya colocación genera el financiamiento pretendido por su intermedio, se observa que el capital de riesgo, el capital accionario, es a fines de 2007, solamente el 14,1 % del total obtenido a través del mercado de capitales. ... (la serie se toma a partir de 2001 dado que con anterioridad no existían instrumentos que han adquirido importancia en la actualidad). Las PyME no han colocado emisiones de capital en 2007, no obstante un régimen que ha intentado favorecer ese acceso pero que justamente ignora que dicha fuente tiene como rasgo distintivo la liquidez que brinda un mercado secundario (lo inhibe la posibilidad de efectuarlas sin la calificación del título).

Las ON, si bien también exhiben una notoria limitación, elevan su participación a alrededor del 50 %. Se trata también de una fuente de costo fijo, como el crédito bancario, dado que se lo debe honrar tanto cuando se dan resultados positivos como cuando esto no ocurre. Ese apalancamiento al que esta evolución contribuye, en contextos como el argentino, ha resultado tan beneficioso en ciertos períodos como fatal en otros.

Lamentablemente, el endeudamiento resulta en la práctica casi el único financiamiento disponible para afrontar las necesidades de inversión (ante limitación de utilidades para retener). El incremento de las inversiones es una exigencia que impone el imperativo de competitividad y las consecuentes estrategias que apuntan a minimizar costos unitarios. Se trata de decisiones de inversión y financiamiento que convergen en la generación de una resultante común: la generación de costos fijos en el horizonte que convencional y prácticamente reconocen.

Consecuencia: la pérdida de flexibilidad que implica la inversión no corriente, obligada por estrategias que demandan liderazgo en costos y por la necesidad de innovar y de mantener competitividad, ve magnificada su incidencia desfavorable cuando, a la hora de financiarla, no se dispone sino de fuentes que acrecientan los compromisos inflexibles ante caídas en el nivel de actividad.

El financiamiento (y refinanciamiento) provisto por el mercado de capitales ha representado últimamente alrededor de un cuarto del stock de crédito bancario al sector privado, haciendo evidente su escasa relevancia.

Durante buena parte de los 90' se percibía un comportamiento virtuoso: el incremento de la inversión fija, promotora de productividad y competitividad. Tampoco se apreciaba cuestionable el uso de pasivos para financiarla, aunque ese pasivo se denominara en dólares.

Ambas consecuencias resultaban congruentes con lineamientos de política económica y financiera, y expondieron la variabilidad de los resultados por el impacto de esa palanca combinada, reforzada por el riesgo del tipo de cambio, lo que pareció curiosamente desatendido.

Ante el cambio de fase del ciclo, o de otra manera, ante el desequilibrio de la relación costos de producción e ingresos por ventas una vez convertidos a moneda nacional, se hizo evidente la inadecuación de estructuras de costos inflexibles en relación a ingresos fuertemente sensibles al ciclo de actividad o, igualmente, a intervenciones regulatorias que inciden en los ingresos sin impactar en igual sentido y medida sobre los costos de producción.

Se aprecia que el otro instrumento fuertemente utilizado, en términos relativos claro, es el *fideicomiso financiero*, especie del género fideicomiso que se convirtió en instrumento de amplia aceptación a partir de la sanción de la ley 24.441. En este caso, un "vehículo no corporativo" como los valores negociables que se negocian en el mercado de capitales, permite la adquisición de los activos fideicomitados.

Los fondos que recibe el Fiduciante por el *pool* de activos transferidos constituyen dinero de libre disponibilidad para el fiduciante, que ha accedido así a una nueva fuente de financiamiento a través de activos que, en razón de su particular respaldo, pueden verse beneficiados con una mejor calificación que la que correspondería al fiduciante en caso de pretender un acceso directo al mercado financiero en caso de no desprenderse de los activos en cuestión¹³.

¹³ Ver por ejemplo Papa (2008), R, Consideraciones jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina, Palermo Business Review, N° 1.

3.2 Fondos de Inversión Directa

Los fondos de inversión directa, también fondos de capital riesgo¹⁴ o private equity, han sido un claro ejemplo de la ventaja asignada al capital de riesgo cuando el pasivo y sus características dejan de ofrecer ventajas relativas o se haya agotado este recurso.

En nuestro país, esta modalidad es meramente incipiente en cuanto industria formal, con lo cual desaparece una alternativa eficiente en otros ámbitos para empresas que, si bien puede que no estén en condiciones para una OPI (Oferta Pública Inicial), podrían estar dispuestas a abrir su capital.

Cuando las unidades económicas superavitarias no canalizan sus excedentes al sistema de intermediación por pérdida de confianza o por tasas que no alientan su colocación en instrumentos indirectos de financiamiento (plazos fijos, cajas de ahorro, etc), su destino es, frecuentemente, la adquisición de bienes de consumo durables (automóviles, línea blanca) o bienes generadores de renta (construcción).

Estos y otros destinos exigen fuertes acumulaciones de recursos, lo que se ha hecho también fuera del sistema institucionalizado (de intermediación o bursátil), como ha sido el caso de los fideicomisos privados para la construcción de edificios o los pull de siembra que se vieron alentados por la sostenida demanda de granos y paralela suba de precios en el mercado internacional.

4. Inversión y financiamiento de las empresas

4.1. Grandes Empresas

Este abordaje de carácter exploratorio como se explicitó, se orienta en esta parte al segmento de empresas, apoyándose fuertemente en cifras correspondientes a *500 Grandes Empresas en Argentina*¹⁵. Tal referencia permite apreciar que las empresas con ganancias incluidas en este panel descienden consistentemente desde 1994, 405 empresas, hasta un mínimo de 300 en 2001, creciendo luego también de manera continuada hasta las 408 que se registran en 2004. De manera similar, las empresas con pérdidas se ven incrementadas de 95 en 1994 a 200 en 2001, y descienden luego hasta las 92 que se observan en 2004.

