

IMPACTO FINANCIERO DE LOS CRÉDITOS OTORGADOS POR EL FONDO PARA EL FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA INDUSTRIA MERIDEÑA EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA INDUSTRIA DEL ESTADO MÉRIDA DIAGNÓSTICO 1991 – 1998*

MARYSELA COROMOTO MORILLO MORENO**

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos diez años, la pequeña y mediana industria (Pymi) Venezolana disminuyó sus operaciones, muchas han cerrado sus puertas como consecuencia de la contracción de ventas y la dificultad para financiar costos crecientes, producto de los desequilibrios macroeconómicos. Una de las principales limitaciones para la Pymi es el alto costo del dinero para el acceso a créditos. Paradójicamente, según estudios realizados por la Corporación de los Andes (CORPOANDES), el crecimiento industrial andino está sujeto a las facilidades de financiamiento otorgadas al sector.

El área financiera, específicamente el endeudamiento, se torna conflictiva para la competitividad de la Pymi, dado que los recursos necesarios para mantener su oferta, no pueden ser obtenidos a través de fuentes internas, por las limitaciones económicas de sus dueños y por el pequeño nivel de utilidades

obtenidas. Por ello, la importancia del endeudamiento de corto y largo plazo. Además, en economías inflacionarias las empresas tienen necesidad creciente de capital, dada la iliquidez y la contracción de ventas. (Frances, 1991).

Dada la importancia de la Pymi para la economía nacional, la diversificación y crecimiento económico de las regiones, el estado venezolano ha creado mecanismos destinados al fortalecimiento de la misma. En el Estado Mérida funcionó desde el año 1991 hasta el 2000, un ente del gobierno estatal, denominado Fondo para el Financiamiento de la Pequeña y Mediana Industria Merideña (FON-

FIMER), de carácter autónomo, provisto de personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional y Estatal, cuyo objetivo fue la creación y fortalecimiento de la Pymi del estado, a través de la asistencia financiera, obteniendo el mayor desempeño en la actividad crediticia en el estado Mérida durante los años señalados.

Las actividades crediticias del estado, deben ser analizadas cautelosamente, considerando la posibilidad de que el apalancamiento financiero, experimentado por las Pymis beneficiarias de los créditos se torne negativo dada la presencia de factores típicos de las economías inflacionarias, (alto costo del dinero y rendimientos operativos decrecientes), y ante la posibilidad de que el uso de endeudamiento sea un círculo vicioso, donde se comienza por la falta de liquidez y la acumulación de pérdidas que descapitalizan y obligan a las empresas a sustituir capital propio por ajeno, de corto

A un cuando el endeudamiento es un factor fundamental para la supervivencia y crecimiento de la Pymi merideña, en muchos casos no es la solución a todos los problemas financieros; al contrario es un arma de dos filos.

* El presente estudio forma parte del contenido del trabajo de Grado realizado para optar al del grado de Magíster Scientiae en Administración del Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial CIDE-FACES-ULA, Mérida, Venezuela.

** Licenciada en Contaduría Pública y en Administración, Magíster Scientiae en Administración, Profesor Asistente en la Cátedra de Contabilidad de Costos Escuela de Administración y Contaduría Pública, de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad de Los Andes, Mérida, Venezuela. E-mail: marysellamor@hotmail.com

plazo y elevado costo, lo cual incrementa aún más las pérdidas.

Ante el panorama descrito, una de las investigaciones realizadas en el Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE) de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, de la Universidad de Los Andes, determinó el impacto financiero de los créditos de mediano y largo plazo otorgados por Fonfimer, durante el período 1991-1998, en las Pymis beneficiarias de los mismos ubicadas en el Estado Mérida (**), como una contribución a la mejora en la toma de decisiones financieras del empresario merideño al advertirlos sobre situaciones financieras críticas, en cuanto a fuentes de financiamiento.

CONSIDERACIONES METODOLÓGICAS

La población en estudio estuvo conformada por todos los negocios

dedicados a la transformación de materiales, de tipo industrial, artesanal, localizadas en el Estado Mérida, con un número de trabajadores comprendido entre cero y 100, que recibieron créditos de Fonfimer (Pymis Fonfimer) o que se financiaron por fuentes distintas a los programas crediticios ofrecidos por Fonfimer (Pymis no Fonfimer), entre los años 1991-1998, activas al momento de recolectar los datos.

El muestreo fue aleatorio estratificado por Municipios, lográndose entrevistar 23 Pymis Fonfimer y 12 Pymis no Fonfimer. Los estados financieros analizados pertenecen a 20 Pymis Fonfimer y 8 Pymis no Fonfimer, recolectados de diversas fuentes-Registro Mercantil de la ciudad de Mérida, expedientes de Fonfimer, registros contables facilitados por las Pymis -. La investigación se presenta como un análisis de casos.

RESULTADOS

De la totalidad de Pymis Fonfimer analizadas el 82,6% son sociedades mercantiles de capital, específicamente el 21,74% son sociedades de responsabilidad limitada, y el 60,86% son compañías anónimas, localizadas en los Municipios Libertador, Alberto Adriani, Campo Elías y Tovar. De acuerdo con el código de la Clasificación Industrial Internacional, CIIU, el 47,83% de las mismas están ubicadas en el ramo industrial textil, vestuario y calzado; 26,01% en alimentos, bebidas y tabacos; y el 13,04% en madera, corcho, muebles y accesorios. (Industria primaria o tradicional); en la industria intermedia (productos de minerales no metálicos) se ubica el 4,4% de las Pymis seleccionadas; y en la industria metalmecánica (maquinaria y equipo eléctrico y no eléctrico), se encontró el 8,7%. El monto de los créditos otorgados por Fonfimer a las Pymis estudiadas, durante los años 1991 hasta 1997, se presentan a continuación:

TABLA 1

Monto del financiamiento obtenido:	Proporción de Pymis encuestadas:
[0 – 500.000,00)	4,34%
[500.000,00 – 1.000.000,00)	0%
[1.000.000,00 – 2.000.000,00)	60,87%
[2.000.000,00 – 3.000.000,00)	17,4%
[3.000.000,00 - 4.000.000,00)	13,04%
[4.000.000,00 - 5.000.000,00)	0%
[5.000.000,00 - 8.000.000,00)	4,35%
Total	100%

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor.

ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura de inversión de las Pymis Fonfimer estudiadas durante los años 1989 hasta 1998 muestra como activos más importantes al realizable, fijo, disponible, y exigible a corto plazo. Mientras que las Pymis no Fonfimer presentan como más importante al activo fijo, en la mayoría de años, el segundo lugar lo ocupa el disponible, seguido del exigible a corto plazo y del realizable (Tabla 2), este grupo de Pymis se muestran más líquidas, pese a la existencia de activos fijos, durante los años 1992 hasta 1996, el disponible representó el activo más alto de la estructura de inversión, ello no fue favorable porque pudo haber contribuido a una escasa rentabilidad. La alta proporción de activos disponibles refleja una conservadora administración de capital de las Pymis no Fonfimer. Todo lo contrario ocurrió con las Pymis Fonfimer, las cuales invirtieron la mayoría de sus recursos en activos realizables y fijos.

