

# PRÁCTICAS USUALES EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO DE ACTIVOS FIJOS. Investigación de campo

**Isidro Raúl Molina**  
*Universidad Nacional de La Plata*

Para comentarios: E-mail      [catedra@interlap.com.ar](mailto:catedra@interlap.com.ar)

## 1. Introducción

Una de las problemáticas que como docente siempre aparecen en nuestra actividad diaria es el hecho de encontrarnos utilizando material bibliográfico producido a partir de mercados financieros más desarrollados que el nuestro, que ofrecen un amplio espectro de soluciones alternativas a sus cuestiones financieras.

Se une a ello una baja producción local en investigaciones de campo producto del escaso incentivo en los presupuestos universitarios para estimular nuevos estudios. Tal situación es amonada por loables esfuerzos individuales y dispersos en todo el territorio nacional (como los que anualmente se exponen en la SADAF) que tratan de corregir dicha brecha aunque de una manera no muy orgánica.

Dentro este contexto siempre queda la duda de saber si aquello que afirmamos diariamente en las aulas tiene correlato con las prácticas más usuales que realizan los empresarios locales. Un claro ejemplo de estas afirmaciones son los supuestos de mercados de capitales perfectos con que trabajan los autores extranjeros frente a nuestros mercados imperfectos, que no siempre son correctamente dimensionados en su verdadera complejidad.

También se nos plantea la duda sobre cual son las asociaciones o ideas que manejan en la práctica nuestros empresarios, a veces tan alejadas de los postulados de las cátedras universitarias (en nuestro caso específico de las finanzas de empresas) pero que sin embargo les sirven para resistir (a veces muy bien) el embate de procesos económicos adversos, o sobre cuales son las representaciones sociales que asumen cuando toman decisiones que comúnmente denominamos *decisiones financieras*.

## 2. Objetivos de la investigación

Por todo lo expuesto, el primer objetivo planteado para esta investigación fue indagar si los principales postulados de la Teoría de la Administración Financiera –en lo que se refiere a las cuestiones sobre la incorporación de activos fijos en una empresa– se corresponden con las prácticas más usuales que utilizan un grupo de pequeños o medianos empresarios (en sus empresas) de La Plata y de la Ciudad Autónoma de la Ciudad de Buenos Aires.

Asimismo se propuso realizar una aproximación a las teorías implícitas<sup>1</sup> o si se trata de representaciones sociales<sup>2</sup> que los mismos tienen respecto a como invertir en el largo plazo.

### 3. Características de la muestra

Entendiendo por *cuestiones referidas a la incorporación de activos fijos* a las decisiones que comprenden erogaciones excepcionales, ya sea por el plazo de vida de útil de los bienes adquiridos como por la magnitud del monto erogado, comparado con el resto de egresos operativos de estas empresas.

Para tal finalidad se optó por una entrevista semi-estructurada -de tipo exploratoria y cualitativa- porque se entendió que éste instrumento presentaba ventajas de interpretación para reconocer los diferentes modos o representaciones que tienen algunos empresarios de la región geográfica mencionada mas arriba. Dichas entrevistas se concretaron entre el último trimestre del año 2001 y el primer semestre del 2002.

A los fines señalados se trabajó con un universo compuesto por diecinueve (19) empresarios, cuya edad promedio es de 51 años. Algunos de ellos presiden o presidieron Cámaras u Organizaciones empresariales de su sector económico. La organización legal de su negocio en un 42% se hace bajo la figura de sociedades anónimas, en otro 42% como sociedades de responsabilidad limitada, y en un 16% como sociedades de hecho. Las empresas relevadas cuentan con un plantel promedio de recursos humanos de veintidós (22) personas.

En cuanto al tipo de instrucción formal recibida por los empresarios entrevistados, el relevamiento realizado demuestra que han completado en un 68% su educación secundaria, en un 5% su educación media técnica y en un 25% su educación universitaria. Tales guarismos a mi criterio indicarían que el universo relevado mayoritariamente posee un nivel de instrucción formal que puede considerarse *bueno*.

La actividad empresarial de los encuestados es mayoritariamente industrial (95%), con una participación por sectores del 21% en la industria gráfica, con otro 21% de los elaboradores de catering, con un 16% de los fabricantes de prendas de vestir, con otro 16% de las fabricas de muebles y equipos de oficina, mientras el resto (25%) eran fabricas de ascensores, de torres de iluminación y de envases plásticos.