Las empresas de capital nacional que integraban el panel en 1993 eran 281 y caen consistentemente hasta las 160 que se registran en 2002 y 2003, para luego crecer a 165 en 2004. Aquellas con participación de capital extranjero equivalente al 99-100 % del capital ascendieron de 96 en 1993 a 215 en 2003, para descender a 210 en 2004.

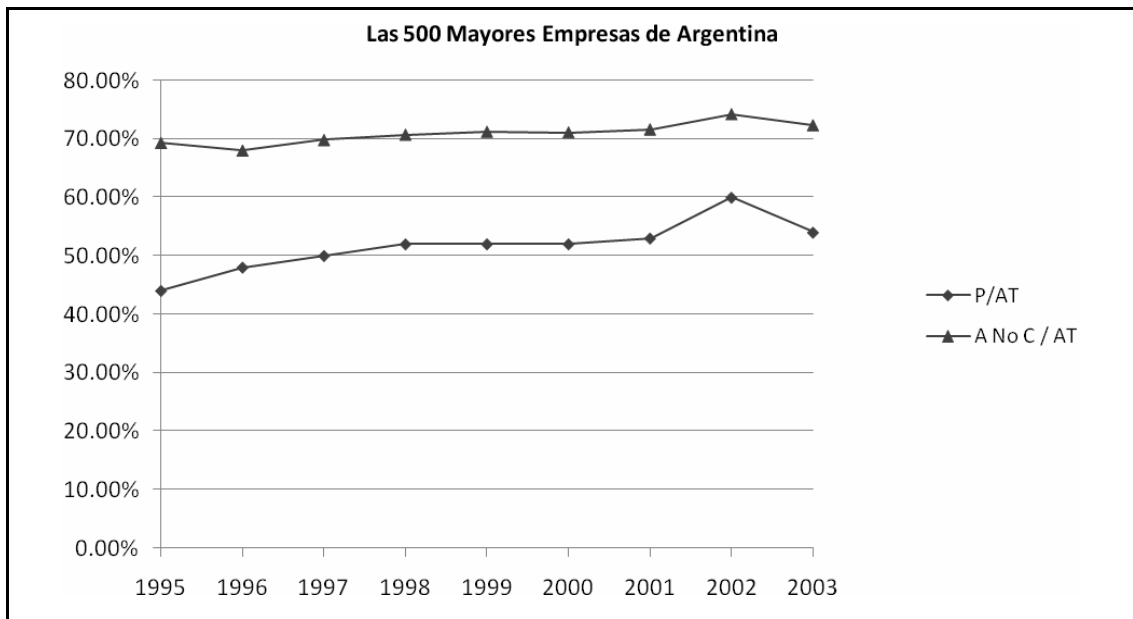
La Inversión Bruta Fija de las empresas del panel respecto del total nacional supera el 20 % a lo largo de todo el período (máximo del 28,7 % en 2001), pero en 2004 supera el 77 % de las exportaciones totales, demostrando su dinamismo respecto del comercio exterior.

Pues bien, en ese contexto, la inmovilización de la inversión, medida por la relación *Activo no Corriente / Activo Total*, exhibió comportamiento creciente hasta llegar al 74,2 % en 2002, para descender a 72,3 en 2003 (último año de la serie disponible). Significativamente, el endeudamiento relativo según combinación *Pasivo / Activo Total* mostró también un crecimiento sostenido a partir de 1995 (44 %) y hasta 2002 (60 %), según observa en la gráfica siguiente y en cifras del Anexo II.

¹⁴ Según Martí Pellón (1996), una fórmula que alude a la actividad financiera orientada a la provisión de recursos a mediano y largo plazo, generalmente en proporción minoritaria, a Pequeñas y Medianas Empresas, (PyME) en fases de arranque o crecimiento, sin vocación de permanencia ilimitada en su capitalización. Leach y Melicher ((2003) distinguen en ese género la especie *profesional venture capital* para aludir a intermediarios profesionales que obtienen fondos de otros inversores para invertir en un portfolio de inversión de riesgo.

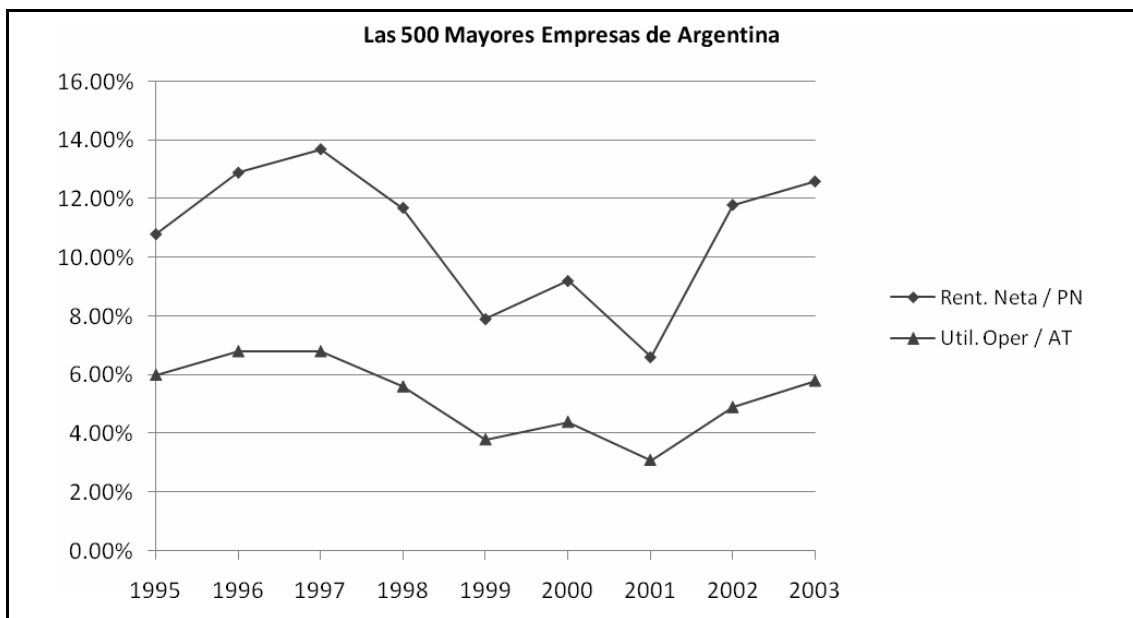
¹⁵ INDEC, *Grandes Empresas en Argentina 193-2004*, 1ra. Edición, 2007.

