



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE LA PLATA



“Estructura de capital: revisión de la literatura y propuesta de investigación”

Paula Carolina González, Florencia Zinno Arbio,
Alejandro A. Barbei

Documento de trabajo Nro. 049
Octubre, 2018

ISSN 2545-7896

Estructura de capital: revisión de la literatura y propuesta de investigación*

Paula Carolina González
Florescia Zinno Arbio
Alejandro A. Barbei

Universidad Nacional de La Plata

Octubre, 2018

*Trabajo presentado en las XXXIX Jornadas Universitarias de Contabilidad y VI Jornadas Universitarias Internacionales de Contabilidad. Iguazú, Misiones, Argentina.

RESUMEN

El presente trabajo forma parte del proyecto de investigación titulado "Contabilidad e información: análisis de informes, características de las empresas emisoras y desarrollo de modelos de emisión de información" acreditado ante la Universidad Nacional de La Plata (Código E168). Tomando como guía el proyecto de investigación, se pretende contribuir a uno de los objetivos que se enfoca en caracterizar a las empresas bajo supervisión directa de la Comisión Nacional de Valores (CNV) a partir de la información incorporada en sus estados financieros.

La temática abordada pertenece al Área Técnica, vinculado con la Teoría Contable debido a que se ponen en juego una serie de teorías en competencia para el abordaje de la estructura de capital de las empresas, a partir de la información presente en los estados financieros de publicación. La elección del subtema 'Presentación de la información contable' tiene dos razones: la información utilizada para la propuesta de investigación se obtendrá de estados financieros y, consideramos, podrá en debate la necesidad de nuevos modelos de informes producidos por el sistema contable.

Los objetivos perseguidos en esta investigación se relacionan con abordar los aspectos teóricos relacionados con los determinantes de la estructura de capital de las empresas, proponer una metodología para el relevamiento de información vinculada con la estructura de financiamiento presente en los estados financieros de las empresas y plantear ciertos interrogantes que se encuentran sujetos a debate.

Respecto a la investigación es de tipo aplicada, exploratoria y supone el análisis doctrinario en la temática abordada considerando literatura relevante.

Se ha realizado una revisión de la literatura relacionada con los determinantes de la estructura de capital, que permitió la construcción de un marco teórico, que da soporte a la definición de un nuevo objeto de investigación y el posterior análisis de la información presentada, permitiendo ello exponer el estado actual del conocimiento.

La literatura sobre la estructura de capital puede ubicarse temporalmente a partir de la segunda mitad del siglo XX, especialmente en relación a empresas grandes y mercados de capitales desarrollados (Briozzo & Vigier, 2009).

Desde la proposición de la irrelevancia de la deuda de Modigliani y Miller (1958), se ha avanzado en un número de teorías para explicar la variación del ratio de la deuda entre las distintas firmas. En algunas teorías, la existencia de impuestos y costos de quiebra justifican la relevancia de la deuda (De Angelo & Masulis, 1980). En otras teorías, la relevancia se debe a la asimetría de la información, ya que los administradores tienen información que los inversores no tienen (Myers, 1984; Ross, 1977). Una tercera teoría relevante es la teoría de la agencia propuesta por Jensen y Meckling (1976), que es derivada del conflicto entre los administradores corporativos, accionistas externos y tenedores de bonos. Por fuera de estas líneas teóricas, que tienen diversidades internas, se presentan los abordajes conductuales asociados con la relajación del supuesto de racionalidad.

Luego del recorrido de la literatura se plantea una investigación de tipo empírico, se definen las variables que luego se relevarán a partir de los estados financieros de publicación con el objetivo de contrastar una serie de hipótesis ya definidas a partir de las teorías subyacentes en la temática. Las variables dependientes definidas fueron: ratio de deuda total, ratio de deuda a corto plazo y ratio de deuda a largo plazo, mientras que las independientes incluyen: edad, tamaño, rentabilidad, crecimiento pasado, oportunidades de crecimiento futuras, riesgo de operación, estructura de activos, tasa efectiva de impuestos, escudos fiscales no relacionados con la deuda y deudores netos.

Es posible que en la tarea de relevar la información se presenten dudas, inquietudes o problemas sobre los datos a ingresar. Consideramos importante mencionar algunos temas pendientes que deberán ser resueltos: dificultades o imposibilidad al momento de relevar las variables en los estados financieros de publicación, posibilidad de existencia de variables adicionales que sea pertinente relevar para la caracterización de la estructura de capital de las empresas en el contexto argentino y diferencias en el relevamiento de las variables dado por las distintas bases normativas que regulan a cada una de las empresas (por ejemplo: NIIF, locales distintas a NIIF).

