

# “La perspectiva organizacional del financiamiento en tiempo de crisis”

Sergio Solís Tepexpa<sup>1</sup>

El presente número tiene por objetivo presentar trabajos de investigación sobre la perspectiva de las organizaciones para administrar las potenciales fuentes de financiamiento en momentos de crisis, como la presente derivada de los problemas de deuda en Europa.

Estos trabajos se orientan a aclarar cómo las diferentes actitudes frente al riesgo y otras características nacionales (tales como el nivel de crecimiento, la facilidad de apertura de negocios, aspectos culturales, entre otros), sociales e institucionales influyen en la disponibilidad de financiamiento externo y en la estructura de capital de las organizaciones. De igual forma buscan identificar indicios de la forma en que los resultados financieros, la estructura de capital, el financiamiento y la toma de decisiones, están influenciados por leyes e instituciones asociadas a la historia y cultura de los países.

Nos parece conveniente mencionar que el corto número de artículos que atendieron la convocatoria para esta publicación puede ser indicativo de una escasa investigación sobre temas financieros con una perspectiva de tipo organizacional, fuera de lo que marca la tradición económico-financiera. El inicio del siglo XXI ha estado plagado de diversas problemáticas de tipo social, cultural, y económico; sin embargo es en el segundo lustro donde el sector financiero mundial se colapsa debido a la falta de instituciones, leyes y de una cultura de prevención en el ámbito del riesgo. Ejemplos de ello fueron las empresas financieras globales como Lehman Brothers Inc. y American International Group, a las que el gobierno estadounidense tuvo que inyectar capital para evitar una quiebra generalizada en el sector financiero mundial. En este contexto de crisis sistémica es necesario diseñar alternativas de financiamiento para las organizaciones, ya que como consecuencia de la falta de liquidez del sistema bancario y los altos costos, la llave del crédito a la inversión se encuentra cerrada.

En este sentido el financiamiento se refiere a la obtención externa de recursos monetarios que las organizaciones requieren para el desarrollo de sus operaciones

---

<sup>1</sup> Profesor Investigador del Área Análisis y Gestión Socioeconómica de las Organizaciones. Departamento de Producción Económica. UAM - Xochimilco

en los diferentes ciclos financieros. De acuerdo con el uso de dichos recursos las empresas seleccionan las fuentes de financiamiento convenientes para cada caso. Por ejemplo si se trata de adquirir materia prima, de manera anticipada y en mayor cantidad, se puede obtener un crédito del proveedor; cuando se requieren recursos para inversiones de largo plazo, se recurre a fuentes que se denominan de capital, la fuente de recursos puede provenir de los bancos, emisión de acciones comunes, acciones preferentes y utilidades retenidas.

De acuerdo con los analistas de cartera de crédito lo recomendable es seleccionar las fuentes de financiamiento con los costos más bajos, por ejemplo, mientras el precio del dólar se mantuvo en niveles de 12 pesos o menos, era conveniente recurrir a préstamos de bancos en EUA; sin embargo, cuando el peso inició su depreciación frente dólar, el costo se incrementó, dejando de lado esta opción de financiamiento.

Por ello, en épocas de crisis las organizaciones deben realizar una proyección de la evolución de las tasas de interés y del tipo de cambio en que deberá pagarse la deuda, para seleccionar, de entre las distintas alternativas de financiamiento, la más conveniente. Para el financiamiento de corto plazo se pueden usar en mayor medida los créditos de los proveedores que cobren una tasa de interés sobre el monto financiado, teniendo como un objetivo básico cumplir con el proveedor, en tiempo y forma, lo pactado en el crédito para mantener siempre abierta la línea de financiamiento que proporciona.

De ahí que lo más frecuente en la investigación y la práctica profesional sobre la estructura de capital de las organizaciones, se enfoque en el impacto de variables para evaluar la fuerza relativa de dos enfoques teóricos que intentan explicar esa estructura de capital. Por un lado la Teoría de la Jerarquía Financiera (*Pecking Order Theory*), la cual expone la preferencia de la empresa por el financiamiento interno sobre el externo y la deuda sobre los recursos propios, si se recurre a la emisión de valores. Por otro la Teoría del Equilibrio Estático (*Trade-off Theory*) que considera la estructura de capital de la empresa como el resultado del equilibrio entre los beneficios y los costos derivados de la deuda, manteniendo constantes los activos y los planes de inversión (Myers, 1984).

Para entender mejor esta lógica, de corte predominantemente técnico-económico, y visualizar las diferencias respecto al enfoque de análisis que utilizan los autores del presente número de Administración y Organizaciones en las siguientes páginas abordamos con cierto grado de especificidad ambas teorías.