Gráfico 5



Son observaciones consistentes con el comportamiento de variables agregadas como la ya comentadas. En ambos casos, se exhibe un financiamiento bancario que acompaña, en cierta medida, el crecimiento de la inversión, demostrando que el consabido recurso de retener utilidades no resulta suficiente, o al menos no es excluyente, para financiar un ritmo creciente de inversiones fijas. .

Gráfico 6



A su vez, tanto el rendimiento operativo, medido por *Resultado Operativo / Activo Total*, como el rendimiento sobre el capital propio, relación *Ganancias / Patrimonio Neto*, crecieron hasta 1997 para luego descender hasta mínimos que en ambos casos se ubican en el año 2001; posteriormente, ambos indicadores crecen nuevamente.

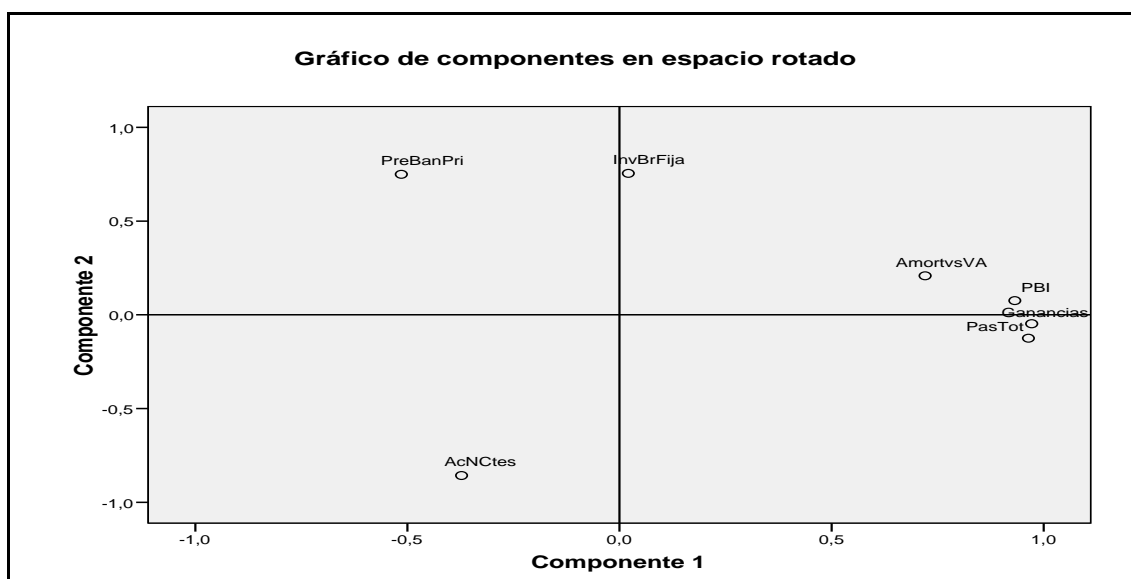
No debe pasar inadvertido que en años de nivel de actividad en descenso y consiguiente caída de los rendimientos, a partir de 1997, el indicador de rendimiento sobre el capital propio disminuye más de prisa que el referido al Activo Total, demostrando el impacto negativo del apalancamiento financiero en esas circunstancias. En apropiada correspondencia, a partir de 2001, al retomar una fase de rendimientos crecientes, ambos indicadores se distancian, corroborando la relación directa ventajas del apalancamiento financiero con el nivel de actividad y medidas de performance de las empresas.

También cobra significación que el monto de las *Amortizaciones* crecieran consistentemente, respecto del Valor Agregado total hasta el año 2002, atenuándose en el 2003 y disminuyendo significativamente en 2004. Pero como la tasa de inversión sólo mostró ritmo creciente hasta 1998, cayendo sostenidamente a partir de ese año, se hace patente el impacto de los costos fijos (las amortizaciones para el modelo contable), que siguen impactando fuertemente aún cuando el nivel de actividad y los resultados netos disminuyen (Anexo II.1, Indicadores).

A través del análisis de *componentes principales* se comprueba, con referencia a **todo el período** considerado, el comportamiento homogéneo de las variables Ganancias, Pasivo total, Amortizaciones/Valor Agregado total y PBI (ese primer plano factorial absorbe el 43,25 % de la inercia total), como asimismo el carácter “anómalo” (o de comportamiento opuesto) de Préstamos Bancarios y, en alguna medida, de la Inversión Bruta Fija.

Se interpretan estos resultados como consecuencia del comportamiento que, respecto de la inversión no corriente resulta errático, con una acumulación de inversiones en los 90' que se interrumpe posteriormente para volver a crecer a partir del 2002. Las Amortizaciones no siguen igual patrón que la Inversión Fija pues precisamente ven incrementar su valor agregado (como componente de EBIT) cuando variables como Ganancias, por ejemplo, pueden decaer; el Pasivo Total ve incrementar su participación en el financiamiento de las inversiones inducidas por comportamientos homogéneos del PBI y Ganancias, que en función a su contribución al financiamiento de la inversión, también “apartan” a la variable Préstamos Bancarios al sector privado. Esta variable, en efecto, exhibe un comportamiento errático en el período pues su comportamiento creciente en la época “buena” de los 90' luego ve disminuir su volumen de manera drástica a partir de la debacle 2000-2001.