Consideramos que hemos logrado un primer avance en cuanto a la elaboración de un estado actual del conocimiento, y planteamos una metodología de investigación empírica a desarrollar en futuros trabajos.

Palabras Claves: estructura de capital; estados financieros; contabilidad financiera.

INTRODUCCIÓN

La estructura de capital se define como la combinación específica de deuda y patrimonio propio que una empresa utiliza para financiar sus operaciones (Abor, 2008).

La relevancia de la temática referida a la estructura de capital de una empresa se fundamenta en la preocupación de la literatura académica, así como también desde los considerables desarrollos empíricos efectuados a lo largo de tiempo.

En función a ello es que el presente trabajo se enfocará en reflejar el estado actual del conocimiento referido a la temática y en establecer una propuesta de metodología de investigación empírica para evaluar el comportamiento de los factores que afectan a la estructura de capital en función a la información presentada por empresas (estados financieros) que se encuentran bajo supervisión directa de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

OBJETIVOS

El presente trabajo forma parte del proyecto de investigación titulado "Contabilidad e información: análisis de informes, características de las empresas emisoras y desarrollo de modelos de emisión de información" acreditado ante la Universidad Nacional de La Plata (Código E168). Tomando como guía el proyecto de investigación, se abordará uno de los objetivos que supone caracterizar a las empresas que se encuentran bajo supervisión directa de la Comisión Nacional de Valores (CNV) a partir de la información incluida en sus estados financieros.

En particular, los objetivos perseguidos en esta investigación se relacionan con:

- Abordar los aspectos teóricos relacionados con los determinantes de la estructura de capital de las empresas.
- Proponer una metodología para el relevamiento de información vinculada con la estructura de financiamiento presente en los estados financieros de las empresas.
- Plantear ciertos interrogantes que se encuentran sujetos a debate.

Consideramos que, el análisis de la literatura referida a la temática en cuestión, permitirá desarrollar un número de proposiciones respecto a los diferentes determinantes de la deuda, que posteriormente se probarán mediante modelos de regresión, utilizando la información de las empresas obtenida a través de la metodología propuesta.

IMPORTANCIA

La relevancia de la temática referida a la estructura de capital de una empresa se fundamenta en la preocupación de la literatura académica, tanto desde el avance en un número de teorías iniciales planteando modelos teóricos explicativos (Modigliani y Miller, 1958; De Angelo y Masulis, 1980; Myers, 1984; Ross, 1977; Jensen y Meckling, 1976), así como también desde los considerables desarrollos empíricos efectuados a lo largo de tiempo.

La importancia del tema tratado radica también en que la política financiera y la estructura de capital de las empresas es una de las principales áreas de preocupación para fines de política económica y, además, parte del fracaso de las empresas, principalmente las pequeñas, se ha identificado con el apalancamiento financiero (Ang, 1991; Berger & Udell, 1998).

METODOLOGÍA

Se considera que la rigurosidad y sistematicidad son factores determinantes, pues tienen impacto directo en la calidad y riqueza de las conclusiones a las que se arribe.

Para cumplir los objetivos antes planteados y los que constan en el proyecto de investigación vigente, acreditado ante la Universidad Nacional de La Plata, se realizó una investigación doctrinaria, para luego aplicar a una investigación empírica.

Respecto a la investigación es de tipo aplicada, exploratoria y supone el análisis doctrinario en la temática abordada tomando como base una publicación que analiza evidencia empírica en el Reino Unido para empresas pequeñas y medianas (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999). La utilidad de esta guía la hemos completado con una serie de publicaciones más actuales para abarcar aquellos aspectos que pueden haber mostrado cierta evolución a lo largo de los años. Asimismo, en función a las teorías detectadas, ampliamos el desarrollo teórico a través de la búsqueda de los aportes originarios referidos a la temática.

Luego del recorrido de la literatura se plantea una investigación de tipo empírico cuya línea metodológica incluye las siguientes actividades futuras:

- Identificación del universo de empresas.
- Determinación de una muestra del universo de empresas que presentan estados financieros de publicación.
- Definición de las variables a relevar.
- Relevamiento de información a partir de los estados financieros de publicación.
- Aplicación de un modelo de regresión para determinar la relación existente entre las variables relevadas.
- Análisis de los resultados obtenidos y vinculación con los aspectos teóricos abordados.

MARCO TEÓRICO

Teorías: revisión de la literatura

La estructura de capital se define como la combinación específica de deuda y patrimonio propio que una empresa utiliza para financiar sus operaciones (Abor, 2008).