La Teoría de la Jerarquía Financiera, según Sánchez-Vidal y Martín (2004), establece una categoría de preferencias al momento de evaluar la forma de financiar nuevas

inversiones, y consiste principalmente en que las empresas: i) prefieren financiarse mediante fondos generados por ellas mismas, es decir, utilidades retenidas y amortización; ii) establecen la tasa de reparto de dividendos en función de las oportunidades de inversión previstas y de sus flujos de efectivo esperados; iii) establecen reparto de dividendos más o menos fijos en el corto plazo; por tanto habrá ciclos económicos en los que los flujos generados sean suficientes para realizar las inversiones previstas y otros en los que no; y iv) destinan los excedentes de recursos a inversiones financieras temporales o a disminuir el volumen de deuda de su pasivo. Si estos recursos no fueran suficientes para realizar las inversiones necesarias, recurrirán a financiamiento externo, en primer lugar deuda enseguida obligaciones convertibles y en último lugar acciones.

En este sentido Myers y Majluf (1984) plantean un modelo basado en la existencia de asimetría de información y en el cual el administrador (o gerente) defiende los intereses de los accionistas fundadores. Si la empresa dispone de suficientes fondos generados internamente (*financial slack*), llevará a cabo todos aquellos proyectos de inversión cuyo valor actual neto sea positivo. En contraste, para financiar una inversión se requiere de nuevas aportaciones de fondos, una ampliación de capital tendría un efecto negativo en la rentabilidad del accionista ya que, ante una situación de información asimétrica, el mercado interpretará las ampliaciones de capital como que las acciones de la compañía se encuentran sobrevaloradas, y este tipo de anuncio provocaría una caída del precio de las acciones.

Estos autores argumentan que, en el caso de no disponer de los fondos necesarios para financiar las nuevas inversiones, la empresa sólo recurrirá a una emisión de acciones cuando haya inversiones muy rentables que no puedan ser pospuestas ni financiadas mediante deuda, o cuando el empresario piense que las acciones están suficientemente sobrevaloradas como para que los accionistas estén dispuestos a soportar la penalización del mercado.

Bajo este contexto, dominado por el valor de mercado, uno de los problemas que encuentran las PyMes, es el llamado "*finance gap*" o brecha financiera, ya que tienen mayor dificultad para acceder al mercado de capitales (Holmes y Kent, 1991). La brecha financiera se divide en dos componentes, por un lado la brecha de la oferta, es decir, la disponibilidad de fondos que es más limitada para las Pyme o bien su costo es mayor; y por otro la brecha de conocimiento, ya que el uso restringido de la deuda es consecuencia directa de un limitado conocimiento de la oferta de fondos y pasivos financieros disponibles y del desconocimiento de las ventajas e inconvenientes de la deuda. Dado que un gran número de Pyme normalmente no tiene la opción de emitir capital, su principal fuente de financiamiento a largo plazo, es el autofinanciamiento y en caso de que éste fuera insuficiente, el financiamiento

a través de intermediarios. Un aspecto importante que influye en la jerarquización de las alternativas de financiamiento, según tal teoría, es el del control de la empresa por parte de los accionistas fundadores ante la posibilidad de abrir las puertas al incremento de capital por medio de una emisión de acciones.

Por su parte la Teoría del Equilibrio Estático o *Trade-off* toma en consideración el riesgo que asume la empresa de sufrir dificultades financieras si solamente se contempla la ventaja impositiva de la deuda y la empresa se endeuda sin límite, es decir, si se endeuda al máximo nivel posible que postula el trabajo de Modigliani y Miller (1963) en cuanto a la irrelevancia e independencia de la estructura de capital con relación al valor de mercado de la empresa, pues el valor de la misma está determinado por sus activos reales no por los títulos que ha emitido. Lo anterior tiene lugar en presencia de mercados perfectos en los cuales la deuda y los recursos propios pueden considerarse sustitutos. Cabe destacar que la Teoría del *Trade-Off* tiene sus orígenes en la Teoría de la Toma de Decisiones, fundamentalmente en el concepto de optimalidad paretiana, que conduce al concepto de tasa de intercambio (o *Trade-Off*) entre dos criterios. El *Trade-Off* indica cuánto varía un criterio para lograr un incremento unitario en otro criterio.

Cuando se está en presencia de un problema, por lo general se da un conflicto entre objetivos o condiciones *versus* costos o inconvenientes; en un proceso de toma de decisiones es necesario tener una visión holística del hecho, con la finalidad de considerar todos los elementos que se involucren en la decisión. Normalmente al analizar una problemática se aborda desde el punto de vista cualitativo, para ello quien toma las decisiones se basa, fundamentalmente, en considerar sus experiencias previas en la solución de problemas semejantes. En la medida en que el problema sea demasiado complejo o el tomador de decisiones no tenga experiencia previa, resulta útil la realización de un análisis cuantitativo, esto no significa que se deba soslayar la importancia de contar con ambos puntos de vista para tomar la mejor decisión posible, pues al considerar los dos puntos de vista se maximiza la eficiencia en la toma de decisiones final.

Como ya se mencionó la Teoría del Equilibrio Estático tiene como origen el Modelo de Modigliani y Miller (1958), donde se plantea que el equilibrio entre los costos de insolvencia financiera y los beneficios del ahorro tributario por los intereses pagados por el endeudamiento, da lugar a una estructura óptima de capital que minimiza el costo de capital y maximiza el valor de la empresa. Bajo esta teoría se admite la existencia de un índice de deuda óptimo (Taggart Jr., 1977; Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984) que toma en consideración las ventajas y desventajas de las fuentes de financiamiento, así la deuda es sustituida por recursos propios o por los recursos propios de deuda, hasta la maximización del valor de la empresa (Myers, 1984).