Gráfico 7



El *cluster analysis* fue útil asimismo para comprobar la homogeneidad “buena” de los períodos 1995/1999 cuando esa cualidad es definida por las variables Ganancias, Amortizaciones/Valor Agregado, PBI, Pasivo Total, Préstamos Bancarios, Inversión Bruta Fija y Activos no Corrientes/Activo Total.

4.2 El universo PyME

Por múltiples razones, el sector de las PyME concita una particular atención, siendo argumentos para justificar tal relevancia su contribución a la generación de empleos, su potencial de innovación y de eventual crecimiento en sectores más dinámicos de la actividad productiva, con localizaciones que se pueden concretar en todo el ámbito geográfico de un país o región.

Pues bien, el segmento empresario PyME dedicado al sector Industria, ha concretado proyectos de inversión no corriente en todos los años que van del 2003 al 2006 en proporción que alcanza entre el 30 y el 39 % del total. Los destinos más reiterados han sido los destinados a incorporación de maquinaria (55 %), expansión del local (19%) y cambios en procesos o nuevos productos (19 %).

El endeudamiento, bancario y no bancario, fue solicitado por parte de un 39 % del total del segmento, y un 88 % de esa muestra lo obtuvo efectivamente¹⁶. Del total del financiamiento de origen externo, un 67 % fue de origen bancario (de bancos privados en mayor proporción) y de proveedores en un 13 %.

Los destinos de dicho financiamiento han sido Inversiones no corrientes 35 % y capital de Trabajo un 38 %.

Resulta muy significativo para nuestro propósito señalar que la principal causa de que no se solicitara financiamiento bancario haya sido el reconocimiento de *disponibilidad suficiente de capital propio* por parte de un 35 % del total, seguida de *altas tasas de interés* (27 %) y de *incertidumbre sobre comportamiento de la economía* (11 %), a lo que se agrega *falta de confianza en el sector financiero* (5%)¹⁷.

Pero desde el 2004, la proporción de activos financiados por *recursos propios* en PyME industriales ha ido descendiendo, alcanzando el nivel más bajo durante 2006/7 (aún más bajo que el promedio histórico 1996/97), donde también se podría apreciar la menguada chance de recurrir a la *retención de utilidades* por ejemplo, períodos durante los cuales la razón de liquidez más “ácida” no exhibe cambios de significación, aunque sí se observa una mayor incidencia de los *bienes de cambio* en el último período.

La “lógica” de tales comportamientos puede descansar en la caída de ganancias observada en la segunda parte de los '90, con bancos aún activos en el financiamiento de la inversión. Con años “buenos” luego de la crisis, los bancos vuelven a ser proveedores de fondos al tiempo que los altos niveles de la inversión pasada generan capacidad financiera a las empresas a través de las amortizaciones.

Por ley de 1995 comienzan a operar las *Sociedades de Garantía Recíprocas* (SGRs), corporaciones privadas cuyos socios (ventas no mayores a u\$s 28 millones) no pueden superar el 5 % del capital (aportes de hasta u\$s 300) cada uno, pero colectivamente deben alcanzar al menos el 50 % de los votos de la SGR. A mediados de 2005, 5519 asociados totalizaban un de 25.355 garantías extendidas por \$ 1.405,3 millones (junio de 2005)¹⁸. La más importante de dichas SGRs es Garantizar cuyos socios protectores son el Banco de la Nación Argentina y el Banco Ciudad de la CABA.

Un nicho muy particular es el del denominado *microcrédito* o *microfinanzas*, que a fines de 2005 contaba con una cartera de alrededor de 67.000 clientes por un monto total de u\$s 50 millones, canalizados mayormente a través de organizaciones sin fines de lucro¹⁹. Las tasas de interés oscilan en un rango de 24 a 60 % que resultan muy altas sobre todo si, como ocurre en Bolivia (donde el sistema alcanza gran difusión y ha merecido reconocimiento mundial), las microempresas quedan de alguna forma cautivas del sistema por razones que hacen tanto a la cali-

¹⁶ Mapa PyME, pag. 52.

¹⁷ Mapa PyME, pag 62.

¹⁸ Bebczuck R , Access to Credit in Argentina, Serie Financiamiento del Desarrollo N° 188, CEPAL, pág. 20.

¹⁹ Ernst & Young (2006), citado por Bebczuck R, Access to Credit in Argentina, Serie Financiamiento del Desarrollo N° 188, CEPAL

dad de la información que pueden brindar como al origen mucha veces informal (irregular) de esas organizaciones, lo que también contribuye a justificar los costos relativamente elevados que se ven compelidos a soportar²⁰ (pero no les impide en ciertos casos ofrecer ventas a crédito!)

Otro dato de interés surge de un relevamiento efectuado en entidades de la ciudad de La Plata, donde se reconoce que el mayor éxito de esta modalidad se observa entre comunidades bolivianas y paraguayas. Ello es atribuido al hecho que, los argentinos susceptibles de ser beneficiarios, prefieren serlo de otra modalidad muy difundida: el subsidio bajo forma de “planes” diversos.

5. Conclusiones

Se ha comprobado que la inversión de las empresas mostró fuerte incremento en buena parte de los años 90', sobre todo respecto de la inversión fija, algo que obviamente impactó en la estructura de costos operativos incrementado la relación costo fijo/costo variable de la función de producción. Ello motivó notoria pérdida de flexibilidad ante la caída en el nivel de actividad medida tanto en términos macro (PBI) como en el volumen monetario de las ventas de las empresas, con fuerte caída en rendimientos.

Aquella pérdida de flexibilidad se vio potenciada ante el crecimiento del endeudamiento, algo que se constata tanto en términos agregados (préstamos del sector bancario al sector privado no financiero) como en la relación Pasivo/ Activo Total en el colectivo Grandes Empresas que hemos analizado (INDEC 2007).