Las empresas que dirigen tiene una permanencia promedio en el mercado de 9 años de actividad ininterrumpida. Se supone que por lo menos el 50% de estos empresarios gerenció sus empresas en etapas de hiper inflación, luego tuvieron estabilidad económica con crecimiento, posteriormente atravesaron épocas de recesión y ahora sufren las consecuencias de la depresión. Por ello se infiere que el contexto macro económico ha puesto a prueba su capacidad de gerenciamiento, asumiendo con reservas que un *criterio de habilidad conductiva* fue su posibilidad real de mantener las puertas abiertas de dichas empresas.

### Categorías de análisis

El objetivo central, a nivel general, que se planteó en el presente trabajo fue conocer como *llevaban a la práctica las decisiones referidas a la incorporación de activos y cuál era la estrategia de financiamiento con que "calzaban" a dichas operaciones*. Se abordó esta precisión temática a través de ésta pregunta, y luego en función a como derivaban sus respuestas, se les

---

<sup>1</sup> TEORIAS IMPLICITAS: son conexiones entre unidades de información aprendidas implícitamente por asociación y a partir de experiencias en grupos sociales reducidos (no presentadas como conocimiento conciente), con el fin de inferir sobre sucesos y planificar el comportamiento.

<sup>2</sup> TEORIA de las REPRESENTACIONES SOCIALES: son el modo de producción cognitiva que corresponde a una persona y grupo en un contexto socio-histórico determinado.

fue requiriendo algunas precisiones o ampliaciones adicionales, siempre referidas a las dos decisiones básicas de la teoría financiera y de acuerdo a los objetivos del trabajo.

A un nivel más específico de la categorización se propuso el siguiente esquema de apertura:

- Identificar cuales son las consideraciones que el empresario tiene en cuenta al momento de tomar la decisión de incorporar un activo fijo;
- Determinar cual el método de evaluación de dicha decisión de inversión para reconocer el criterio de priorización o jerarquización de la misma por sobre el resto de inversiones;
- Identificar las consideraciones implícitas o explícitas que juegan en la decisión de elegir entre fuentes alternativas de financiamiento.

### 1) Sobre la decisión de inversión en activos fijos

En primer lugar indagamos sobre *el momento en que los empresarios consideraban que era el ideal para incorporar nuevos activos fijos en su actividad*. Los resultados referidos a esta categoría de análisis muestra que en un 75% de las respuestas obtenidas, se considera que ello debe hacerse “en función de las demandas que le plantea el mercado”, mientras que en un 25% lo considera como “una necesidad del proceso productivo”.

Estos guarismos no se corresponden con los resultados de una investigación anterior<sup>3</sup>, en la cual se precisa que dicho momento tiene como criterios por orden de importancia: 1) mejora de la calidad; 2) aumento de la producción y 3) reducción de costos. En dicho informe no se aclara que se entiende por cada concepto ni el porcentaje de cada criterio, por lo cual no se pudo profundizar las causales de divergencia.

En segundo lugar en la encuesta se visualiza una dificultad que pareciera es muy importante para estos empresarios, que no saben o no pueden determinar si la demanda adicional que tienen, es solo *pasajera* o *duradera*. Es que siguiendo la dinámica de los ciclos económicos, la incertidumbre en que se desenvuelven los negocios no les permite conocer a priori cuanto tiempo durará el ciclo positivo, de manera de no invertir en la cola del ciclo.

Por ello al indagar como hacer para construir el futuro contexto macro económico el 75% de los entrevistados se manifiesta a favor de su propia “experiencia” en los negocios. Sin embargo la práctica es un concepto sumamente subjetivo derivada de cuestiones no financieras, que no siempre es tenida directamente en cuenta por los textos de finanzas empresariales. Se infiere a partir de estas respuestas que el proceso decisional planteado en esta categoría de análisis se trataría de representaciones sociales sobre los futuros movimientos de la economía.

El resto de los entrevistados (el 25%) que no considera a su experiencia como un buen indicador del momento de invertir. Este grupo se divide en partes iguales entre aquellos que deciden la incorporación de un activo basados en un estudio de factibilidad económica (aquí se corroboraría lo que aconseja la Teoría) y entre los que no saben como solucionar este interrogante.

Es destacable advertir que ambos conjuntos del 75%, (los enfocados a las cuestiones de marketing y los basados en su experiencia) no son conjuntos iguales o superpuestos, si bien coinciden o se reiteran en un mayoritario 83%. Por lo tanto inferimos que *mayoritariamente los empresarios entrevistados adoptan el momento elegido para invertir de acuerdo a -“como viene el mercado (o el trabajo)”- y sobre la base de “su propia experiencia empírica” o intuición en los negocios según sean las representaciones sociales que tengan del contexto en el cual toman las decisiones de inversión de largo plazo.*

### 2) Sobre el método de evaluación de la decisión:

A los fines de examinar ésta categoría de análisis, donde se indaga sobre el método utilizado en la evaluación de la decisión de inversión para reconocer su viabilidad o priorización, se advierte que existe una correlación directa entre los mecanismos pragmáticos que llevan a elegir

<sup>3</sup> GILLIERI, R.A.J., “Recetas financieras para PyMES”, Salta, febrero 2002.

el momento en que se adopta la decisión de invertir (primera categoría) con los criterios de evaluación de la misma.