Según López Dumrauf (2003), existía la creencia de que un uso “moderado” del endeudamiento permitía reducir el costo del capital total de la compañía, logrando un aumento en el valor de las acciones. A pesar de ello, al incrementar la proporción de deuda, se aumentaba el riesgo de insolvencia, y éste se reflejaba en una disminución del valor de las acciones. Debía existir, por lo tanto, un nivel de endeudamiento óptimo, que lograba un costo de capital mínimo y al mismo tiempo maximizaba el valor de la compañía, y por ello, el directivo financiero solo debía acertar con la mezcla adecuada de deuda y capital propio. Esta visión, que luego pasó a denominarse tradicional, era la que predominara antes de que se demuestre que las decisiones de estructura de capital eran irrelevantes en mercados de capitales perfectos (la tesis de Modigliani y Miller).

Desde la proposición de la irrelevancia de la deuda de Modigliani y Miller (1958), los economistas financieros han avanzado en un número de teorías para explicar la variación del ratio de la deuda entre las distintas firmas. En algunas teorías, la existencia de impuestos y costos de quiebra justifican la relevancia de la deuda (De Angelo & Masulis,

1980). En otras teorías, la relevancia se debe a la asimetría de la información, ya que los administradores tienen información que los inversores no tienen (Myers, 1984; Ross, 1977). Una tercera teoría relevante es la teoría de la agencia propuesta por Jensen y Meckling (1976), que es derivada del conflicto entre los administradores corporativos, accionistas externos y tenedores de bonos.

En ausencia de costos y beneficios, es decir, en los mercados de capitales perfectos, el valor de mercado de la firma es independiente de su estructura de capital, como el famoso teorema de Modigliani-Miller demuestra. En la realidad, las imperfecciones de mercado que se han presentado como determinantes de la estructura de capital óptima de la firma se pueden ubicar en la categoría de impuestos, costos de quiebra y costos de agencia. El resultado general de estas extensiones es que la combinación de los costos relacionados con el apalancamiento (como costos de quiebra y de agencia) y una ventaja fiscal de la deuda produce una estructura de capital óptima a partir de un nivel de financiamiento con deuda, ya que la ventaja fiscal se contrapone a la probabilidad de incurrir en los costos.

Es así como además de la teoría de Modigliani y Miller, una serie de teorías importantes se utilizan para explicar las decisiones de la estructura de capital. Estas se basan en beneficios fiscales asociados con el uso de la deuda, costos de quiebra, costos de agencia e información asimétrica. Un abordaje alternativo está asociado con la teoría de las preferencias disímiles por fuentes de financiamiento alternativas (Pecking Order Theory). Por fuera de estas líneas teóricas, que tienen diversidades internas, se presentan los abordajes conductuales asociados con la relajación del supuesto de racionalidad.

Se realizará una descripción de los principales abordajes teóricos que sirven de soporte a nuestra propuesta de investigación.

Modigliani y Miller

La teoría moderna de la estructura de capital fue desarrollada por Modigliani y Miller (1958) quienes probaron que la dirección de una empresa no debe preocuparse por la proporción de deuda y capital propio porque, en mercados de capitales perfectos, cualquier combinación posible es tan buena como otra. Sin embargo, el teorema de irrelevancia de la deuda de Modigliani y Miller se basa en supuestos restrictivos que no se cumplen en la realidad, y cuando estas suposiciones se eliminan, entonces la elección de la estructura de capital se convierte en un importante factor determinante del valor (Brigham & Ehrhardt, 2010).

Los principios de arbitraje y de equilibrio presentes en las proposiciones de Modigliani y Miller llevan a la idea de que la composición del capital de una empresa entre deuda y capital accionario (su estructura de capital) no altera ni el costo del capital ni su valor de mercado. Si esto es así, dos empresas idénticas en sus elecciones de tecnología, mano de obra e inversión, siempre tendrán el mismo valor de cotización, cualquiera que sea la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de cada una de ellas (Varian, 1987).

Las proposiciones de Modigliani y Miller son un marco de referencia para la discusión de estructuras financieras y no principios que deban cumplirse completamente en la práctica. Así, se reconoce que elementos comúnmente encontrados en la realidad, como ventajas tributarias para el endeudamiento, costos de quiebra, información imperfecta en los mercados financieros e inexistencia de mercados completos, pueden llevar a que la maximización del valor de las empresas no sea independiente de su estructura de capital y que, por consiguiente, se pueda pensar en un nivel óptimo para dicha estructura. Las conclusiones iniciales de la irrelevancia de la estructura de capital son claramente

incompatibles con las estructuras de capital observadas en la realidad (Tenjo, López & Zamudio, 2006; Breuer & Gürtler 2008).