Una primera conclusión es obligada: la volatilidad que ha caracterizado al nivel de actividad en nuestro país conspira contra el incremento de competitividad que genera la inversión fija (tecnología, mecanización-automatización, escala de producción).

Por otra parte, el limitadísimo recurso al capital de riesgo institucionalizado implica que la inversión no corriente sea necesariamente financiada por fuentes de capital ajeno, deudas, excepto en aquella proporción que pueda ser fondeada con ganancias retenidas.

Esta fuente de financiamiento, manifiestamente preferida por las empresas, es al mismo tiempo generadora de apreciación positiva en función de la capitalización que implica. Pero siendo dominante, determina en el largo plazo fuerte limitación al crecimiento, y alta exposición a las fluctuaciones en el nivel de actividad y ventas. Ambas situaciones empujan finalmente hacia los bancos que, a la corta o a la larga, hacen notar la debilidad de no disponer de alternativas para ampliar su capital propio, sea por condiciones asignables a las empresas o al contexto, como pudo ocurrir indistintamente en el período 2001-2002 que evidenció finalmente un apalancamiento insostenible para un alto número de organizaciones.

Tratándose de empresas que comercian con el exterior, dichos comportamientos e impactos se ven exponenciados en caso de apreciación de la moneda local ante el dólar, que impacta tanto en volúmenes de venta como en precios efectivos una vez convertidos a moneda doméstica. Tales impactos se ven agravados ante el crecimiento de precios de los insumos de la producción y del dinero tomado en préstamo.

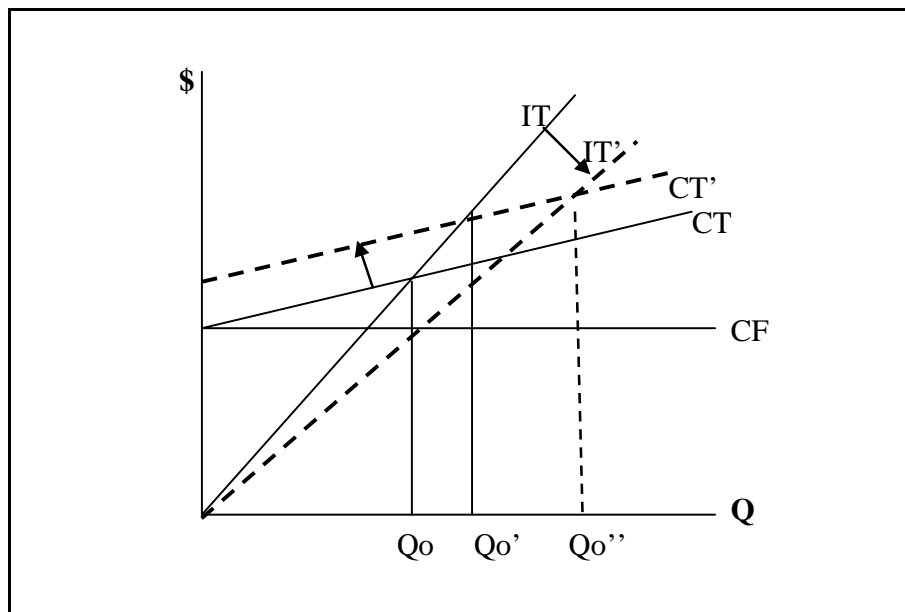
Sirve de simple ejemplo el caso de las empresas agropecuarias, útil por ser de generalizada apreciación. Coadyuva a ese propósito simplificador el recurso al muy conocido análisis conocido como *break-even* o CVU (Costo, Volumen y Utilidades) como se exhibe en el gráfico 10, capaz de recoger impactos apreciables en resultados anuales:

Allí se aprecia con evidencia que la suba de costos fijos (por inversiones estructurales) seguidos por una fuerte caída en el nivel de actividad, desplazaron el punto de equilibrio (Q_0 a Q'). Esa desmejorada situación financiera de las empresas se agravó cuando el nivel de ingresos disminuyó, lo que pudo ocurrir tanto por caída de ventas en empresas industriales y comerciales (se dio en la última parte de los 90' y hasta 2003) como por un tipo de cambio que tampoco se

²⁰ Galindo M, El sector de las micro finanzas en Bolivia, La Paz, 2006.

flexibilizó y provocó parecido impacto sobre el volumen de equilibrio y resultados empresarios (desplazamientos de Q_0' a Q_0'' ante desplazamiento de IT a IT'). Es obvio que una empresa agropecuaria, que como tomadora de precios puede colocar toda su producción, no puede empeorar su nivel de actividad dado que el mismo está determinado por la superficie disponible en el marco de una tecnología dada, lo que explica buena parte de los quebrantos producidos al finalizar el siglo y comenzar el actual en diversos sectores de actividad, de lo que se tiene generalizada constancia.

Gráfico 10



En otro tema, se verifica otra apreciación generalmente expuesta en nuestros cursos por haberse generado en trabajos de investigación (expuestos en SADAF) y por interpretación del marco que se expone en esta presentación: la vigencia del *pecking order* y su fuerte dominio sobre otros paradigmas que la teoría adopta con marcada preferencia, como la estructura financiera óptima y su correlato: el *costo de capital* como un costo promedio ponderado de las fuentes (WACC o K_0).

Un cuestionable intervencionismo que frecuentemente contraría las pautas de mercado, ha modificado con frecuencia las condiciones enfrentadas por los decididores, ya sean individuos o empresas, alterando expectativas expresadas por los planes empresarios como asimismo los resultados esperados que justificaron las decisiones (fijación de precios con impacto retroactivo, cuotificación de exportaciones sino directamente su interrupción, retenciones a las exportaciones decididas repentinamente y para el corto plazo, subsidios que alteran fuertemente precios relativos).