Las Pymis Fonfimer, durante los años analizados en promedio, presentan como principal fuente de financiamiento a los fondos propios, a excepción del año 1989 (Tabla 3), el pasivo a mediano y largo plazo presentó un comportamiento

irregular, constituyendo sólo una pequeña fuente de financiamiento. Este comportamiento puede reflejar la poca cuantía de los créditos otorgados por Fonfimer, o errores de clasificación contable, por cuanto se trata de estados financieros no auditados.

Aun cuando en las Pymis Fonfimer, el activo más importante es el circulante en promedio, la fuente de financiamiento mayoritaria es el capital, no obstante, puede observarse cómo a partir de 1996 cuando comenzó a crecer el activo realizable también aumentaron los pasivos circulantes. Esto refleja una estructura de financiamiento coherente y conservadora.

La estructura de financiamiento de las Pymis no Fonfimer, según la Tabla 3, al igual que en las Pymis Fonfimer se muestra conservadora, el capital contable en promedio es el financiamiento más importante durante los años analizados. El pasivo a mediano y a largo plazo es nulo, en promedio. El comportamiento del pasivo circulante hace pensar que estas empresas al no estar financiadas por Fonfimer acuden a los proveedores como fuente de financiamiento, lo cual representa un síntoma de iliquidez y de alto riesgo financiero, dada la perentoria cancelación de la deuda corriente

atenuado con el aumento del activo disponible.

Los violentos cambios en las porciones de pasivo, de las Pymis no Fonfimer en algunos de los años, es producto de que el análisis a los estados financieros fue realizado a distintas Pymis.

La mayoría de Pymis Fonfimer (Tabla 4), durante los últimos cinco años, utilizaron como financiamiento a los créditos bancarios. Las Pymis no Fonfimer, acudieron menos a los bancos, organismos públicos y proveedores, un mayor número de ellas se financiaron internamente con utilidades, aportes de socios y subsidiarias. Ninguna de las Pymis analizadas emitió bonos y acciones para financiarse.

La tasa de interés máxima de financiamiento, de fuentes distintas a las ofrecidas por Fonfimer, pero obtenido por las Pymis Fonfimer encuestadas, se encuentra en su mayoría entre 26 y 50% (Figura 1), mientras que la **tasa mínima** está en su mayoría entre 0 y 50% (Figura 2). Se podría inferir que la tasa máxima promedio poblacional es menor o igual al 41%, y la mínima menor o igual al 27%, con un nivel de significación del 1%.

TABLA 2
ANÁLISIS VERTICAL DE LAS PROPORCIONES DE ACTIVOS DE LAS PYMIS

PYMIS FONFIMER												
Proporciones (%):	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998		
Disponible	7,970	6,498	8,575	10,002	16,584	22,199	19,025	16,574	7,294	8,231		
Exigible a corto plazo	8,410	18,775	12,196	2,544	11,228	8,488	6,775	8,505	7,985	11,359		
Inversiones Temporales	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
Realizable	44,833	43,462	35,939	38,242	26,510	31,551	31,933	44,831	55,692	60,140		
Gastos pag. por anticipado	0,632	7,582	1,333	0,000	0,502	0,449	0,000	0,954	0,582	0,000		
Exigible a largo plazo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,113	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
Activo fijo	20,047	25,133	37,266	48,371	42,500	37,316	41,130	29,389	28,172	13,830		
Cargos diferidos	1,730	1,915	3,002	0,800	1,086	0,153	0,000	0,000	0,270	4,492		
Inversiones de largo plazo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,418		
Otros activos	16,375	3,373	0,053	0,041	1,475	0,203	1,275	0,683	0,000	0,402		
PYMIS NO FONFIMER												
Proporciones(%):	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Disponible	47,9	37,33	12,150	12,800	88,870	38,527	52,442	28,893	31,826	20,620	8,011	
Exigible a corto plazo	0	0	23,475	1,615	0,000	33,068	21,332	25,193	21,563	17,098	38,879	
Inversiones Temporales	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Realizable	1,34	0	6,011	13,385	0,000	1,972	1,318	20,004	20,347	30,518	17,994	
Gastos pag. por anticipado	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,883	
Exigible a largo plazo	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Activo fijo	50,7	62,67	57,940	72,195	10,180	26,095	24,874	25,707	17,654	20,645	28,660	
Cargos diferidos	0	0	0,000	0,000	0,930	0,000	0,058	0,023	0,009	0,000	0,066	
Inversiones de largo plazo	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Otros activos	0	0	0,372	0,000	0,018	0,235	0,056	0,081	7,758	6,163	7,343	

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

TABLA 3

ANÁLISIS VERTICAL DE LAS PROPORCIONES DE PASIVO Y CAPITAL DE LAS PYMIS

PYMIS FONFIMER											
Proporciones(%)	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Pasivo circulante	56,130	44,520	28,971	27,726	26,163	23,640	22,926	25,561	40,321	38,775	
Pasivo de mediano plazo	4,807	0,000	1,471	0,000	0,000	0,000	3,679	1,989	2,127	7,780	
Pasivo de largo plazo	4,420	1,435	0,513	0,000	5,684	5,551	0,131	4,765	0,630	0,000	
Créditos diferidos	0,000	0,000	0,000	0,000	2,260	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Otros Pasivos	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,049	0,083	0,000	0,000	0,000	
Capital Contable	34,640	54,045	70,602	72,274	65,893	70,758	73,178	67,682	56,921	53,267	
PYMIS NO FONFIMER											
Proporciones(%)	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Pasivo circulante	0	0,24	3,700	1,320	11,720	31,136	21,432	29,243	24,740	31,472	29,055
Pasivo de mediano plazo	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Pasivo de largo plazo	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	5,628
Créditos diferidos	0	0	0,000	3,235	0,000	0,000	0,000	1,075	0,011	6,628	3,271
Otros Pasivos	0	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Capital Contable	100	99,76	96,300	95,440	88,280	68,862	78,566	69,682	75,247	61,775	62,041