Así un 67% de los entrevistados se manifestaron a favor del período de recupero de la inversión como único criterio evaluativo, mientras que el resto (33%) optó por cuestiones como “la imagen” para evaluar la conveniencia. En éste último caso se no opta por un criterio de racionalidad financiera sino como un subproducto de las decisiones de marketing.

Ninguno de los entrevistados manifestó tener conocimiento de métodos de mediana sofisticación como podrían ser el VAN o la TIR. Sin embargo, sin haberse pronunciado expresamente sobre el tema, pero relacionando estas respuestas con las del capítulo anterior, pareciera que dentro de la representación mental del empresario, en éste inconscientemente privan otros conceptos como podrían ser las Opciones Reales, pero desde ya muy alejados del tecnicismo metodológico de dicha herramienta impone, lo que estaría indicando que son sus propias teorías implícitas las que mueven al decisor dentro de ésta categoría de análisis.

Sobre el tema de las opciones reales conviene aquí recordar lo que al respecto ha citado Myers<sup>4</sup> al analizar la problemática:

*“El planeamiento estratégico necesita a las finanzas. Los cálculos de valor presente son necesarios para hacer un control del análisis estratégico y viceversa. De todas formas las técnicas estándar de flujos de fondos descontadas van a tender a subestimar el valor de las opciones adjuntas a líneas de negocios que presentan rendimientos crecientes. La teoría de las finanzas corporativas requiere extenderse para saber cómo debe manejar a las opciones reales”.*

En igual sentido Fornero<sup>5</sup> ha escrito que:

*“En los negocios es común referirse a la creación de valor de la empresa como criterio de decisión y esta afirmación tiene sentido solo si se especifica cual es el valor que debería ser la referencia. La teoría financiera ... utiliza extensivamente el flujo de fondos actualizado como instrumento de medición del valor. El cálculo de valor y la decisión basada en el valor deben converger ...pero la conversión no es un asunto estrictamente financiero, sino de la teoría de la empresa. Las finanzas de empresas explican el uso de los instrumentos financieros en el financiamiento de los negocios y la teoría de la empresa explica porque las oportunidades son explotadas por unas empresas en vez de otras”.*

En función a lo expuesto inferimos que *generalmente los pequeños y medianos empresarios cuando evalúan sus inversiones de largo plazo, prefieren representarla a partir de sus teorías implícitas más como un problema global del negocio (o empresa) que como un problema financiero, y que si lo enfocan en éste último sentido, prefieren utilizar criterios que le aseguren conocer el tiempo de recuperación del capital invertido.*

### 3) Sobre el financiamiento de dicha inversión:

Para cerrar la investigación en esta categoría de análisis se propuso identificar las concepciones implícitas o explícitas que juegan en la decisión de elegir entre fuentes alternativas de financiamiento de una inversión de largo plazo.

Al respecto, la indagatoria se focalizó a los fines de reconocer si la adquisición se la realizaba con utilidades retenidas o con financiamiento externo. Los consultados en un 45%, dijeron que preferían financiarse con utilidades retenidas, (son los que usan expresiones tales como

<sup>4</sup> MYERS Stewart, “Teoría Financiera y Estrategia Financiera”. Interfaces. Enero/febrero 1984.

<sup>5</sup> FORNERO Ricardo, “Opciones reales y financieras en el marco integral de la valuación de empresas”, SADAF, Córdoba, setiembre 2000.

“solo nos manejamos con fondos genuinos”, “con los ahorros que haga” o “siempre se hizo con utilidades retenidas, nunca con financiamiento externo”).

Dichas afirmaciones se corresponden con lo que se conoce como la regla del “*pecking order*” que prioriza el financiamiento de la inversión con capital propio y que contradice lo que propone la teoría financiera, referida a obtener una ventaja (o apalancamiento) entre el rendimiento positivo obtenido por la nueva inversión y el costo del financiamiento externo más barato. Sin embargo este aspecto no es diferente a lo que ocurre en otros mercados, tal el caso de un reciente estudio de Graham y Harvet<sup>6</sup> que demuestran igual tendencia en un mercado desarrollado como el americano.