Teorías basadas en impuestos y costos de quiebra

Las proposiciones de Modigliani-Miller funcionaban en un mercado de competencia perfecta. Sin embargo, en el mundo real hay varias imperfecciones. Una de las más importantes que pueden influir en la determinación de la estructura de capital, y por lo tanto, en las decisiones de financiamiento, es la presencia del impuesto a las sociedades. El “escudo fiscal”, un concepto derivado de estas especulaciones, representa uno de los puntos de referencia más importantes en las finanzas corporativas.

La influencia de impuestos en la estructura financiera se basa en las diferencias en el trato fiscal entre deuda y patrimonio; dado que los pagos de los intereses son deducibles de impuestos y los dividendos no lo son, el régimen fiscal se considera generalmente favorable a la deuda. Así, la deuda proporciona una ventaja fiscal para la compañía, pues la ley impositiva permite la deducción de los intereses como un gasto del período. Esto significa que los intereses, al ser considerados por el organismo de recaudación fiscal como un costo, eluden ser gravados a nivel corporativo. Esto puede significar muchas veces un importante ahorro de impuestos para la compañía, y por lo tanto tiene valor (López Dumrauf, 2003).

Green, Murinde y Suppakitjarak (2002) observan que la política tributaria tiene un efecto importante en las decisiones de estructura de capital de las empresas. Los impuestos corporativos permiten a las empresas a deducir los intereses de la deuda en el cálculo de las ganancias imponibles. Esto sugiere que las ventajas fiscales derivadas de la deuda llevarían a las empresas a ser financiadas completamente a través de la deuda. Este beneficio se crea, ya que los pagos de intereses asociados con la deuda son deducibles de impuestos, mientras que los pagos asociados con el capital, como los dividendos, no son deducibles de impuestos.

Los primeros costos de contrapeso que sugirieron, entre otros, Robichek y Myers (1965) y Baxter (1967), fueron las pérdidas asociadas con la quiebra y la reorganización. Los costos de quiebra se refieren a los costos adicionales (como honorarios legales, ventas reducidas, aumento de los costos de producción, etc.) que surgen porque la empresa no puede cumplir con sus obligaciones con los acreedores sin cambiar sus actividades operativas o de financiamiento externo (Haley y Schall, 1979). De esta manera, las decisiones respecto a la estructura de capital de una empresa se ven afectadas por la existencia de dichos costos; y esto se fundamenta en que los efectos negativos contribuyen a una reducción del valor de la empresa si existe la posibilidad de dificultades financieras, incluso aunque la quiebra en el sentido jurídico sea prácticamente imposible. Por lo tanto, aumentar el valor esperado de estos costos eligiendo niveles de deuda elevados que aumenten la probabilidad de quiebra, anulará en cierto punto la ventaja fiscal.

Los resultados teóricos plantean una pregunta de interés: ¿los diversos costos y beneficios relacionados con la deuda son lo suficientemente importantes desde el punto de vista económico como para tener un impacto apreciable en la estructura de capital óptima? Esta cuestión fue la que dio lugar a una serie de resultados empíricos en los que las estructuras de capital observadas estaban relacionadas con las características de la empresa que se suponía que reflejaban estos costos y beneficios.

Teorías de costos de agencia

Quizás el concepto más poderoso de los costos relacionados con el apalancamiento fue introducido por Jensen y Meckling (1976), quienes describen la firma como un nexo de relaciones que puede ser caracterizada como relaciones principal-agente. Los costos de agencia refieren a los costos generados como resultado de conflictos de interés, y se derivan de las relaciones entre gerentes y accionistas, y entre los acreedores y accionistas.

Los tenedores de valores de la firma pueden ser vistos como principales y la dirección de la empresa como agente, administrando los activos de los principales. Esta relación principal-agente es costosa porque hay una posibilidad de que el agente no condujera el negocio de una manera consistente con el mejor interés de los principales. Por lo tanto, estos últimos pueden insistir en varios tipos de cláusulas de protección y dispositivos de vigilancia para protegerse. Por lo general, el monitoreo se facilita mediante el uso de cláusulas restrictivas de la actividad del inversor, con lo que se aumentan los costos de financiamiento.

El uso de la deuda en la estructura de capital de la empresa conduce a costos de agencia. Los costos de agencia, como se mencionó, que surgen como consecuencia de una relación de principal-agente, tal como entre los accionistas o gerentes de la empresa y los acreedores. En particular, dado el incentivo existente para que la empresa beneficie a los accionistas a expensas de los tenedores de deuda, los tenedores de deuda deben restringir y monitorear el comportamiento de las firmas. En consecuencia, los costosos dispositivos de monitoreo (o convenios contractuales) se incorporan en los acuerdos de deuda, diseñados para proteger a los tenedores de deuda de este comportamiento potencial. Todos estos comportamientos de contratación deberían aumentar el costo del capital ofrecido a la empresa. Por lo tanto, las empresas deben considerar dichos costos de agencia en las cuestiones referidas a sus métodos de financiamiento y apalancamiento.

