

# DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA REPUBLICA ARGENTINA\*

Guillermo López Dumrauf

Consultor Económico Financiero

Profesor Titular del Posgrado en Administración Financiera UBA

dumrauf@mbox.servicenet.com.ar

Existen una serie de argumentos y razones acerca de los determinantes que guían las decisiones de Estructura de Capital. Si bien dichos argumentos todavía no han sido definitivamente aceptados, tampoco han sido totalmente descartados. Este trabajo pretende mostrar como y por que las empresas argentinas han tomado las principales decisiones financieras en los últimos años.

Cuando Merton Miller propuso en el año 1970 que la estructura de capital era irrelevante en una economía agregada, los economistas financieros se preguntaron con más fuerza porque algunas industrias utilizaban más deuda que otras. Sin embargo, otros estudios indicaron que empresas en un mismo sector exhibían diferentes estructuras de capital<sup>1</sup>.

Por qué siendo tan evidentes las ventajas fiscales algunas firmas no utilizan deuda y crecen bien sin ella. O de otro modo, por qué aquellas firmas que tienen resultados tan

variables y tan pocos incentivos fiscales prefieren usar deuda para financiar su crecimiento?

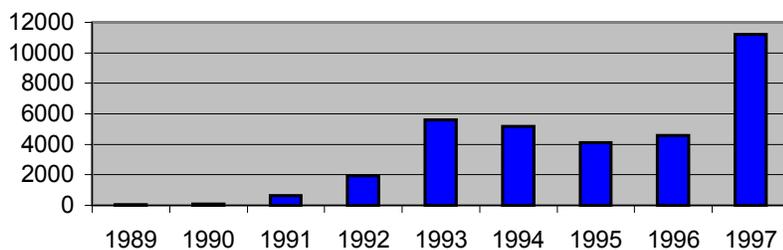
La investigación de la estructura de capital en las empresas argentinas mostró que hay un marcado orden de jerarquía en la elección de la fuente de financiamiento. Encontramos correspondencia entre la realidad y lo que hace unos años Myron Gordon denominó el "Pecking Order". También resumimos los resultados de una encuesta realizada con el objeto de determinar como se toman las principales decisiones financieras en la empresa, lo cual nos ayudó para construir las hipótesis que luego testamos.

Hemos incluido tanto los datos positivos como negativos de la investigación, ya que el conocimiento de estos últimos deberían servir como punto de referencia para investigaciones posteriores. Finalmente, se testean dos hipótesis que en los trabajos de campo parecen haber entrado siempre en contradicción: la visión del pecking order y la teoría del trade-off que postula que las firmas se mueven hacia la estructura de capital óptima.

## FINANCIAMIENTO CON OBLIGACIONES NEGOCIABLES

A continuación veamos cuál fue la evolución de las autorizaciones otorgadas por la Comisión Nacional de Valores para la emisión de obligaciones negociables, desde 1989 :

**Evolución de las Obligaciones Negociables autorizadas por la CNV (millones de U\$S)**



Fuente: Elaboración propia en base a CNV Subgerencia de Análisis Económico

Gráfico 1

\* De la tesis doctoral "La Estructura de Capital Óptima de la Firma, implicancias para las Decisiones de Inversión y Financiamiento", Guillermo López Dumrauf, Universidad de Buenos Aires.

<sup>1</sup> Si todas las empresas de una misma industria tienen el mismo riesgo de negocio, parecía razonable suponer que todas apuntarían a una estructura óptima que sería similar.

Excepto en el período 95 debido a la crisis *Tequila*, el uso de las Obligaciones Negociables como instrumento de financiamiento ha crecido permanentemente. A continuación veremos que empresas han emitido Obligaciones en 1997, clasificadas por sector:

### Obligaciones Negociables Autorizadas por Sector durante 1997 sin Bancos

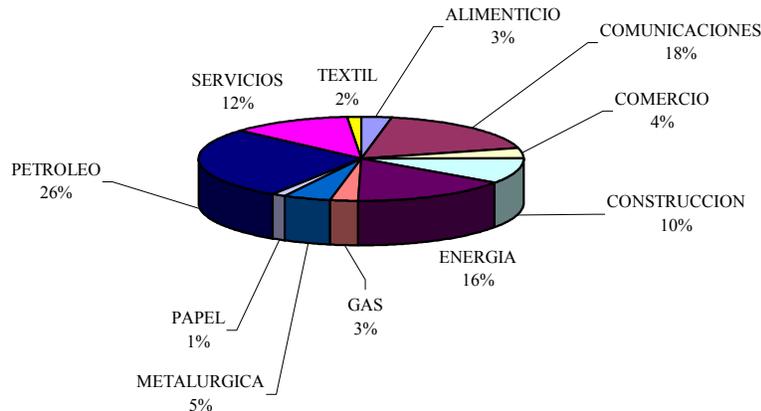


Gráfico 2

Como puede observarse, los sectores de comunicaciones, petróleo y energía representan el 60 % del total de Obligaciones Negociables autorizadas por la CNV durante 1997.

### DISTRIBUCION DEL ENDEUDAMIENTO ARGENTINO SEGÚN EL TAMAÑO DE LA FIRMA

Hemos trabajado con una muestra de casi 100 empresas con información que comprende el período 1993-1997<sup>2</sup>. En particular el énfasis ha sido puesto en describir las siguientes categorías:

- Distribución por intervalos de clase del endeudamiento argentino por tamaño de las firmas y por sector.
- Como se han financiado las empresas argentinas en los últimos años.
- Relación entre los indicadores de cobertura de intereses y de endeudamiento con la calificación del riesgo obtenida.
- Relación entre crecimiento de la firma y estructura de capital.

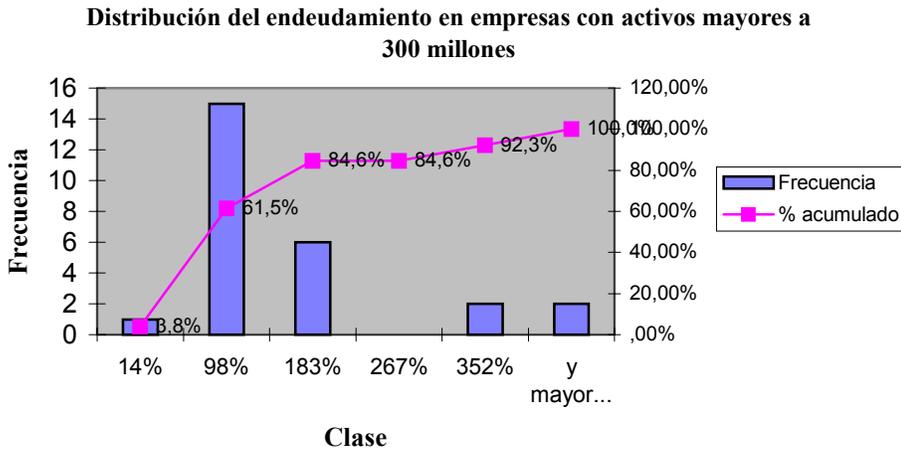
### DISTRIBUCION DEL RATIO DE ENDEUDAMIENTO

Dividimos la muestra en dos clases de firmas: con activos hasta 300 millones de pesos (PYME en nuestra clasificación) y con activos superiores a ese nivel (grandes). Los resultados que obtuvimos fueron los siguientes:

- Las empresas "grandes" mostraron un endeudamiento promedio cercano al 122 %, con un 40 % de empresas que mostraron endeudamientos sobre el promedio.
- El rango del endeudamiento varió entre el 13.8 % (mínimo) y 436 % (máximo).
- En las empresas pequeñas y medianas, el endeudamiento promedio se ubicó cerca del 100 %, pero el rango de variación fue mucho más amplio que en las empresas grandes, ubicándose entre el 4,4 % y el 830 %.
- Más del 72 % de las empresas pyme muestreadas mostró una relación de endeudamiento entre el 0 y el 98 %, mientras que en las empresas grandes ese mismo porcentaje fue algo menor, del 61.5 % .
- Ambas clases de empresa muestran distribuciones simétricas positivas, si bien en las pyme aparece un intervalo con una aparente mayor frecuencia absoluta debido a la diferencia en la cantidad de observaciones en la muestra.

<sup>2</sup> También hubo algunos pocos ejemplos del año 1992, que no fueron utilizados debido a la escasez de los datos.