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

TABLA 4

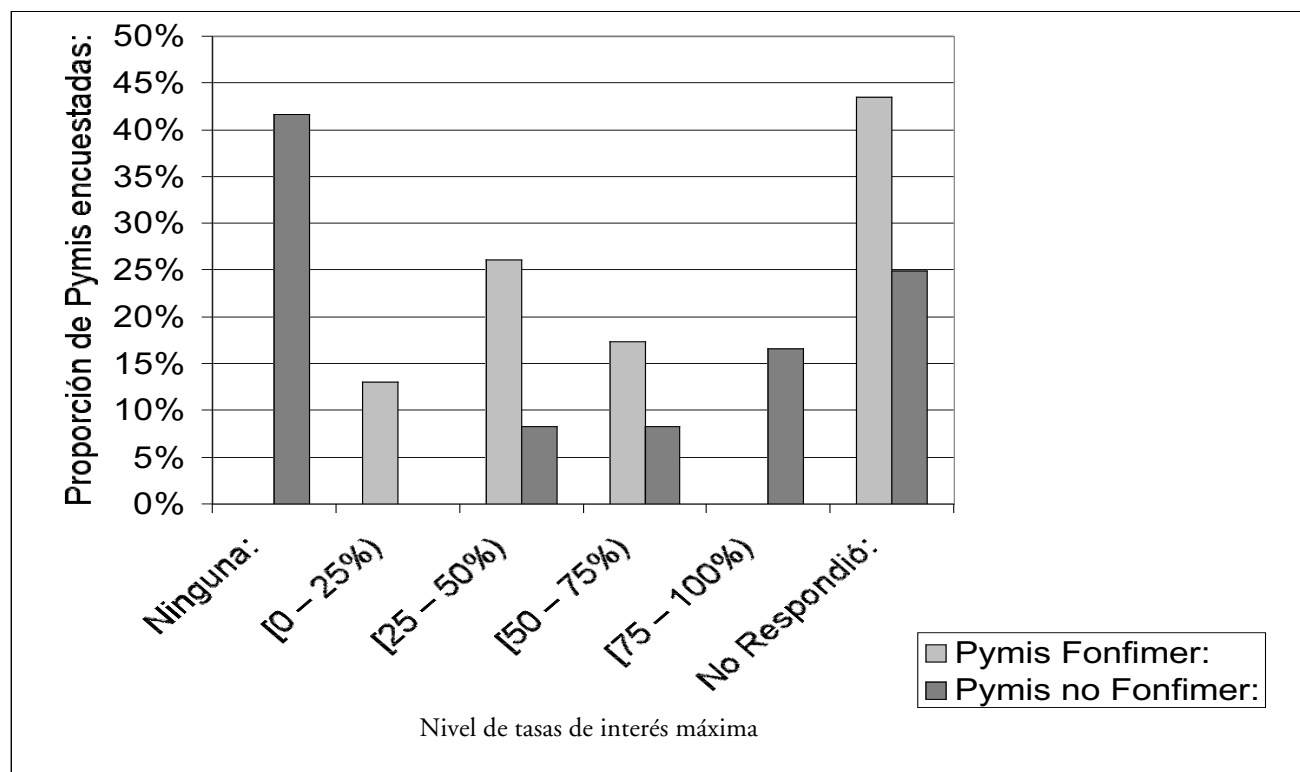
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMIS EN LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS

Fuente	Pymis Fonfimer	Pymis no Fonfimer
Banco	47,82%	41,67%
Organismos Públicos	26,08%	0%
Proveedores	17,40%	8,33%
Socios	0%	8,33%
Utilidades	8,7%	33,33%
Subsidiaria	0%	8,33%
Ninguna	0%	16,67%

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

FIGURA 1

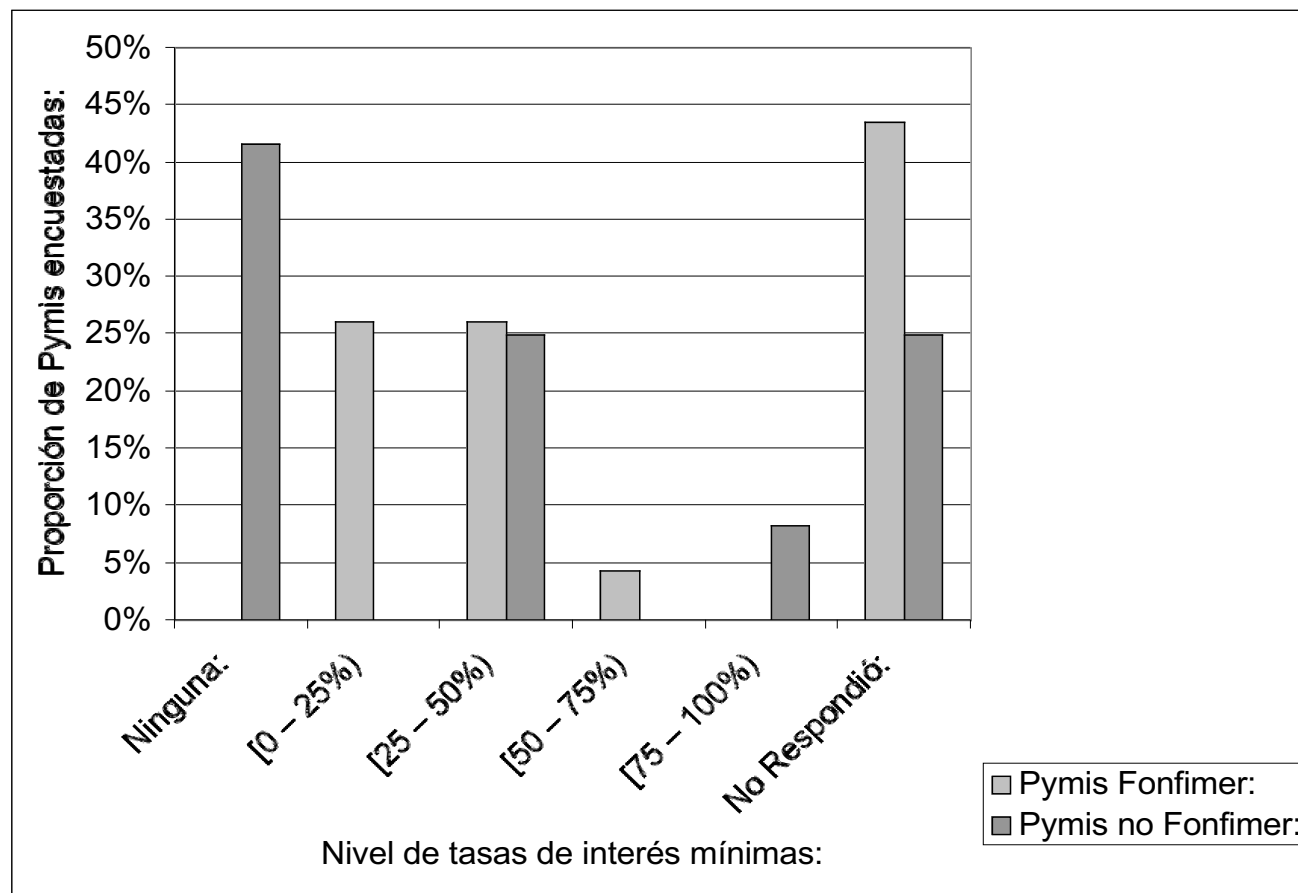
NIVEL DE TASAS DE INTERÉS MÁXIMA DE LAS PYMIS



Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

FIGURA 2

NIVEL DE TASAS DE INTERÉS MÍNIMA DE LA PYMIS



Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

En cambio las Pymis no Fonfimer, en su mayoría (41,67%) respondieron no haber tenido un costo efectivo de intereses por el financiamiento, por cuanto se financiaron con utilidades; el 16,67% afirmó haber tenido que cancelar una tasa de interés máxima entre el 75 y 100% (Figura 1), ello se debe a la porción de Pymis que se financiaron a través de los bancos ya que no acudieron a préstamos industriales ofrecidos por organismos públicos como Fonfimer o Corpoindustria. En cuanto a la tasa mínima de estas Pymis (Figura 2) el 25% afirmó haber tenido que cancelar entre el 25 y 50%, tasa superior a las reflejadas por las Pymis Fonfimer.