Teorías de información asimétrica y señalización

Puede observarse que las relaciones financieras de la empresa tienen valor informativo, como sugiere la hipótesis de señalización de Ross (1977). Las obligaciones financieras que una empresa toma pueden servir como señales al público sobre el desempeño futuro de la firma, e incluso la política de dividendos es otro candidato obvio como un dispositivo de señalización. Otras señales pueden surgir de la participación financiera personal del propietario o gerente en la empresa, como sugieren, entre otros, Leland y Pyle (1977). Las actividades de señalización surgen en situaciones en las que la información es distribuida de manera desigual sobre los inversores y la administración, es decir, cuando existe asimetría de información, y cuando el riesgo moral dificulta la transferencia directa de información entre los participantes del mercado.

Por lo general, los directivos de la empresa son los más concededores de sus perspectivas, pero no se puede esperar que sean totalmente directos en la transmisión de la información por dos razones. En primer lugar, puede haber recompensas sustanciales para exagerar las cualidades positivas de la empresa y oscurecer las negativas, cuando la verificación de las verdaderas cualidades por parte de terceros es costosa o imposible. En segundo lugar, los gerentes pueden ser renuentes a revelar variables positivas de la empresa, ya que esto podría permitir a los competidores apropiarse de las características clave de los proyectos de la firma.

Entonces, por un lado, la elección del capital de la empresa actúa como señal para los inversores externos de la información y, por otro, la estructura de capital está diseñada para mitigar las ineficiencias en las decisiones de inversión de la firma que son causadas por la asimetría de la información entre gerentes e inversionistas y acreedores.

Debido a la presencia de asimetrías de información entre la firma y los potenciales financiadores se sostiene, según la hipótesis del pecking order (Myers 1984, Myers & Majluf, 1984), que las firmas financian sus necesidades de una forma jerárquica, según un orden de prioridades, primero usando fondos internos disponibles, es decir, recursos internos (por ejemplo, utilidades retenidas), luego con deuda libre de riesgo o deuda riesgosa y, finalmente, sólo si es necesario, a través de la emisión de acciones. Esto último tiene especial sentido en mercados emergentes como los latinoamericanos, donde la tendencia ha estado marcada por cierto temor a las deudas, por el costo explícito que acarrearán, lo que a su vez explicaría el escaso desarrollo de los mercados crediticios en algunos países. Las firmas, al enfrentar costos de selección adversa, emiten deuda o capital por menos de lo que realmente valen. De acuerdo con este enfoque, cambios en el coeficiente de endeudamiento de la empresa no implican un movimiento hacia un nivel óptimo u objetivo de este coeficiente, sino una respuesta a necesidades de recursos externos una vez se han agotado los internos.

Finanzas conductuales

Las finanzas conductuales suponen una visión distinta surgida a partir de los problemas explicativos del paradigma tradicional. De acuerdo a Barberis y Thaler (2003) determinados fenómenos financieros tienen su explicación a partir de modelos que no se apoyan totalmente en la racionalidad, relajando algunos supuestos como por ejemplo la continua búsqueda de maximización de la utilidad. (Briozzo & Vigier, 2009)

PROPUESTA DE INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

Organización de la tarea

A partir de un abordaje exploratorio, se propone una metodología para llevar a cabo el estudio empírico vinculado con los determinantes de la estructura de capital. La investigación propuesta se desarrollará sobre el conjunto de empresas bajo supervisión de la Comisión Nacional de Valores de Argentina siendo que las mismas se encuentran obligadas a presentar sus estados financieros con la frecuencia determinada por el “régimen informativo periódico”.

Una vez seleccionadas las empresas objeto de la muestra, y establecida la fecha de corte, se procederá a la lectura de los estados financieros a la luz de las variables definidas vinculadas con los determinantes de la estructura de capital y los niveles de endeudamiento. Los datos obtenidos se cargarán en una matriz de relevamiento.

En lo que refiere a la carga y validación de datos, se plantea una carga en forma independiente, y validación en forma cruzada.

Una vez recolectados los datos en cuestión, se procederá a llevar a cabo un análisis de los mismos a partir de un modelo de regresión, de manera de testear un conjunto de hipótesis que surgen del estado actual del conocimiento sobre el tema, y que permiten arribar a resultados respecto a los determinantes de la estructura de capital.