En síntesis, las empresas "grandes" muestran una dispersión menor en sus relaciones de endeudamiento.



.Gráfico 3

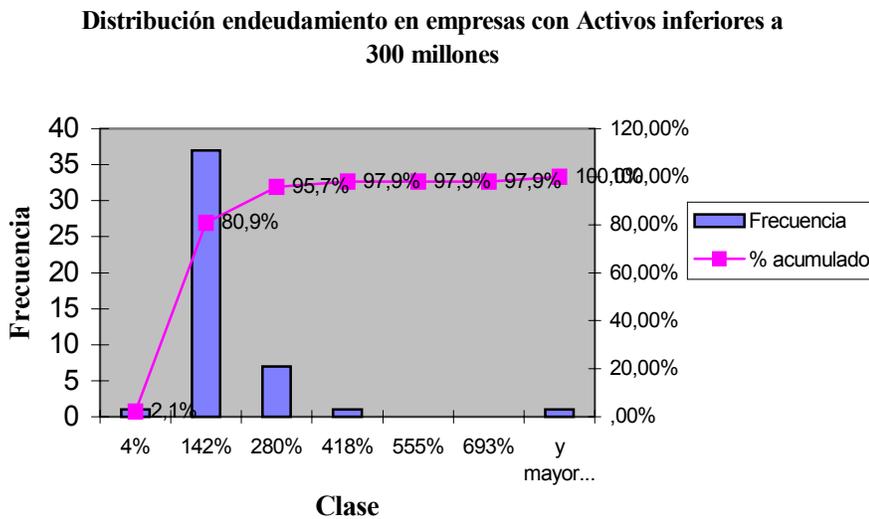


Gráfico 4

### ENDEUDAMIENTO SECTORIAL

Si bien del análisis que realizamos del endeudamiento argentino no surgió una tendencia marcada hacia la deuda o al capital propio en algún sector, hemos detectado algunas regularidades. Si observamos el endeudamiento durante 1996 en el gráfico 5 puede observarse que los rubros Construcción, Gas, Energía, Metalurgia y Petróleo mantienen un leverage sin grandes dispersiones con la mayoría de las observaciones cayendo entre el 40 y el 100 % de endeudamiento. Por otra parte, los rubros automotriz y comunicaciones parecen funcionar con mayor niveles de deuda.

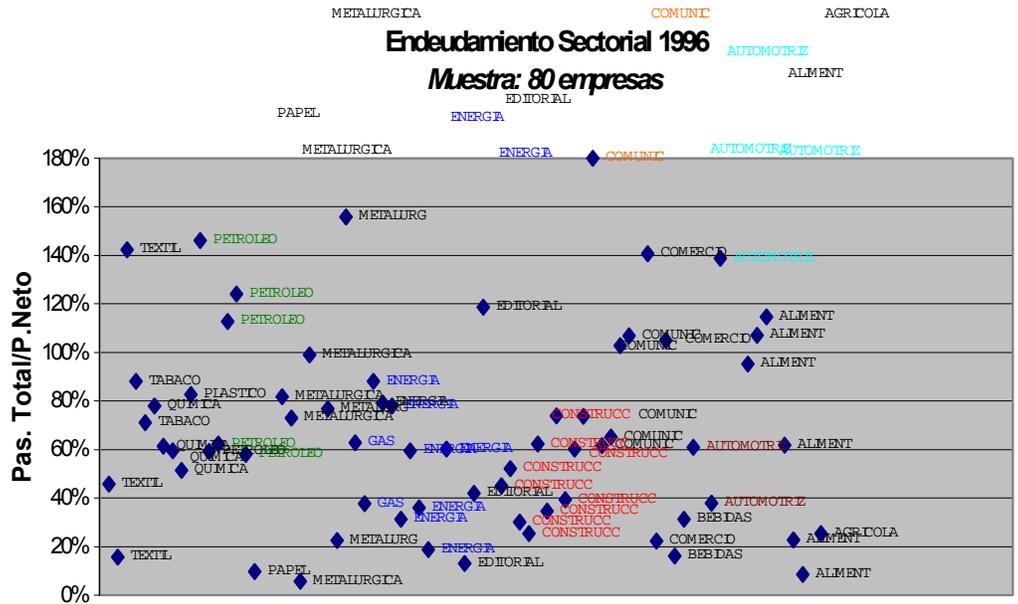


Gráfico 5

Durante 1997 la fotografía del endeudamiento sectorial fue similar, con el sector de comunicaciones muestran un grado de endeudamiento algo mayor. Petróleo permanece prácticamente sin cambios y los demás sectores no muestran tampoco diferencias frente a los registros anteriores.