Respecto del estándar financiero a que antes se hizo referencia, dichas intervenciones efectivamente llegan a determinar, en ciertos casos al menos, el costo efectivo del financiamiento ya adoptado o anticipado en la toma de decisiones²¹. En este caso, aquella referencia (costo del capital) pierde el carácter general que teóricamente se le asigna promoviendo la vigencia de un costo marginal, naturalmente creciente ante requerimientos incrementales, lo que también afecta las decisiones racionalmente fundadas.

²¹ Hoy mismo (24/09/07) hemos escuchado al señor Jefe de Gabinete anunciar que determinados productores agropecuarios serán beneficiados con tasas de financiamiento del 6 % en lugar del 12 % que les correspondería. Igualmente se segmentan las retenciones, impactos fiscales, etc.

También se ha constatado a través de los datos ofrecidos que el capital de riesgo formal prácticamente es inexistente y, con ello, se limita el aporte de un *driver* esencial del crecimiento. Esto define para nuestro medio un rezago particularmente importante no ya frente a economías desarrolladas sino en el propio marco de la región.

Esa situación se ve agravada atento el también menguado aporte del sistema de intermediación financiera, toda vez que el sistema bancario también se ve afectado por factores macro y sectoriales que definen su performance, lo que también se hizo evidente en el desarrollo precedente. Por ejemplo, un fondeo de corto plazo, bancarización limitada, imagen pública afectada por la crisis que aún impacta muy negativamente, una regulación distorsiva que estimula la práctica de “saltar” una mediación que cabe sea considerada, en general, muy ventajosa por promover la optimización del consumo, la inversión y la promoción del ahorro y de su movilización. Un clarísimo ejemplo es el llamado “impuesto al cheque” y otros débitos (comisiones, servicios personalizados, utilización de red de sucursales, retenciones de impuestos) que los cuentacorrentistas usualmente ven practicados en sus resúmenes.

Otros instrumentos del mercado de capitales también exhiben muy acotados aportes al desarrollo económico, como es el caso de las ON en general (limitadas esencialmente a emisiones de entidades financieras y empresas privatizadas), y del segmento PyME en particular.

Hemos también constatado que el “ciclo” del financiamiento que acompaña el crecimiento de las organizaciones se ve afectado desde su inicio. En efecto, aproximaciones al ámbito propio de las “micro-finanzas” y al financiamiento de PyME permiten apreciar que prácticas de subsidios o préstamos graciabiles no sólo dañan valores éticos que debieran preservarse respecto del financiamiento (también como valores básicos esenciales) sino que enervan el espíritu emprendedor desde la misma etapa de su formación²².

Referido también al segmento PyME, los datos analizados sustentan una posición que en otros trabajos hemos expuesto: no es el tamaño de las empresas lo que limita su acceso al financiamiento sino sus limitaciones, cognitivas o de instrumentación para “producirse” para el mercado.

Finalmente, una conclusión final cobra el sentido de atenuante de la culpa que se endilga al empresariado. La misma es, por lo menos, compartida por los responsables de generar un contexto propicio, previsible y confiable, para que la actividad empresaria se desarrolle con normalidad y fructifique en empresas competitivas en el escenario global que hoy es insoslayable.

La evidencia encontrada sugiere que los lineamientos de política no debieran ignorar las consecuencias de contradicciones entre resultados concretos de los incentivos instrumentados y decisiones posteriores que penalizan el éxito de aquella instrumentación, como por ejemplo desatender impactos en ingresos luego de haber inducido a cambios estructurales que los atendían.

Esta presentación genera, al menos a sus autores, una demanda de respuestas a los nuevos interrogantes generados, la natural exigencia de fundamentos que las sustenten, y una deseable modelización asociando decisiones adoptadas por las empresas con el contexto en que necesariamente se inscriben.

²² En otros trabajos hemos concluido en la conveniencia de coadyuvar con subsidios instrumentados a través de la obtención y difusión de información que reduzca asimetrías informativas, como por ejemplo sería el caso de una calificación crediticia sobre la muy dudosa eficacia de la instrumentación vía tasas o capitales graciabiles.

REFERENCIAS

- Alonso A., Lauría D y Legato AM.(2000), *Financiamiento: Estructuras óptimas y evidencia empírica*, Disertaciones, SADAF, Córdoba, Septiembre
- Alonso Bafico H (2000), *El mercado de Capitales, palanca del crecimiento y competitividad de la Argentina*, Premio Manuel Belgrano 1999, CPCECF
- Aramburu y otros (2000), *El financiamiento como instrumento para el crecimiento económico*, Premio Manuel Belgrano, CPCECF
- Alvarez A., Alonso, A., Barraza, S., Legato A (2007.), *Inversión Extranjera Directa y Crecimiento Económico*, Ci-SADAF, Vaquerías – Córdoba.
- Bagehot W. (1873), *Lombard Street*, Journal of Economic Literature, vol 35, Junio (referencia de Levine)
- Bebczuk R (1999), *Corporate finance, financial development and growth*, AAEP, Rosario 1999
- Bencivenga V y otros, (1996), *Equity markets, transaction costs and capital accumulation: an illustration*, The World Bank Economic Review, Vol X, Mayo-
- Bisang, R. y Gómez G., *Las inversiones en la industria argentina en la década de los noventa*, Reformas económicas N° 41, CEPAL, S.de Chile, 1999.
- Blomström M et al (1996), *Is fixed investment the key to economic growth?*, Quarterly Journal of Economics, February
- Caballero R (1997), *Aggregate investment*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6264.
- Drucker P (2002), *La Sociedad*, Escritos Fundamentales Tomo3, Editorial Sudamericana, Buenos Aires
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2002, *Testing trade and pecking order predictions about dividends and debt*, The Review of Financial Studies. 15(1): 1-33
- Helpman, E (2004), *The mystery of economic growth*; Harvard University Press
- Hicks (1969), *A theory of economic history*. Referencia de Levine R (1967)
- Hubbard R G (1998), *Capital market imperfections and investment*, Journal of Economic Literature, Marzo de 1998, p. 192 y sigtes.
- Leach and Melicher (2003), *Entrepreneurial Finance*, Thomson-South Western
- Leary, Mark T.; Roberts, Michael R. *Financial Slack and Tests of the Pecking Order's Financing Hierarchy*. Unpublished
- Levine R (1997), *Financial Developmet and Economic Growht: views and agenda*, Journal of Economic Literature, vol 35, June
- Levine, Ross and King R, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, Quarterly Journal of Economic, Agosto de 1993 p 717 a 736
- Lintner, John. *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*. The American Economic Review, Vol. 46, No. 2. Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1956), pp. 97-113.
- Lucas (1988), *On the mechanics of economic development*, Journal of Monetary Economics, vol 22
- Martí Pellón J (1997), *El capital inversión en España*, Biblioteca Civitas Economía y Empresa, Ed Civitas
- Modigliani, Franco; Miller, Merton H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, Vol. 48. No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.
- Modigliani, Franco; Miller, Merton H. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply*. The American Economic Review. Vol. 55, No. 3. (Jun., 1965), pp. 524-527.
- Moore Basil (1971), *Introducción a la teoría financiera*, Amorrortu editores, Buenos Aires
- Myers, Stewart C. and Majluf N., 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics 13:187-221.
- Myers, Stewart C., 1984, *The capital structure puzzle*, Journal of Finance, 39: 575-592
- Papa, Rodolfo (2008), *Consideraciones Jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina*, Palermo Business Review, N° 1
- Pendás E. y Mondino D (1985), *De la inflación al autofinanciamiento*, premio anual ADEBA 84, Asociación de Bancos Argentinos
- Plastino A (2008), *Gerenciamiento de la Información*, Seminarios 2008, UNLP
- Schumpeter (1911), *The theory of economic development*, cita de Levine (1997)