Matriz de relevamiento: universo, datos y variables

El universo de empresas se encuentra definido por aquellas controlantes que cotizan algún instrumento de deuda o capital, que se encuentren bajo la supervisión directa de la

Comisión Nacional de Valores (CNV) y hayan presentado información periódica durante los años 2015 a 2017. Se utilizarán los estados consolidados, en los casos de empresas controlantes. En caso contrario, los estados contables individuales. Sobre este universo, se determinará la muestra de empresas con la cual se trabajará.

De acuerdo a los modelos econométricos propuestos tradicionalmente para el estudio de los determinantes de la estructura de capital de las empresas, se utilizará el ratio de endeudamiento como variable endógena, tanto respecto al total como discriminando entre corto y largo plazo. Como variables independientes o explicativas se considerarán los determinantes de la estructura de capital, pero como estos se refieren a los diferentes atributos teóricos, los cuales no pueden ser adecuadamente medidos, se utilizarán variables proxies para la investigación empírica. Para la determinación de las variables seleccionadas, se siguieron las definiciones establecidas por Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999).

Todas las variables a considerar en el estudio están basadas en valores contables. Además, debido a la gran variación en el tamaño de las empresas, una comparación directa de estas variables resulta imposible. Para homogeneizar las medidas, se usa un denominador de tamaño y se calculan las relaciones. Así, cuando sea apropiado, se procede a deflactar las variables por activos totales.

Variables dependientes

En la investigación, se propone utilizar tres medidas diferentes basadas en los valores contables. Se estiman variables separadas para los ratios de deuda total, a corto y a largo plazo. Se seleccionan las siguientes tres variables dependientes (Remmers et al., 1974; Ferri y Jones, 1979):

- Ratio de deuda total: relación entre deuda total y activos totales.
- Ratio de deuda a corto plazo: relación entre deuda a corto plazo y activos totales.
- Ratio de deuda a largo plazo: relación entre deuda a largo plazo y activos totales.

Respecto a dichas variables, la deuda a corto plazo se define como la porción de la deuda total de la empresa con vencimiento dentro de un año, es decir, se trata del pasivo corriente e incluye: descubierto bancario, porción corriente de préstamos bancarios y otros pasivos corrientes. Mientras que la deuda a largo plazo se trata de la parte de la deuda total cuyo reembolso está fijado en un período superior a un año, lo que refiere al pasivo no corriente y contiene préstamos bancarios a largo plazo y otros pasivos no corrientes como préstamos de los directores, obligaciones de alquiler y arrendamiento, entre otros.

Estas tres variables permiten examinar las influencias sobre la estructura de vencimientos de la deuda, así como la posición de deuda total de las empresas. Mediante el examen de las medidas a largo y a corto plazo, es posible determinar si los factores que influyen en la deuda a corto plazo difieren de los que determinan la deuda a largo plazo.

Variables independientes

En cuanto a las variables independientes, se consideran variables proxies de los determinantes de la estructura de capital que se detallan a continuación (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999):

- Edad: edad de la empresa en el momento actual, desde la fecha de su constitución.
- Tamaño: total de activos.
- Rentabilidad: relación entre el resultado antes de impuestos y los activos totales durante un período de tres años.
- Crecimiento pasado: aumento porcentual del total de activos en los últimos tres años.

- Oportunidades de crecimiento futuras: relación entre activos intangibles y activos totales. Los activos intangibles incluyen: gasto en investigación y desarrollo, marcas, patentes y derechos de autor.
- Riesgo de operación: coeficiente de variación de la rentabilidad durante el período de tres años.
- Estructura de activos: se utilizan dos medidas para ello, una es la relación entre activos fijos y activo total; y la segunda es la relación entre el inventario y el activo total.
- Tasa efectiva de impuestos: se estima el pasivo por impuesto a sociedades durante el período examinado, y luego se divide esa cifra por los beneficios antes de impuestos, para obtener así la tasa impositiva efectiva de la empresa.
- Escudos fiscales no relacionados con la deuda: los cargos de depreciación se utilizan para indicar los escudos fiscales no relacionados con la deuda. Se incluye la relación de los cargos de depreciación con los activos totales para indicar la ventaja fiscal.
- Deudores netos: relación entre deudores netos (deudores menos acreedores) y los activos totales.

También es preciso mencionar que existen factores externos a las empresas, tales como el tiempo, la industria y la economía en su conjunto, que afectan a las decisiones de las firmas respecto a la deuda total, y también en su discriminación en cuanto a corto y a largo plazo.