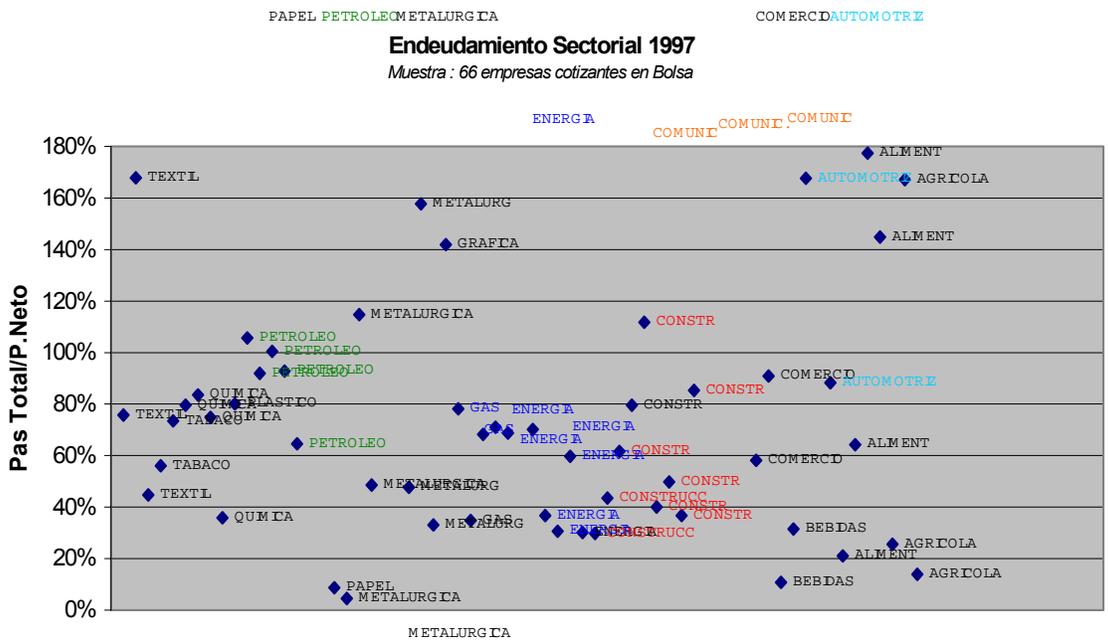


Gráfico 6

El lector podrá observar que el endeudamiento sectorial guarda alguna correspondencia con la cantidad de obligaciones negociables que emitió cada sector. En el gráfico 2, se mostró que los sectores comunicaciones, energía y petróleo abarcaron el 60 % de las obligaciones autorizadas durante 1997.

## ENDEUDAMIENTO Y CALIFICACION DEL RIESGO

Las empresas que emiten obligaciones negociables precisan de una calificación de riesgo que otorga una agencia autorizada para ese análisis. De la tabla 1 el lector podrá observar que hemos establecido nuestro propio ranking a los efectos de ordenar la calificación. Las categorías analizadas fueron el leverage, la cobertura de intereses, el coeficiente de variación y el porcentaje que representa el capital de trabajo sobre el activo total. Hemos elegido el leverage y la razón de cobertura por dos motivos: 1) Mostrar que un endeudamiento elevado no es motivo de una mala calificación y viceversa 2) Mostrar que la razón de cobertura es una de las categorías que más incidencia tiene en la calificación. No se encontraron asociaciones fuertes entre las otras categorías y la calificación del riesgo.