Swoboda Carlos (2005), *El Mercado de Valores de la Argentina y los Cambios a partir de Diciembre de 2001*, Dto de Economía y Finanzas, UN de Córdoba, Documento de trabajo N° 24, Agosto
 Williamson, Stephen D (1986), *Costly monitoring, financial intermediation and equilibrium credit rationing*, Journal of Monetary Economics 18, pág. 159-179

Otras publicaciones:

INDEC (2007), *Grandes Empresas en Argentina, 1993-2004*, 1ra. Edición

INFORME ECONÓMICO, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Economía y Producción, 1er Trimestre, 2007.

INDEC (2006), *Anuario Estadístico de la República Argentina*.

ANEXO I

Las 500 Mayores Empresas de América Latina: Cantidad

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Brasil	137	195	203	204	207	211
México	241	170	154	138	111	134
Chile	45	48	48	54	63	55
Argentina	24	25	32	36	41	36
Colombia	25	18	28	30	35	31
Perú	7	8	11	12	18	15
Venezuela	10	9	11	11	12	7
Costa Rica	3	5	6	4	3	3
Ecuador	2	3	2	5	3	3
Guatemala	-	1	2	1	2	-
Panamá	1	2	1	2	2	2
Uruguay	3	2	1	2	2	2
El Salvador	1	2	1	1	1	1

Fuente: América economía, N° 361, Julio 2008, pag.74

Las 500 Mayores Empresas de América Latina: Ventas totales (mill. de Dls)

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	07/06	% /07
Brasil	176.063	297.730	428.755	534.078	610.088	825.018	35,2	42,2
México	497.143	450.280	442.723	490.811	532.016	645.722	21,4	33,0
Chile	41.727	55.049	74.838	103.044	137.953	158.346	14,8	8,1
Argentina	24.490	45.140	45.724	65.582	88.241	107.737	22,1	5,5
Colombia	18.600	16.060	27.727	36.038	46.946	58.598	24,8	3,0
Perú	4.869	6.101	12.464	16.368	26.085	29.092	11,5	1,5
Venezuela	59.970	54.771	74.638	98.294	118.361	109.558	-7,4	5,6
Costa Rica	2.362	4.520	6.643	6.072	4.640	5.594	20,6	0,3
Ecuador	3.296	4.220	4.663	8.211	8.684	9.444	8,8	0,5
Guatemala	-----	1.050	1.735	1.100	3.151	-----	-----	-----
Panamá	793	1.302	1.064	1.818	2.294	2.757	20,2	0,1
Uruguay	1.536	1.092	1.001	2.188	2.231	2.933	31,5	0,1
El Salvador	362	893	521	792	928	938	1,0	0,1

Fuente: América economía, N° 361, Julio 2008, pag.74

ANEXO II

ENGE, Encuesta Nacional a Grandes Empresas, 1993/2004, 1ra. Edición, 2007
Variabes no monetarias o relaciones anuales de variables en moneda corriente

Conceptos	1993	94	95	96	97	98	99	2000	01	02	03	04
Emp c/Gan	401	405	390	389	357	373	343	331	300	360	369	408
c/ Pérd	99	95	110	111	143	127	157	169	200	140	131	92
De cap nac	281	258	248	234	211	206	189	182	175	160	160	165
c/ Part extr	219	242	252	266	289	294	311	318	325	340	340	335
99 a 100 %	96	103	105	117	135	138	145	162	176	201	215	210
VApapel / total	14,0	14,4	14,8	15,1	15,4	15,5	15,9	16,9	16,6	24,8	24,8	24,9
InvBr Fija/ Total	20,3	----	26,0	----	22,1	----	22,6	----	28,7	----	20,1	----
Exp p /Tot	56,3	----	60,5	----	65,5	----	68,9	----	70,4	----	77,3	----
INDICADORES												
AC / PC	Coef		1,09	1,13	1,05	1,01	0,95	0,96	0,92	0,77	0,86	----
P/AT	Coef		.44	.48	.50	.52	.52	.52	.53	.60	.54	----
AC / AT	%		30,7	38,0	30,2	29,3	28,8	28,9	28,4	25,8	27,7	----
AnoC / AT	%		69,3	68,0	69,8	70,7	71,2	71,1	71,6	74,2	72,3	----
P/PN	----	----	,79	.91	1,00	1,08	1,08	1,08	1,11	1,44	1,18	----
Rend Oper	----	----	6,0	6,8	6,8	5,6	3,8	4,4	3,1	4,9	5,8	----
Rent / pn	----	----	10,8	12,9	13,7	11,7	7,9	9,2	6,6	11,8	12,6	----
Amort/ VA	12,8	13,5	15,3	15,5	15,5	16,2	17,5	17,2	19,6	21,9	21,0	17,2
Tasa Inver	31,0	36,3	36,3	32,7	32,8	32,9	25,8	23,5	24,4	14,2	15,7	----