Hipótesis

Los datos relevados se procesarán de manera de aplicar un modelo de regresión, y a partir de los resultados que se obtendrán, se buscará contrastarlos con las hipótesis que se definen a continuación, las cuales hemos extraído de la bibliografía mencionada anteriormente:

- **Edad:** Petersen y Rajan (1994) consideran que el apalancamiento disminuye con la edad y una explicación natural para esta observación es que las empresas jóvenes tienden a ser externamente financiadas mientras que las mayores tienden a acumular ganancias retenidas y utilizar las mismas. La primera hipótesis sería:

H1: la edad estará relacionada negativamente con la deuda.

- **Tamaño:** en general, la proporción de la deuda de las pequeñas empresas es menor que la de las grandes empresas debido a las siguientes causas: mayores costos de quiebra, mayores costos de agencia y mayores costos para resolver los problemas de asimetría de información. Así, la demanda de deuda por parte de empresas de menor tamaño, sería menor. Estos argumentos ofrecen razones por las cuales el costo de la deuda podría ser algo mayor y el uso de la deuda podría ser algo menor en las pequeñas empresas. Esto deriva en la siguiente hipótesis:

H2: el tamaño estará positivamente relacionado con la deuda.

- **Rentabilidad:** una de las principales conclusiones a partir de las teorías de la información asimétrica radica en la hipótesis de la jerarquización (Myers, 1984), que sugiere que las empresas financian sus necesidades de manera jerárquica, primero utilizando fondos disponibles internamente, seguidos por deuda y finalmente por deuda externa. Esta preferencia refleja los costos relativos de las diversas fuentes de financiamiento, debido a la existencia de asimetrías de información. Esto puede llevar a la siguiente hipótesis:

H3: la rentabilidad estará relacionada negativamente con la deuda.

- **Crecimiento pasado y oportunidades de crecimiento futuras:** se ha pasado a considerar que los costos de agencia son unos de los principales determinantes de la deuda. Dichos costos de agencia provienen del conflicto de intereses entre los accionistas y los tenedores de deuda. Se plantea que dichos conflictos crean incentivos a los accionistas para actuar en su propio beneficio a expensas de los tenedores de deuda. Ante ello, los tenedores de deuda pueden exigir cláusulas de protección y dispositivos de vigilancia, que incrementan el costo de la deuda. Myers (1977) sostiene que este tipo de problema es especialmente grave para los activos que le dan a la empresa la opción de emprender oportunidades de crecimiento en el futuro. Cuanto mayor es la inversión de la empresa en tales activos menos será financiado con deuda, lo que indica una relación negativa entre la deuda y las oportunidades de crecimiento. Myers (1977) también señala que este problema de agencia se mitiga si la empresa emite deuda a corto plazo en lugar de deuda a largo plazo. Las dos hipótesis siguientes son:

H4: El crecimiento pasado estará positivamente relacionado con la deuda.

H5: Las oportunidades de crecimiento futuro estarán negativamente relacionadas con la deuda a largo plazo.

- **Riesgo de operación:** la variabilidad de los ingresos futuros de la empresa es el factor principal en las estimaciones ex ante de su capacidad para hacer frente a los gastos fijos. Así, el nivel de deuda óptimo de una empresa es una función decreciente de la volatilidad de los ingresos (como una medida del riesgo operativo) debido a los costos de agencia y de quiebra. Esto deriva en la siguiente hipótesis:

H6: los riesgos de operación estarán negativamente relacionados con la deuda.

- **Estructura de activos:** las soluciones a los problemas de agencia generan costos, e incluso, los problemas de agencia son mayores cuanto mayor es el nivel de asimetría de la información. Sin embargo, el aumento de la deuda asegurada con activos fijos, con valores conocidos, evita estos costos. Las garantías representadas mediante éstos activos, superan los problemas de riesgo moral y de selección adversa. Se espera que las empresas que poseen activos fijos con un alto valor colateral tengan un acceso más fácil a la financiación externa y probablemente un mayor nivel de deuda en su estructura de capital con respecto a las empresas con niveles más bajos de activos colateralizables. Esto lleva a la siguiente hipótesis:

H7: La estructura de activos estará positivamente relacionada con la deuda.

- **Tasa efectiva de impuestos y escudos fiscales no relacionados con la deuda:** las teorías basadas en impuestos consideran que los impuestos y los costos de quiebra son unas de las fuerzas primarias que influyen en las decisiones sobre la estructura de capital, ya que los intereses de la deuda se deducen de los ingresos para el cálculo de los impuestos y, por ello, se debería usar el máximo posible de deuda hasta el punto en que la probabilidad de dificultades financieras sea alta. Otro gasto deducible de ingresos se trata de las depreciaciones, que constituyen escudos fiscales no relacionados con la deuda, y esto lleva a que las empresas rentables con pocos escudos impositivos que no sean deudas deberían usar más deuda, para reducir la base imponible (DeAngelo y Masulis, 1980). A partir de ello se plantean dos hipótesis:

H8: La tasa efectiva de impuestos estará positivamente relacionada con la deuda.