EMPRESA	CALIFICACION	ESCALA CALIF	PT/P.NETO	PT/AT	EBIT/INT	COEF. VARIAC	WC/AT
HIDROELET.ALICURA	A	3	60%	37%	1,0	0,22	4,2%
JUAN MINETTI	A	3	37%	27%	15,4	0,23	9,5%
MASTELLONE	A	3	177%	64%	1,8	0,22	2,6%
BOLDT S.A.	A	3	142%	59%	0,8	0,46	-9,4%
COM DEL PLATA	A -	3	106%	51%	1,9	0,29	-18,0%
C.PUERTO	AA	3	71%	42%	4,3	0,04	-1,8%
CENT.COSTANERA	AA	3	69%	41%	10,8	0,31	-1,7%
CERAM SAN LORENZO	AA	3	50%	33%	3,2	0,7	-2,6%
DISCO	AA -	3	436%	81%	0,8	0	-53,2%
ASTRA	AAA	4	100%	50%	1,6	0,55	-17,1%
CAMUZZI GAS	AAA	4	38%	27%	6,2	0,09	3,8%
EMP.DIST.LA PLATA	AAA	4	19%	16%	2,1	0,04	-8,5%
GAS NATURAL	AAA	4	78%	44%	3,2	0,15	3,2%
METROGAS	AAA	4	68%	41%	2,2	0,41	-0,3%
P.COMPANC	AAA	4	92%	48%	4,2	0,04	4,5%
TELECOM	AAA	4	103%	51%	4,8	0,17	-5,5%
TELEFONICA	AAA	4	65%	39%	13,9	0,14	-3,5%
TRANS GAS NORTE	AAA	4	84%	46%	3,7	0,11	-1,6%
TRANS GAS SUR	AAA	4	75%	43%	6,1	0,03	-12,5%
YPF	AAA	4	59%	37%	4,8	0,26	-6,7%
ED. ATLANTIDA	AAA	4	147%	59%	0,0	1,34	0,9%
MOLINOS	AAA	4	145%	59%	0,5	0,6	3,4%
SEVEL	BB	2	316%	76%	-1,5	4,37	-22,4%
ALPARGATAS	BB+	2	16%	13%	0,2	0,02	18,3%
ACINDAR	BBB	2	158%	61%	1,5	0,79	2,4%
BOLDT S.A.	BBB	2	204%	67%	0,3	0,46	5,7%
IMPSAT	BBB	2	188%	65%	1,2	0,02	-16,9%
BAESA	CCC	1	125%	55%	0,6	3,06	-13,7%

Tabla 1

De la tabla 1 puede apreciarse que es mayor la asociación entre la razón EBIT/Intereses con la calificación obtenida según la relación de PT/P.NETO. En efecto, en el gráfico 7 donde se muestran las razones de endeudamiento en la ordenada, puede verse que las firmas calificadas con el grado de inversión ( A a triple A)<sup>3</sup> si bien muestran un leverage algo más bajo en promedio no es demasiado diferente de las firmas calificadas como B o C. Aún más, una firma

<sup>3</sup> Claro, en el gráfico puede verse que hay más empresas calificadas con el grado de inversión que las que no lo tienen, y esto es generalmente lo que ocurre si se tiene en cuenta que la empresa antes de salir al mercado de capitales tiene que presentar buenos indicadores si quiere tener una buena calificación.

calificada como AA- (Disco) tiene un endeudamiento del 436 %. Si bien las empresas calificadas como BB o BBB tienen un leverage algo más alto que las calificadas con grado de inversión, observamos que las dos firmas calificadas como CCC muestran endeudamientos similares a las triple A. Es por eso que no conformes con la relación endeudamiento/calificación, exploramos la asociación con la razón EBIT/Intereses que puede apreciarse en el gráfico 8:

**Calificación según PT/PN**

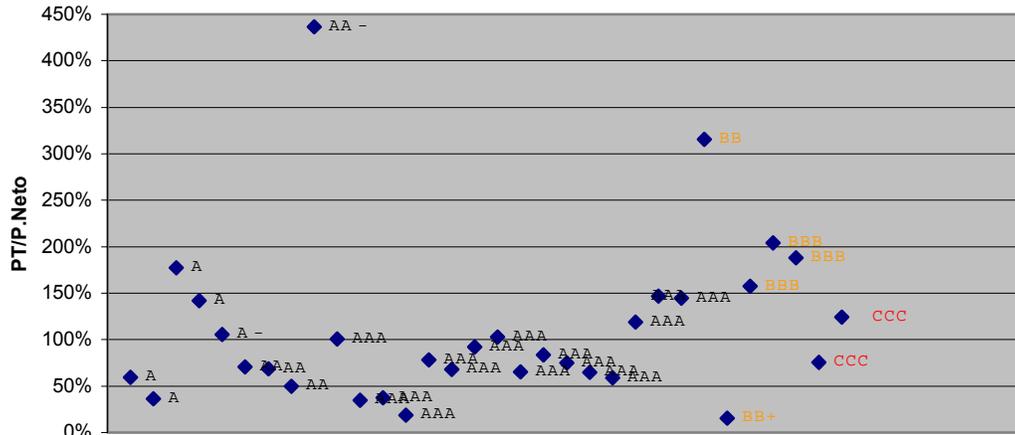


Gráfico 7

**Calificación según EBIT/Int**

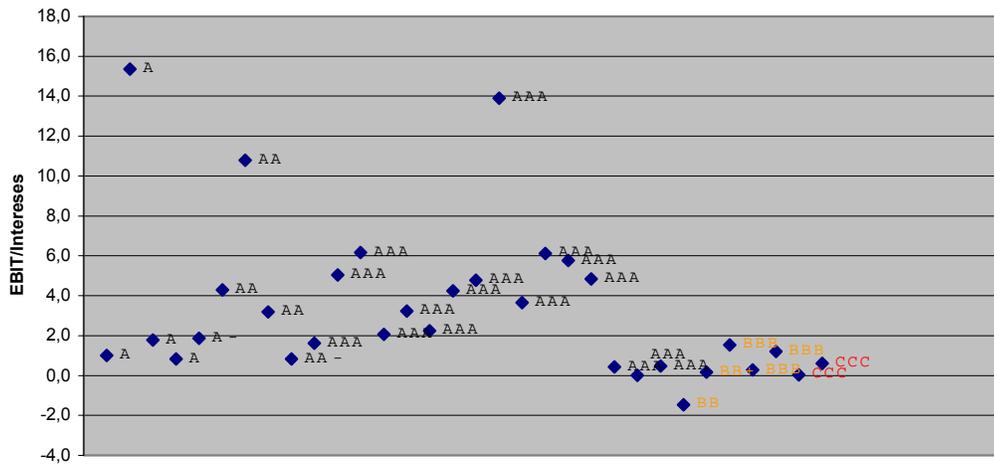


Gráfico 8

Aquí surge más clara la asociación: casi todas las firmas que no alcanzaron el grado de inversión tenían una cobertura baja de intereses, en tanto que la mayoría de las firmas que calificaron como A a triple A mostraron relaciones de cobertura más altas en promedio. Hubo pocas firmas con alta calificación que no tuvieran cobertura de intereses (Molinos y Editorial Atlántida) y también pocas que con alta cobertura merecieron doble A o solo A (Juan Minetti y Central Costanera)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Aquí deberíamos mirar otras categorías para entender la calificación. En el caso de las dos primeras los indicadores de tendencia de ventas eran decrecientes; aún más, las que tenían alta cobertura la tendencia de las ventas era creciente.

## LAS EMPRESAS ARGENTINAS SIGUEN UN ORDEN DE JERARQUIA: PRIMERO RECURSOS RETENIDOS, SEGUNDO DEUDA Y POR ULTIMO EMITEN ACCIONES

Considerando un plazo de aproximadamente 3 años, testeamos la teoría del orden de jerarquía, utilizando las siguientes hipótesis<sup>5</sup>:

1. En la medida que la empresa no repartiera todos sus ganancias como dividendos, entonces suponíamos que estas se reinvertían y por lo tanto era la primer fuente de financiamiento utilizada.
2. Si se cumplía 1. y la empresa no emitía acciones pero sí deuda, entonces el orden de jerarquía se confirmaba ya que había preferido la deuda antes que el equity, que quedaba relegado al tercer lugar.
3. En la medida en que se cumplía 1. pero la empresa emitía tanto acciones como deuda, la teoría del orden de jerarquía no se rechazaba, pero el problema era determinar que había emitido primero, si deuda o acciones.
4. Sí no se cumplía 1. y la empresa emitía acciones pero no emitía deuda - o aún más, cancelaba obligaciones reduciendo la deuda - entonces la hipótesis enfrentaba una contradicción real. Afortunadamente, hubo muy pocos casos en esta situación.