Las tasas de interés de los créditos de Fonfimer para las Pymis analizadas en la muestra, (43,48%) fueron en su mayoría variables y ajustables periódicamente (50% del promedio de la tasa activa de la banca comercial, pero no superior al 30% anual). De acuerdo con la política de créditos de Fonfimer algunas tasas eran fijas anuales, especialmente durante los primeros años de su funcionamiento, el 26,08% de las Pymis encuestadas disfrutaron de dichas tasas.

En cuanto a los **factores determinantes del diseño de la estructura de financiamiento**, para las Pymis Fonfimer, las condiciones del financiamiento

y el nivel de las tasas de interés históricas fueron los factores que determinaron con mayor importancia la estructura de financiamiento, así lo reveló el 43,5% y el 30,43% de los empresarios entrevistados, respectivamente. El segundo lugar, lo ocupó el incremento de las ventas, mientras que el nivel de las tasas de interés pronosticadas junto con el incremento de la producción y el ahorro fiscal, fueron los menos considerados. Para las Pymis no Fonfimer el nivel de ingresos presentes del negocio fue el principal factor para la selección de su fuente de financiamiento, el segundo factor lo constituyó el incremento en las ventas.

Ninguno de los empresarios entrevistados, consideró de forma primaria la rentabilidad de la inversión realizada con el financiamiento logrado, como elemento fundamental para experimentar un apalancamiento financiero positivo; tampoco mencionaron el flujo de efectivo como factor primario, en su lugar el nivel de ventas y su crecimiento, lo cual no asegura la continuidad operativa del negocio a diferencia del flujo de efectivo que asegura solvencia a corto plazo. Esto indica que las decisiones financieras son tomadas a partir de fundamentos inadecuados. Las Pymis Fonfimer al manifestar las condiciones de la fuente como factor fundamental, confirman su tendencia al financiamiento preferencial ofrecido por Fonfimer. En cambio las Pymis no Fonfimer, al revelar el nivel de ventas refleja cautela, preocupación por la solvencia, y aversión por el financiamiento externo.

EVALUACIÓN DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO

Dado que el grado de apalancamiento financiero (AF) depende del nivel de rentabilidad operativa y del costo de la deuda, reflejado a su vez en el riesgo financiero, antes de analizar el coeficiente de AF, se analiza de forma global la

rentabilidad operativa, costo de deuda, rentabilidad financiera y riesgo financiero de las Pymis estudiadas, para finalmente evaluar el AF de las mismas. Es necesario indicar, que el análisis a los estados financieros fue practicado a distintas Pymis en algunos de los años, lo cual impide el estudio de las tendencias de los índices en el mismo grupo de Pymis (Fonfimer y no Fonfimer), y explica los elevados niveles que presentan repentinamente dichos índices.

La rentabilidad operativa -RO- (Utilidad operativa / Activos totales) promedio de las Pymis Fonfimer es baja (Tabla 5), la más alta se presenta en 1991, 1993 y 1994, las utilidades operativas no alcanzaron a un Bolívar por cada Bolívar invertido. La RO de las Pymis no Fonfimer (Tabla 5) también presentó niveles bajos. Sólo entre los años 1992 hasta 1996 se presentan las más altas. Esta baja tendencia en los niveles de RO es frecuente en la actividad industrial por el volumen de activos invertidos, lo cual provoca una rotación baja de activos (Ventas/Activos) y exige un margen de utilidad sobre ventas (Utilidad neta / Ventas) elevado¹. Por ello la RO de ambas Pymis fue baja durante los años analizados; éstas aparte de tener gran volumen de activos, muestran un margen

de utilidad sobre las ventas escaso (Tabla 5).

En ambos grupos de Pymis el costo del pasivo fue moderado, el nivel más alto fue 27% en 1998 para las Pymis Fonfimer (Tabla 5), producto del uso de pasivo circulante de bajo costo (proveedores), recursos propios, el escaso pasivo de mediano y largo plazo, y el pequeño crédito recibido de Fonfimer.

Al comparar la RO y los costos de los fondos ajenos para las Pymis Fonfimer, en promedio, la RO supera los costos de los pasivos durante los años analizados, con excepción del año 1992 y 1998, lo cual indica un AF positivo donde la diferencia entre la RO y los costos de los fondos ajenos (Gastos financieros / Pasivo) fue para los propietarios. Es decir, en la mayoría de años éstas Pymis obtuvieron unas utilidades más altas que los costos de sus pasivos, lo cual condujo a incrementar la rentabilidad de los fondos propios (Utilidad neta / Capital), que pese a ello ha tenido niveles moderados y de irregular crecimiento (Tabla 6) debido a la alta proporción de fondos propios. Para las Pymis no Fonfimer la rentabilidad obtenida por la totalidad de fondos (RO) fue suficiente para cubrir el costo promedio del pasivo.

1 La rentabilidad operativa está compuesta por el margen de utilidad operativa sobre ventas y el índice de rotación de activos (Ventas / Activos)*(Utilidad Operativa / Ventas). El margen de utilidad neta sobre ventas (Utilidad netas/ventas) puede asemejarse en este caso al margen de utilidad operativa sobre ventas (Utilidad Operativa / Ventas) dado que el nivel de gastos financieros y de impuestos presentes en las Pymis Fonfimer y no Fonfimer es ínfimo.

TABLA 5

RENTABILIDAD OPERATIVA, MARGEN DE UTILIDAD NETA SOBRE
VENTAS Y EL COSTO DE DEUDA

Pymis Fonfimer	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Utilidades operativas /Activos	0,090	0,163	0,248	0,063	0,227	0,250	0,177	0,197	0,140	0,107	
Utilidad Neta / Ventas netas	0,025	0,085	0,096	0,055	0,129	0,118	0,072	0,135	0,064	0,029	
Gastos financieros/Pasivo total	0,033	0,034	0,018	0,089	0,094	0,106	0,082	0,060	0,051	0,271	
Pymis no Fonfimer	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Utilidades operativas /Activos	0,22	0,289	0,088	0,114	0,417	0,312	0,251	0,290	0,257	0,141	0,217
Utilidad Neta / Ventas netas	0,045	0,123	0,054	0,065	0,080	0,134	0,466	0,084	0,062	0,036	0,070
Gastos financieros/ Pasivo total	0	0	0,000	0,000	0,000	0,002	0,001	0,003	0,001	0,004	0,003

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

El riesgo financiero (RF) de las Pymis Fonfimer, en promedio fue favorable, (Tabla 6) lo cual indica la posibilidad para cumplir con los compromisos y

obtener utilidades, los fondos ajenos o pasivos (D) hicieron incrementar la rentabilidad de los fondos propios (FP); sólo durante 1992 y 1998 los costos

ocasionados por los fondos ajenos superaron la RO de las Pymis Fonfimer, es decir, no obtuvieron utilidades suficientes para enfrentar los costos de los pasivos.