Establecido el índice de deuda, en el cual el costo de capital es mínimo, la empresa tenderá al óptimo con ciertos retrasos, producto de los costos asociados al ajuste de la estructura de capital. Bajo esta teoría se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, altos beneficios y por lo tanto más impuestos por compensar; las empresas poco rentables, con activos de alto riesgo e intangibles, basan su financiamiento en recursos propios (Brealey, Myers y Allen, 2006).

A diferencia del Modelo de Modigliani y Miller (1958), que parece indicar que las empresas deben contraer tanta deuda como les sea posible, la Teoría del Equilibrio Estático evita el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento (Brealey, Myers y Allen, 2006). Aunque la Teoría del *Trade-off* predice el establecimiento de un índice de deuda óptimo por parte de los gerentes así como las diferencias en la estructura de capital entre las diferentes industrias, no puede explicar por qué las empresas más rentables dentro de una misma industria, mantienen bajos índices de deuda.

Como se planteó en la convocatoria correspondiente a este número, más allá de las aportaciones de las dos teorías que acabamos de revisar brevemente, existen signos de que los resultados en finanzas, la estructura de capital y financiamiento y las decisiones relacionadas con tales aspectos, están fuertemente influenciados por leyes e instituciones asociadas a la historia y cultura de los países. Por lo que es fundamental el análisis de los mercados financieros a través de una óptica diferente a la de rentabilidad y asumir que los mercados y las organizaciones que interactúan en este sector tienen estructuras y relaciones de poder que impactan a sus socios, empleados, clientes, proveedores y demás agentes.

En este contexto Roxana Muñoz, en su artículo ***Las redes organizacionales de la sociedad civil en México y sus estrategias de financiamiento***, muestra la forma en que las organizaciones de la sociedad civil generan redes, conocidas como Rosci (Redes organizacionales de la sociedad civil), caracterizadas por tener un centro neurálgico que coordina, apoya y vincula a las organizaciones que participan en ella. La autora plantea la forma en que algunas Rosci utilizan una estrategia de financiamiento concentrada en la obtención de recursos de fundaciones internacionales, ya que éstas, además de contar con más recursos garantizan una mayor independencia de las actividades de las redes y el beneficio de realizar convenios de apoyo por varios años, en comparación con la estrategia que ofrecen las fundaciones nacionales.

Por su parte Alejandra Urbiola y Ángel Vázquez en el escrito ***Ceremonias, redes de significado y legitimación: el discurso polisémico del Banco Central de México***, llevan a cabo un análisis que los lleva a comparar los discursos lineal y bi-direccional en contraste con el discurso polisémico. A partir de ello explican que el proceso de

legitimación de las políticas del Banco de México requiere de la participación de ceremonias públicas donde sus interlocutores son organizaciones que comparten, desarrollan y refuerzan elementos de identidad presentes en su campo.

En el artículo ***La representación de la excelencia de las empresas*** Benoît Pigé plantea que adoptar un enfoque comprensivo de las diferentes partes involucradas en una organización es aceptar que la excelencia de la empresa no pueda ser medida por un único indicador que responde a la perspectiva de una de esas partes (los accionistas o patrocinadores), sino que debe ser un concepto pluridimensional que tenga en cuenta la excelencia de la empresa desde el punto de vista de todas y cada una de las partes involucradas, ya que desde esta perspectiva se considera a la empresa como una construcción social, donde sus objetivos son los de las partes involucradas.

10

En el artículo de Carola Conde Bonfil, titulado ***Diversificación del riesgo en las instituciones micro financieras***, se analizan los tipos de riesgo que las instituciones micro financieras perciben y las soluciones que han propuesto para afrontar esos riesgos, a partir de una gestión integral que permita su sustentabilidad en el largo plazo. No obstante se plantea que la diversificación de riesgos es un mecanismo fundamental, no sólo para minimizarlos sino como complemento de una estrategia de mayor cobertura de los servicios financieros que incida en la inclusión financiera y en la mejora de las condiciones de vida de la población a la que pretenden impactar.

Por último el artículo ***El altruismo de la empresa familiar y la posible cultura de la Responsabilidad Social de las Empresas***, escrito por Ricardo Contreras Soto, Alejandra López Salazar y Celina López Mateo, realiza un estudio sobre empresas familiares (micro, pequeñas y medianas) orientado a explorar la existencia de una disposición altruista por parte de los empresarios para brindar ayuda a la sociedad. A partir del estudio realizado los autores sugieren algunas actividades a las empresas familiares estudiadas como las siguientes: buscar productos o insumos que sustituyan a aquellos que sean contaminantes; elaborar productos orgánicos; tener buen manejo de recursos finitos, como el agua; tener programas de recolección de basura; manejo de desechos; mantener limpio el ambiente; buscar reciclajes; impulsar la educación ecológica, mediante capacitaciones, pláticas, talleres y demostraciones; y exigir que se destine parte de los impuestos que se pagan a programas ecológicos.