De la muestra pudimos observar que **todas las empresas** cumplían con la condición 1 y del total de 100 empresas sólo 30 incrementaron el capital propio mediante nuevas emisiones, y una de ellas (Acíndar) lo hizo aprovechando la opción de una Obligación Negociable convertible en acciones. Por otra parte, 24 firmas no aumentaron la deuda o la redujeron, donde 12 de estas últimas se encontraban entre las veinte empresas que menos crecieron. El orden de jerarquía es más evidente entre las empresas que precisan una mayor cantidad de fondos para financiar su crecimiento; de las empresas que utilizaron su capital propio ( ya sea recursos retenidos o emisión acciones) para reducir sus deudas sólo dos de ellas se encontraban entre las que más crecieron .

Entonces, si la hipótesis del orden de jerarquía es verdadera, parecería ser que **las empresas que más crecen suelen utilizar primero deuda antes que acciones ( y en general, más deuda que acciones) para financiar su crecimiento. Y esto es justamente lo que pasa.** Regresando el incremento en los activos totales contra el incremento en la deuda total en las veinte empresas que más crecieron se verifica tal relación. Por otra parte, realizamos también la regresión entre el incremento en los activos totales contra el incremento en el patrimonio neto, y los  $r^2$  fueron menores.

### LAS VEINTE EMPRESAS QUE MAS CRECIERON

El  $r^2$  del 0.93 nos dice que la variación del endeudamiento explica en un 93,4 % el crecimiento de los activos totales:

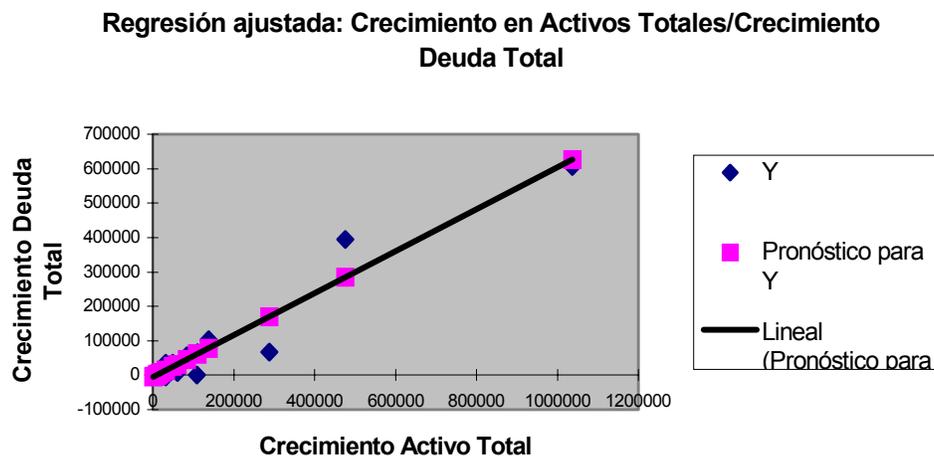


Gráfico 9

<sup>5</sup> Por supuesto, de ninguna manera creemos que seleccionar los datos porque ajustan o no a una idea preconcebida hubiera sido una buena elección. Por el contrario, cuando en la regresión se obtenía un valor alto para el  $R^2$  no deteníamos ahí el experimento, sino que seguíamos dándole vueltas al asunto. Más vale una meditada selección de la base de datos si lo que uno quiere es tener una potente ecuación de predicción.

Regresión crecimiento Act. Totales/Pas. Total

RESULTADOS DE LA LINEACIÓN LINEAL	
Coefficiente de correlación múltiple	<b>0,96674764</b>
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	<b>0,93460099</b>
R <sup>2</sup> ajustado	0,93096772
Error típico	40349,6423
Observaciones	20

Regresión crecimiento Act.Totales/Crecim Pat. Neto

ESTADÍSTICAS DE LA REGRESIÓN	
Coefficiente de correlación múltiple	<b>0,91560569</b>
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	<b>0,83833379</b>
R <sup>2</sup> ajustado	0,82935233
Error típico	42661,91
Observaciones	20

Aunque alto, el r2 obtenido entre el crecimiento del activo total y el aumento del patrimonio neto fue menor (83,8) que en el caso anterior.