TABLA 6

ÍNDICES DE RIESGO FINANCIERO Y DE RENTABILIDAD FINANCIERA

Pymis Fonfimer	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Riesgo Financiero	0,122	0,112	0,204	-0,022	0,046	0,032	0,378	0,031	0,104	-0,425	
Utilidad Neta / Capital Contable	0,082	0,230	0,286	0,256	0,287	0,399	0,199	0,118	0,281	-0,073	
Pymis no Fonfimer	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Riesgo Financiero	0	0,001	0,005	0,002	0,042	0,035	0,015	0,032	0,130	0,086	0,020
UtilidadNeta/ Capital Contable	0,187	0,027	0,084	0,109	0,50	0,800	0,400	0,140	0,103	0,093	0,318

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

Las Pymis no Fonfimer por su parte presentaron un RF poco halagador durante los años 1988 hasta 1995, porque los fondos ajenos hicieron crecer poco a la rentabilidad de los FP dado que el nivel de pasivo incurrido fue muy bajo y los FP se constituyeron en la principal fuente de financiamiento, sin llegar en ninguno de los períodos los costos del pasivo a superar la rentabilidad financiera². El RF mostró niveles inferiores en la mayoría de años que los presentados por las Pymis Fonfimer, estas últimas incrementan la rentabilidad del capital contable con el uso de fondos ajenos, a diferencia de las Pymis no Fonfimer.

Al observar la rentabilidad financiera o de los fondos propios (Utilidad neta/ Capital contable) cabe considerar si la industria es una buena alternativa de inversión, probablemente esta consideración sea la causa de la falta de socios, para las Pymis Fonfimer, dado que la más alta se presenta en 1994 alcanzando apenas Bs. 0,39 por cada Bolívar propio invertido, incluyendo el valor de las acciones, los aportes o incrementos de capital y las utilidades no distribuidas de las cuales se han privado los propietarios (Tabla 6). Comportamiento igualmente moderado e irregular presenta la rentabilidad de los fondos propios de las Pymis no Fonfimer, en la mayoría de años analizados, con excepción de los años 1992, 1993 y 1994.

Analizando la rentabilidad financiera en sus componentes³, margen de utilidad sobre ventas (Utilidad neta / Ventas) y rotación del capital contable (Ventas/ Capital Contable) se puede deducir la razón por la cual la rentabilidad financiera fue moderada para ambos grupos de

Pymis. El margen de utilidad sobre ventas, resultó bastante bajo, en ambos casos (Tabla 5). Esta medida por sí sola es un indicador erróneo del resultado económico de las empresas, si no está acompañado por el volumen de capital contable o fondos propios usados. El volumen de capital contable utilizado como financiamiento, es considerable para las Pymis Fonfimer y no Fonfimer, es decir requirieron gran volumen de capital contable para soportar el incremento de las ventas y obtener utilidades.

De esta manera la rentabilidad financiera, de las Pymis analizadas, resultó deprimida porque el margen de utilidad sobre ventas fue moderado y por el alto nivel de capital contable en la estructura de financiamiento, por cuanto una buena rentabilidad financiera no depende sólo de la rentabilidad de la inversión realizada sino también del costo del endeudamiento, del nivel de deuda y de inversión de los propietarios. Es importante señalar como desde el año 1992 hasta 1996, tanto las Pymis Fonfimer y las no Fonfimer, lograron una rentabilidad financiera mayor (Tabla 6), al igual que una RO (Tabla 5), lo cual puede reflejar una tendencia general del mercado que hizo crecer las ventas y/o

mantener los costos. Por ello la probabilidad de cumplimiento de obligaciones y de obtener utilidades fue alta.

Analizando el grado de apalancamiento financiero -G.A.F.- (Tabla 7), éste se muestra en promedio, superior a la unidad para las Pymis Fonfimer, lo cual indica un AF positivo, y una alta volatilidad de las utilidades netas frente a las utilidades operativas por la presencia de deuda (por cada Bolívar de aumento de las utilidades operativas, las utilidades netas aumentaron en más de un Bolívar). Los pasivos ejercieron un efecto multiplicador de la rentabilidad de los fondos propios producto del comportamiento superior de la RO frente al costo de la deuda.

Al aumentar el pasivo se incrementa la rentabilidad financiera, siempre que el costo del mismo no supere la RO. Esto es cuestionable dado que mientras mayores sean los niveles de endeudamiento mayor será su costo, debido al riesgo percibido por los acreedores; sin embargo existieron pasivos con bajos costos como el de los proveedores y los ofrecidos por Fonfimer, utilizados por las Pymis Fonfimer, durante los años analizados.

El G.A.F. se muestra inferior para las Pymis no Fonfimer, el mismo refleja una volatilidad menor de las utilidades netas frente a las utilidades operativas. Este pequeño índice de AF es producto del moderado uso de pasivos como fuente de financiamiento. Las Pymis no Fonfimer no utilizaron pasivos para multiplicar la rentabilidad de los fondos propios; por presentar una estructura de financiamiento conservadora, no utilizaron palanca para incrementar la rentabilidad financiera,

2 El índice de riesgo financiero está dado por la fórmula presentada a continuación, en la cual al disminuirse la deuda e incrementarse los fondos propios el coeficiente $(RO - i) * (D/P)$ disminuye.
Índice de Riesgo Financiero: $(RO - i) * (D/P) + RO$

3 Rentabilidad Financiera: $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital Contable}} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Capital contable}}$

Al aumentar el pasivo se incrementa la rentabilidad financiera siempre que el costo del mismo no supere la RO. Esto es cuestionable dado que mientras

mayores sean los niveles de endeudamiento mayor será su costo, debido al riesgo percibido por los acreedores; sin embargo existieron pasivos con bajos

costos como el de los proveedores y los ofrecidos por Fonfimer, utilizados por la Pymis Fonfimer, durante los años analizados

TABLA 7

GRADO DE APALANCAMIENTO FINANCIERO DE LAS PYMIS

Pymis Fonfimer	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
%Utilidades Netas / % Utilidades Operativas	***	9,131	12,18	3,343	3,611	1,288	1,293	2,601	1,887	1,837	
Pymis no Fonfimer	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
%Utilidades Netas / % Utilidades Operativas	***	1	0,947	1,035	***	0,720	4,700	1,527	0,955	0,852	1,014

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

*** No fue calculado, dada la indisponibilidad de estados financieros.

LIQUIDEZ Y SOLVENCIA DE LARGO PLAZO

La baja rentabilidad es el precio que debieron pagar las Pymis por tener niveles de liquidez y de solvencia a largo plazo favorables, cumpliéndose así la aseveración “a menor riesgo menor rendimiento”. La importante porción de capital contable y el escaso endeudamiento explican los altos niveles de solvencia de largo plazo y liquidez.