En el otro extremo de los que se manifiestan a favor de las utilidades retenidas, se encuentran aquellos que afirman que “*solo utilizamos capital ajeno*” distinguiéndose entre éstos últimos a dos subgrupos compuesto - casi en partes iguales - por aquellos que en un 30% de los casos prefieren el “*financiamiento directo del proveedor*”, y por un 25% de aquellos que llevan adelante su decisión cuando consiguen el “*financiamiento del Banco*”. También por las entrevistas realizadas se deduce que dentro del grupo de los que no prefieren utilizar recursos acumulados existe una distinción que pareciera originarse más en una preferencia según la fuente del crédito, que a una cuestión de evaluación de diferentes tasas de financiamiento.

Por ambos conceptos aquí también inferimos que son las teorías implícitas las que juegan un papel preponderante al momento de tomar la decisión que hace a esta condición de observación.

Por lo tanto como resultado de ésta tercera categoría concluye que *los empresarios entrevistados sobre la manera de financiar sus inversiones de largo plazo, mayoritariamente prefieren hacerlo de acuerdo a sus propias teorías implícitas con utilidades retenidas. Si no tuviesen el efectivo necesario lo harían con el financiamiento del proveedor o de una institución bancaria según sean sus preferencias, antes que a una cuestión sobre el diferencial de tasas del financiamiento.*

## 5. La otra lectura

La investigación iniciada no considera a sus hipótesis como definitivas sino que solo pretende iniciar un camino de fructífera discusión ya sea sobre temas financieros locales como de los basamentos existentes -manifiestos o subyacentes- si es que nos enfocamos también desde la Teoría de la Administración.

Dado el avance que sé esta produciendo en otras áreas del conocimiento de las ciencias sociales, se entiende que un camino cierto a transitar sería revisar nuestros informes, teniendo en cuenta aportes que como el de las teorías implícitas o el de las representaciones sociales, puedan potenciar a próximas investigaciones.

En cuanto al trabajo presentado, desde un punto de vista formal, el tamaño de la muestra de la investigación presentada así como el perfil de los entrevistados indicaría que no se trata de empresarios que están recién iniciados o improvisados en su actividad mercantil, sino que poseen un “back ground” de conocimientos que los hace merecedores a ser escuchados atentamente y críticamente como requiere el conocimiento universitario.

Desde un punto de vista cualitativo y yendo a lo más específico del informe seguramente se pueden presentar alternativas para futuras investigaciones, como por caso podría averiguarse si dentro de los “no encuestados” existen ejemplos más exitosos que los incluidos en la muestra, o si dentro del conjunto de empresas que han fracasado (quebrado) el componente de los que actúan de modo contrario a la Teoría son mayores que aquellos que respetan sus principios.

Estos interrogantes (u otros que se les deriven) requirieren de respuestas más explicativas que se originen en investigaciones más amplias. En este marco el interrogante podría concen-

---

<sup>6</sup> GRAHAM J.R. y HARVEY C.R., “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, HBS JFE Conference, 15/6/1999

trarse en tratar de reconocer ¿Cuáles son las prácticas empresariales más usuales, que les permiten encarar con algún grado de éxito a las reiteradas crisis que sufrimos? ¿Cuán distantes son los procesos de la práctica frente a lo que aconseja la Teoría? ¿Cuán válido es hacer planteos que enfoquen los problemas financieros desde un estricto foco funcional?

## REFERENCIAS

- BERGER Y LUCKMANN ( 1984) *La construcción social de la realidad*. Amorrortu, Bs.As.
- BREALEY R.A. y MYERS S.C. (1999), *Fundamentos de Financiación Empresarial*, 5ta. edición, McGraw Hill, México.
- DELGADO J. y GUTIERREZ, J. (1995): *Métodos y Técnicas Cualitativas de Investigación en Ciencias Sociales*, Editorial Síntesis. Madrid - España.
- MOSCOVICI, S. y HEWSTONE M. (1988), *De la ciencia al sentido común*. Citado en Psicología Social I y II, PAIDOS, Barcelona – España.
- PAEZ, Darío( 1987): *Pensamiento, individuo y sociedad. Cognición y representación social*, Madrid, Fundamentos.
- RODRIGUEZ A. y GONZALEZ R. (1995), *Cinco hipótesis sobre las teorías implícitas*, Revista de Psicología General y Aplicada 48, (3) 1982.
- RODRIGO M.J.; RODRIGUEZ A.; MARRERO J., (1993), *Las teorías implícitas*. Primera edición, Visor, Madrid.
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F.(1995), *Finanzas Corporativas*, 3ra. edición, Irwin, España.
- SAPETNITZKY C.E. y Otros (2000), *Administración Financiera de las Organizaciones*, Ediciones Macchi, Buenos Aires, Argentina.