H9: Los escudos fiscales no relacionados con la deuda se relacionarán negativamente con el apalancamiento

- **Deudores netos:** en las pequeñas empresas, cuando hay atraso en los cobros de las cuentas por cobrar, hay menos margen para aumentar la deuda a largo plazo o el capital; entonces, se sostiene que las dos vías que tienen dichas empresas para hacer frente a los retrasos, es tomar préstamos a corto plazo o retrasar los pagos a los acreedores. Como el pago a los acreedores no puede llevarse más allá de cierto punto, generalmente aumentan el endeudamiento a corto plazo. Si bien el efecto de los deudores comerciales y los acreedores en la estructura de capital no suele tomarse por la literatura financiera, igualmente se propone la siguiente hipótesis:

H10: los deudores netos van a estar positivamente relacionados con la deuda a corto plazo.

Problemas de investigación pendientes

Es posible que en la tarea de relevar la información se presenten dudas, inquietudes o problemas sobre los datos a ingresar. Consideramos importante mencionar algunos temas pendientes que deberán ser resueltos:

- Dificultades o imposibilidad al momento de relevar las variables en los estados financieros de publicación.
- Posibilidad de existencia de variables adicionales que sea pertinente relevar para la caracterización de la estructura de capital de las empresas en el contexto argentino.
- Diferencias en el relevamiento de las variables dado por las distintas bases normativas que regulan a cada una de las empresas (por ejemplo: NIIF, locales distintas a NIIF).

CONCLUSIONES

Esta propuesta de investigación supone un primer avance en la línea de trabajo vinculada con la caracterización de las empresas bajo supervisión directa de la Comisión Nacional de Valores (CNV), a partir de la información incorporada en sus estados financieros), en este caso relacionada con los determinantes de la estructura de capital de las empresas.

Este primer avance se ha enfocado en la elaboración de un estado actual del conocimiento. Se ha realizado una revisión de la literatura relacionada con dicha temática, que permitió la construcción de un marco teórico, que da soporte a la definición de un nuevo objeto de investigación y el posterior análisis de la información presentada.

Adicionalmente, se planteó una propuesta de investigación empírica, definiendo las variables que luego se relevarán a partir de los estados financieros de publicación, de manera de obtener conocimiento acerca del comportamiento de los determinantes de la estructura de capital, que permitan testear una serie de hipótesis ya definidas a partir de las teorías subyacentes en la temática.

BIBLIOGRAFÍA

Abor, J. (2008). Determinants of the capital structure of Ghanaian firms.

Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.

Ang, J.S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management," *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, pp. 1-13.

Barberis, N. y Thaler, R (2003), "A Survey Of Behavioral Finance", en Handbook of the Economics of Finance, Editado por G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz Elsevier Science B.V, pp. 1052 -1121.

Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *the Journal of Finance*, 22(3), 395-403.

Berger, A N y Udell, G F (1998), "The Economics Of Small Business Finance: The Roles Of Private Equity And Debt Markets In The Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 613-673

Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Breuer, W., & Gürtler, M. (2008). 50 years after MM: recent developments in corporate finance. *Jurnal of*

Business economics (Special Issue 6/2008 edition)

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2010). *Financial Management: theory and practice*. Cengage South Western.

Briozzo, A. & Vigier, H. La estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas. *Estud. Econ.* [online]. 2009, vol.26, n.53 [citado 2018-09-09], pp. 1-55 . Disponible en: <http://bibliotecadigital.uns.edu.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2525-12952009002200001&lng=es&nrm=iso>. ISSN 2525-1295

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.

Dumrauf, G. L. (2003). *Finanzas corporativas*. Grupo Guía.

Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644.

Green, C. J., Murinde, V., & Suppakitjarak, J. (2002). Corporate financial structures in India.

Haley, C. W., & Schall, L. D. (1979). *The theory of financial decisions*. McGraw-Hill Companies.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12(2), 113-130.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuadernos de administración*, 23(41).

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), 3-37.

Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R., & Beekhuisen, T. (1974). Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally. *Financial Management*, 24-32.

Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1965). *Optimal financing decisions*. Prentice Hall.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.

Tenjo, F., López, E., & Zamudio, N. (2006). Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas: 1996-2002.

Van der Wijst, N., & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5(1), 55-65.