La liquidez (Activo circulante / Pasivo circulante) de las Pymis Fonfimer en promedio se muestra favorable (Tabla 8), en todos los años analizados es superior a uno (1). Una medida más estricta de liquidez es la prueba del ácido (Activo circulante – realizable - prepa-

gados / Pasivo circulante), la cual continuó indicando una posición favorable, pese a la importante porción de inventarios, sin embargo el activo disponible y el exigible a corto plazo también resultaron ser cuantiosos.

Los niveles promedio de liquidez mostrados por las Pymis no Fonfimer (Tabla 8) son superiores a uno (1), debido a la pequeña porción de pasivo circulante presente. La prueba del ácido presenta niveles cercanos a los de la liquidez, dado que presentaron bajos niveles de activo realizable y niveles nulos de gastos pagados por anticipado.

Los indicadores de liquidez descritos son radicales y estáticos, lo importante es medir la sincronización de entradas y

salidas de fondos, mediante el índice del ciclo de comercialización. Las Pymis Fonfimer, (Tabla 8) debieron esperar más de 195,74 días, durante 1997, para recuperar por la vía de cobro de sus ventas el dinero desembolsado en compras de materiales y demás costos de producción; en los demás años debieron esperar en promedio entre 51 y 157 días. Esto es producto, en parte, de los altos volúmenes de activo realizable y de la concesión de crédito a sus clientes (Tabla 2), lo cual disminuye la liquidez para estas Pymis. Las Pymis no Fonfimer (Tabla 8) en promedio presentan un ciclo de comercialización más corto, los más altos fueron de 60 días durante, es decir, el exigible a corto plazo representó una porción importante en la estructura de inversión.

TABLA 8
ÍNDICES DE LIQUIDEZ

Pymis Fonfimer

Índices:	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Liquidez	1,270	1,694	3,796	2,721	12,86	18,82	4,686	11,055	3,728	34,468
Prueba del Ácido	0,362	1,103	2,855	1,314	9,960	9,556	2,175	3,542	1,415	14,742
Ciclo de comercia- lización (días)	20,55	156,8	115,7	59,32	157,1	51,24	57,34	96,645	195,744	66,515

Pymis no Fonfimer

Índices:	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Liquidez	0	0	6,690	6,630	7,580	8,283	16,94	51,13	4,565	23,73	12,65
Prueba del Ácido	0	0	2,090	5,460	7,580	7,867	16,23	30,83	2,772	22,25	10,17
Ciclo de comercia- lización (días)	1,23	22,205	60,745	30,66	11,71	24,55	17,94	60,22	40,71	60,83	61,09

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

Durante los demás años debieron esperar un período menor dado el bajo nivel de inventarios presentado, lo cual mejoró más su solvencia de corto plazo.

Hasta ahora se ha analizado la capacidad de pago de las obligaciones de corto plazo de las Pymis. A continuación se presenta el análisis de la capacidad de pago de los compromisos financieros de largo plazo, asociados con el análisis de la solvencia de largo plazo.

Los índices la **solvencia de largo plazo** de las Pymis Fonfimer (Tabla 9) muestran niveles favorables, durante los años analizados, la relación pasivo total a patrimonio sobrepasa a uno (1) durante los años 1989, 1990, 1996 y 1997, en los demás años los niveles se situaron por encima de Bs. 0,60 de pasivo total por cada bolívar de capital contable. La

relación pasivo total a activo total se ubicó con niveles pocos moderados. Las Pymis no Fonfimer, muestran índices de solvencia de largo plazo más favorables (conservadores), igualmente la relación pasivo total a activo total. Durante el año 1988, la relación pasivo a patrimonio y pasivo a activos es nula por la ausencia de pasivos.

El índice de cobertura de los costos de deuda (Utilidad Operativa / Intereses) promedio, para las Pymis Fonfimer, se presenta superior a uno (1) en todos los años analizados (Tabla 9); los más altos se presentaron en los años 1990, 1991, y 1998, durante los cuales los gastos financieros fueron muy inferiores en relación con las utilidades obtenidas. Sin embargo, desde el punto de vista rentable esto no luce favorable debido a que el remanente de utilidades una vez cubierto

los intereses sería poco. Durante los años 1990 y 1991 el índice de cobertura muestra niveles altos, en los que se obtuvieron altas utilidades frente a pequeños niveles de gastos financieros, el resto de años reflejaron índices de cobertura bajos, desde 1995 hasta 1998 pese al bajo gasto financiero presentado lo cual indica la existencia de moderadas utilidades operativas.

Las Pymis no Fonfimer mostraron en promedio índices de cobertura de los costos de deuda nulos, durante los primeros años analizados, dada la ausencia de gastos financieros; a partir de 1993 presentaron un nivel de gastos financieros bajo, y luego de 1994 el índice de cobertura declinó considerablemente reflejando la disminución de las utilidades operativas (Tabla 9).

TABLA 9
INDICES DE SOLVENCIA

Pymis Fonfimer

Índices:	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Pasivo Total / Patrimonio	2,336	1,399	0,734	0,756	0,843	0,600	0,600	0,683	1,473	3,120
Pasivo Total / Activo Total	0,720	0,460	0,309	0,278	0,345	0,300	0,268	0,333	0,420	0,348
Cobertura de los Costos de Deuda	3,438	13,105	11,5	1,058	1,710	4,985	2,791	7,277	1,627	13,9

Pymis no Fonfimer

Índices	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Pasivo Total / Patrimonio	0	0,002	0,04	0,050	0,133	1,154	0,967	1,02	0,580	0,770	0,735
Pasivo Total / Activo Total	0	0,002	0,037	0,046	0,117	0,311	0,214	0,29	0,247	0,381	0,380
Cobertura de los Costos de Deuda	0	0	0,000	0,000	0,000	553,0	3,258	0,61	3,193	2,636	1,066

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

APALANCAMIENTO FINANCIERO EN INFLACIÓN

El efecto palanca financiera analizado, es válido tanto en una economía inflacionaria como no inflacionaria. Siempre que el costo corriente del pasivo sea superado por la rentabilidad financiera corriente, es favorable la procedencia de deuda, pero cuando el costo del pasivo supere la RO conviene sustituirlo por pasivo de menor costo o por FP. Esto es válido para circunstancias estáticas, pero con operaciones en crecimiento, se debe involucrar la eficiencia, es decir, el nivel del uso de activos medido por el índice de rotación de activos. Por ello se analizó el AF en inflación con un nivel creciente de ventas a moneda corriente (4).