ENGE, Encuesta Nacional a Grandes Empresas, 1993/2004, 1ra. Edición, 2007
Variabes monetarias

Año	Ganancias	Pérdidas	Res. Neto Panel	Inv Bruta Fija	Var de Exist	Inv Br Total	Activos Ctes	Act no Ctes	Act Total
1993	7.313	1.452	5,861	9.167,90	293,3	9.461,20	s/d	s/d	
1994	9.337	1.239	8.098	11.186,50	1.215,70	12.402,10	s/d	s/d	
1995	9.038	1.399	7.638	12.037,20	735,1	12.772,20	88.017	93.051	181.068
1996	10.308	1.411	8.896	11.628,50	742,9	12.371,60	s/d	s/d	
1997	11.403	1.403	10.001	12.525,00	1.085,50	13.610,50	102.261	44.290	146.551
1998	10.570	1.702	8.868	12.811,90	1.234,00	14.045,80	s/d	s/d	
1999	9.360	3.106	6.254	11.563,20	-801,4	10.761,70	117.760	47.728	165.488
2000	10.701	3.119	7.582	19.123,40	346	10.469,50	s/d	s/d	
2001	9.199	3.842	5.356	10.931,40	-777,8	10.153,50	122.715	48.754	171.469
2002	26.794	6.452	20.343	10.160,30	4.003,40	14.163,80	s/d	s/d	
2003	26.140	6.790	19.351	11.430,50	2.147,70	13.578,10	241.976	92.674	334.650
2004	35.003	4.882	30.121	s/d	s/d	s/d	s/d		

ENGE, Encuesta Nacional a Grandes Empresas, 1993/2004, Ira. Edición, 2007
Variables monetarias (continuación)

Año	Pas Cte	Pas no Cte	Pas Total	E / G	I / J	M/J
1993				0,9689997		
1994				0,90198434		
1995	20.316	35.938	56.254	0,94245314	0,51390085	0,31067886
1996				0,93993501		
1997	31.276	42.075	73.351	0,9202454	0,30221561	0,50051518
1998				0,91215168		
1999	35.766	50.246	86.012	1,07447708	0,28840762	0,51974766
2000				1,82658198		
2001	37.244	52.827	90.071	1,07661398	0,28433128	0,52529029
2002				0,7173428		
2003	73.558	107.390	180.948	0,84183354	0,27692813	0,5407082
2004						

ANEXO III

PBI, Capitalización bursátil y Préstamos de bancos al Sector Privado, Montos Negociados en Acciones Ordinarias

a) Precios Corrientes

Año	PIB.P.CTES	BANC.A.PRIV	CAP.BUR.ACC.ORD	MON.NEG.ACC.ORD
1993	248.643.519.498			
1994	270.122.678.162			
1995	263.250.336.152			
1996	282.729.559.356	66.341.252.000		
1997	302.037.522.729	75.742.631.000		
1998	295.425.322.569	87.247.368.000	45.291.520.988	
1999	289.428.828.977	87.623.160.000	83.879.018.178	
2000	287.079.012.356	63.093.000.000	165.802.581.681	9.691.295.255
2001	252.062.944.322	50.967.000.000	192.499.259.022	7.554.063.995
2002	340.249.423.024	35.408.820.000	348.055.265.424	4.150.953.775
2003	399.269.599.018	30.964.240.000	543.294.990.021	8.478.333.005
2004	471.463.528.666	38.705.390.000	689.989.687.803	13.270.252.527
2005	574.351.154.075	53.665.206.000	771.321.256.563	18.810.233.783
2006	703.285.920.838	75.071.760.000	1.229.314.285.985	15.152.710.757
2007	906.114.923.569	107.361.294.000	1.773.043.051.298	21.879.780.982

b) Incrementos en BASE: precios constantes 1993. Relaciones de datos en moneda corriente

Año	Incr. PBI	Incr. BANC.A PRIV	Incr. CAP.BUR ACC.ORD	Crecimiento MON.NEG. ACC.ORD	Cap. Bu/ PBI	Pre Ban/ PBI	MonNeg /PBI
1994	4,98%						
1995	-5,00%						
1996	9,22%					0,234646	
1997	7,68%	13,80%				0,250772	
1998	-0,43%	14,43%			0,15331	0,295328	
1999	-0,94%	2,28%	88,61%		0,289809	0,302745	
2000	-1,93%	-27,47%	99,12%		0,57755	0,219776	0,033758
2001	-10,51%	-17,95%	17,93%	-20,83%	0,763695	0,202199	0,029969
2002	-3,42%	-50,71%	28,28%	-61,01%	1,022942	0,104067	0,0122
2003	11,73%	-15,64%	50,58%	97,04%	1,360722	0,077552	0,021235
2004	9,27%	17,82%	19,70%	47,53%	1,463506	0,082096	0,028147
2005	9,02%	23,43%	-0,48%	26,19%	1,342944	0,093436	0,03275
2006	8,64%	27,36%	45,10%	-26,66%	1,747958	0,106744	0,021546
2007	9,10%	31,84%	32,96%	33,12%	1,956753	0,118485	0,024147