En las Pymis Fonfimer las ventas se incrementaron más rápido en promedio, durante la mayoría de años analizados (Tabla 10). Al mezclar esto con el efecto del síndrome de la prosperidad (5), ello demandó más activos que financiar (6), lo cual fue realizado con capital contable en su mayoría (Tabla 3), por ello la rentabilidad financiera fue positiva (Tabla 6). Dado que en inflación al deprimirse la RO se corre el riesgo de que los gastos financieros superen a la RO y a medida que más se incrementan las ventas el AF se hace más negativo; pero esta situación no ocurrió porque el aumento de las ventas no fue acompañado con un incremento de pasivo sino con una porción de capital contable (Tabla 3), además las Pymis Fonfimer utilizaron deuda de bajo costo.

El efecto del crecimiento de las ventas y el comportamiento del AF en inflación de las Pymis no Fonfimer (Tabla 10), es parecido al de las Pymis Fonfimer, aun cuando la rotación de los activos de éstas se mostró inestable. Se puede afirmar que el AF experimentado por las Pymis no Fonfimer fue positivo, producto del uso intensivo de fondos propios que financió el incremento de las ventas.

El efecto del AF también se observa en el **crecimiento sostenido** (7), experimentado por las Pymis. Para analizar el crecimiento sostenido se comparó la tasa de crecimiento sostenido promedio de las Pymis analizadas (Tabla 11), con la RO y la variación del nivel de ventas, a moneda corriente.

4 Moneda corriente: unidad monetaria no deflactada o ajustada por inflación.

5 Síndrome de prosperidad: fenómeno en el cual se requieren fondos para financiar activos del incremento de ventas, permaneciendo constante la eficiencia en el uso los mismos (Rotación de activos: Ventas/Activos).

6 Nótese cómo el índice de rotación de activos permaneció estable desde 1990 hasta 1997, Tabla 8.

7 Tasa de crecimiento sostenido: "...tasa de aumento del activo y de las ventas que la empresa puede soportar financieramente ..." (Sallenave, 1990, p. 91) $(Deuda/Patrimonio) * (Rentabilidad Operativa - Costo de Deuda) * (1 - tasa de utilidades distribuidas) + Rentabilidad Operativa$.

TABLA 10

ÍNDICES REFERENTES AL APALANCAMIENTO FINANCIERO EN INFLACIÓN

Pymis Fonfimer:	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Nivel de ventas										
(Bs.):	1592861	3407358	4625508	7331804.4	8630542.6	10012657.3	22148480.2	43149886.8	65453019	95767217.9
Variación de las Ventas:	0.762	4.915	2.3204	0.7116	1.7809	1.389	1.758	0.571	0.344	
Rotación de activos (ventas /Activos)	0.798	2.169	2.127	2.6916	2.3488	2.8612	2.6187	3.3179	5.182	1.678
Pymis no Fonfimer:1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Nivel de ventas										
(Bs.):	1698726	1429572	6271801	10537582	21849365.2	36236767.3	63902841.7	116604826	128544301	28741952 514763576
Variación de las Ventas:	***	-0.158	1.38	0.530	1,073	2.3835	0.2833	1.5264	1.141	0.8111 1.1340
Rotación de activos (ventas /Activos)	4.118	2.63	1.52	1.474	3.91	2.2672	1.9472	3.0581	6.8556	5.6901 4.2535

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

*** No fue calculado, dada la indisponibilidad de estados financieros.

TABLA 11

ÍNDICES REFERENTES A LA TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIDO

Pymis Fonfimer	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Rentabilidad operativa (Bs)	0,090	0,163	0,248	0,063	0,227	0,250	0,177	0,197	0,140	0,107	
Índice de Crecimiento (Bs)	-0,008	0,116	0,180	0,439	0,277	0,2666	0,222	0,2475	0,191	-0,019	
Pymis no Fonfimer	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Rentabilidad operativa (Bs)	0,22	0,289	0,08	0,11	0,417	0,312	0,251	0,290	0,257	0,141	0,217
Índice de Crecimiento (Bs)	0,22	0,169	0,08	0,11	0,417	0,312	0,251	0,290	0,257	0,141	0,217

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos por el autor

Las Pymis Fonfimer, incrementaron su tasa de crecimiento sostenido con la utilización de fondos ajenos (Tabla 11), es decir, adicionaron un crecimiento extrínseco, desde los años 1992 hasta 1997 (Tabla 3). Dado que la tasa de crecimiento de sus ventas superó la rentabilidad operativa, es decir, pudieron soportar el crecimiento de las ventas con el uso de recursos ajenos (apalancamiento financiero).

Igualmente, las Pymis no Fonfimer durante la mayoría de años analizados lograron adicionar crecimiento extrínseco gracias a la utilización de deuda en su financiamiento (Tabla 3). Durante el año 1988 la tasa de crecimiento sostenido fue idéntica a la rentabilidad operativa, dado que no utilizaron pasivos y el incremento de las ventas fue financiado sólo con crecimiento intrínseco (fondos propios).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Con base en el análisis e interpretación realizada a los estados financieros a valores históricos de las Pymis estudiadas,

se presentan las siguientes conclusiones. Las Pymis Fonfimer presentan un apalancamiento financiero positivo y superior al experimentado por las Pymis no Fonfimer, lo cual indica la presencia favorable de los pasivos en la estructura de financiamiento, dentro de éstos se encontraron los créditos concedidos por Fonfimer. En cambio el apalancamiento financiero experimentado, en promedio durante los años analizados por las Pymis no Fonfimer fue también positivo, pero menor, producto del moderado uso del pasivo.

Al analizar los componentes del apalancamiento financiero, en primer lugar se encuentra la rentabilidad operativa, la cual resultó ser baja e irregular, tanto para las Pymis Fonfimer como no Fonfimer, producto del escaso margen de utilidad sobre ventas obtenido y el gran volumen de activos invertido. En segundo lugar se encuentran los costos de las deudas, los cuales fueron pequeños para ambos grupos de Pymis, dado que las Pymis no Fonfimer se financiaron en su mayoría con fondos propios, y las Pymis Fonfimer utilizaron financiamiento de fuentes poco costosas.

El excedente de la rentabilidad de la inversión después de cubrir los costos de deuda (rentabilidad financiera), se caracterizó por ser más pequeño en promedio, durante la mayoría de años analizados, en el grupo de Pymis no Fonfimer, producto no sólo del moderado margen de utilidad sobre ventas obtenido, sino también del alto volumen de capital contable que presentó en su financiamiento y de la favorable liquidez y solvencia a largo plazo presentes. Las Pymis no Fonfimer hubiesen utilizado una mayor porción de pasivos de bajo costo y menos fondos propios para tener una rentabilidad financiera más elevada.

Las Pymis que presentan una estructura de financiamiento conservadora o con predominio de capital contable deben incurrir en deuda, cuidando que el costo de los pasivos no supere la rentabilidad operativa.

De la evaluación anterior se presentan algunas recomendaciones que intentan orientar las decisiones financieras en las Pymis merideñas.

Las Pymis merideñas deberían intensificar el uso de estados financieros elaborados y presentados de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (P.C.G.A.), así como realizar o mejorar las prácticas en cuanto al análisis e interpretación de los mismos, lo cual contribuye a una sana administración financiera, al tomar decisiones acertadas en materia de financiamiento, dividendos, capital de trabajo e inversión.

Para mejorar la rentabilidad de los fondos propios que atraigan nuevos capitales, aparte de cuidar los costos de la deuda se debe aumentar la rentabilidad de la inversión.

De esta forma el remanente de las utilidades, una vez cubierto los costos de deuda, sea para los propietarios. La rentabilidad de la inversión se puede incrementar.

Disminuyendo el nivel de activo. Operar con activos mínimos sin deprimir el desenvolvimiento operativo significa tratar de disminuir los créditos por mala gestión de cobranza, eliminar el exceso de inventarios con técnicas como las de lote óptimo de compra o del justo a

De esta manera se asegura tener utilidades suficientes para cubrir los costos de deuda y no incurrir en un apalancamiento financiero negativo. En condiciones de inflación es muy probable que esto último suceda por lo cual debe sustituirse el capital contable por deuda de bajo costo. Es decir, deben maximizar el nivel de los pasivos para disminuir los fondos propios siempre que el costo de la deuda no supere la rentabilidad de la inversión realizada en la empresa, de manera que el alto endeudamiento favorezca por dos vías una por efecto palanca y otra por las ganancias por inflación

tiempo. Esto no sólo mejora el denominador de la rentabilidad operativa sino el incremento de utilidades al eliminar costos de oportunidad, almacenamiento, y otros.

Las empresas industriales siempre tendrán altos niveles de activos, pero también pueden cuidar su margen de utilidad sobre ventas, es decir controlar sus costos de manera de contrarrestar la baja rotación de activos para obtener una rentabilidad sobre la inversión satisfactoria.

Por otra parte, los fondos de financiamiento creados por el estado podrían mejorar su gestión mediante la realización de un seguimiento financiero a las empresas beneficiarias, con la exigencia de estados financieros de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, después del otorgamiento de los mismos, con el fin de analizarlos e interpretarlos para asegurarse de la supervivencia y crecimiento financiero de las mismas; de esta manera podrían disminuir los niveles de morosidad en la cartera de clientes y ofrecer programas de financiamiento adaptados a las necesidades de los industriales merideños, para la generación de empleo y la vitalización de actividades económicas distintas en las que se concentran actualmente los recursos.

BIBLIOGRAFÍA

- | | | |
|---|---|---|
| <p>BARRY, N. (1993). La Pequeña Empresa como Gran Negocio: Manual de Orientación. Corpoindustria. Cedinco.</p> <p>BERTOLETTI, Mario. (1992). Empresa e inflación. Ediciones Contabilidad Moderna. Buenos Aires.</p> <p>BRIGHAMYWESTON. (1994). Fundamentos de Administración Financiera. 10a. ed. Mc Grawhill. México.</p> <p>CORPORACIÓN DE LOS ANDES. (1994). Directorio industrial del Estado Mérida. Gerencia de planificación. Sistema de información regional. Mérida.</p> <p>CORPORACIÓN DE LOS ANDES. (1994). Breve análisis descriptivo de la encuesta coyuntural industrial del Estado Mérida, I y II trimestre de 1993. Gerencia de planificación. Sistema de información regional. Mérida.</p> <p>CORPOINDUSTRIA. (1993). Diagnóstico Situacional de la Pymi en Mérida: con Fines de propuesta de Acción, Gerencia descentralizada de Mérida. Mérida.</p> | <p>CORPOINDUSTRIA. (1993). Los empresarios de la Pymi venezolana, algunos lineamientos de políticas derivados de su conducta y disposición al cambio. Manual de orientación. Cedinco. Caracas.</p> <p>ESPIÑEIRA SHELDON Y ASOCIADOS. (1986). Financiamiento de la industria, cómo adecuarlos a la realidad económica. Ponencia presentada ante la XVII Asamblea de Conindustria. Valencia.</p> <p>FRANCÉS, Antonio y Dávalos. (1992). Inflación, economía, empresa y sociedad. Ediciones IESA. Caracas.</p> <p>FONFIMER. (1995). 4 Años de Gestión, 1991 - 1994. Gerencia de proyectos. Mérida.</p> <p>FONFIMER. (1996). Memoria y Cuentas 1995. Gerencia de proyectos. Mérida.</p> <p>GITMAN, Lawrence. (1996). Administración financiera básica. 3a. ed. Edit. Harla. México.</p> <p>INDACOCHEA, Alejandro. (1992). Finanzas en Inflación. 5a. ed. Caracas.</p> | <p>SALLENAVE, Jean. (1990). Gerencia y planeación estratégica. Edit. Norma. Colombia.</p> <p>SÁNCHEZ COVISA, Joaquín. (1989). La Inflación, conceptos generales. 2a. ed. Cedinco. Caracas.</p> <p>SEARBY, Federick. (1973). Otra vez de moda el rendimiento sobre la inversión. Biblioteca de Harvard de Administración de Empresas. Vol. 134. Harvard.</p> <p>URIAS VALIENTE, Jesús. (1991). Análisis de Estados Financieros. McGraw-Hill. México.</p> <p>VIVES, Antonio. (1988). Evaluación financiera de la empresa, el impacto de la devaluación y la inflación. 2a. ed. Edit. Trillas. México.</p> <p>WESTON Y COPERLAND. (1988). Finanzas en administración. 3a. ed. Ediciones McGraw Hill. México.</p> |
|---|---|---|

HEMEROGRAFÍA

- | | | |
|--|--|---|
| <p>FARACO, Francisco. (1996, julio). Tasas rotas. Revista Gerente de Venezuela. N. 144. p. 44.</p> <p>FARÍAS, Hugo. (1996a, abril). ¿Quiénes son los buenos y los malos industriales? Revista Gerente de Venezuela N. 111. p. 20</p> | <p>FARÍAS. (1996b abril). ¿Cerramos o Seguimos? Revista Gerente de Venezuela. No. 111. p. 46.</p> <p>HIDALGO, Erika (1997, enero 7). Descapitalización de la PYMI. Diario Economía Hoy. Caracas. p.8 .</p> | <p>RODRÍGUEZ, V. (1996). Microempresas al Banco. Revista Gerente de Venezuela. N° 113. Caracas. p. 40.</p> |
|--|--|---|