#### LAS VEINTE EMPRESAS QUE MENOS CRECIERON

Sí el orden de jerarquía se cumple, y las empresas que crecen menos precisan menos capital externo, la primer fuente que deberían abandonar deberían ser las acciones y luego la deuda. Hemos practicado las mismas regresiones que realizamos para las 20 firmas que más crecieron, con las 20 que menos lo hicieron. Los resultados obtenidos nos dicen que disminuye fuertemente la relación entre el crecimiento del activo total con la deuda total y que prácticamente no existe relación con el crecimiento del patrimonio neto, aunque en este caso 7 de las 20 firmas consideradas arrojaban pérdidas. Los coeficientes de determinación obtenidos fueron muy bajos: 0,17 para la regresión crecimiento activo total/crecimiento deuda total y 0,15 para la regresión crecimiento activo total/crecimiento patrimonio neto

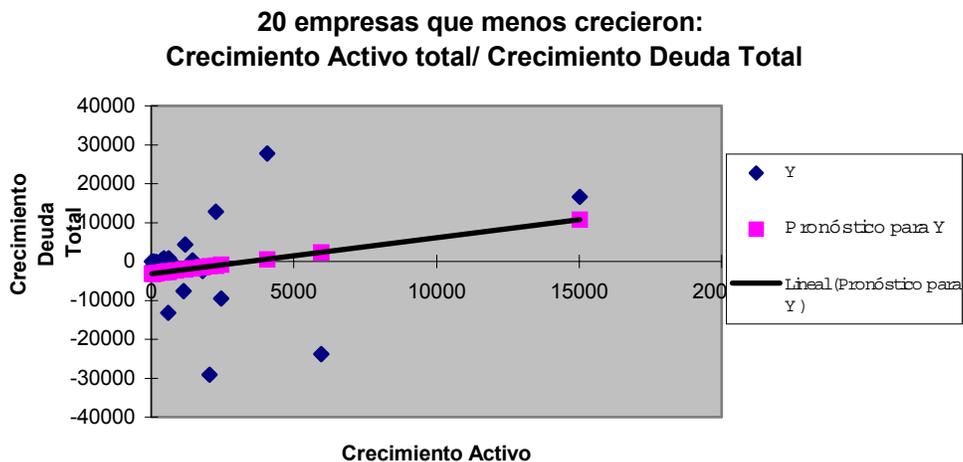


Gráfico 10

#### SE MUEVEN LAS EMPRESAS HACIA LA ESTRUCTURA DE CAPITAL OPTIMA?

Entendemos que la visión del orden de jerarquía muestra una buena capacidad de explicación de la estructura de capital. Ahora bien, piense por un momento que la empresa atraviesa por un escenario favorable y que este continuará por mucho

tiempo; si la firma se encuentra en posición de pagar impuestos, seguramente - después de usar sus recursos autogenerados - emitirá deuda, aprovechando el leverage y las ventajas fiscales. Creemos que esto es bastante obvio y razonable. Si no fuera porque en la visión del orden de jerarquía parece que no habría una estructura óptima bien definida ( propone el uso del capital propio primero, luego deuda y luego de nuevo capital propio) el pecking order y la teoría del trade-off podrían convivir perfectamente. Tal vez los costos de transacción y la comodidad de usar las utilidades retenidas hacen que la firma elija en primer lugar dicha fuente.

De las veinte empresas que más crecieron, diremos que todas usaron primero las utilidades retenidas - en parte o totalmente - y que 13 de ellas incrementaron su leverage. Hubo 7 firmas que redujeron su leverage o lo mantuvieron, aunque 2 de ellas (Canale y Polledo) mostraban cobertura negativa de intereses. Esto refuerza la teoría del trade-off, sin contradecir el orden de jerarquía, si aceptamos que la empresa prefiere evitar en lo posible los costos de transacción y los procesos de emisión. Luego usaría deuda, y más allá de cierto nivel, volvería a usar equity para llevar el leverage a una relación más adecuada.

De las 18 firmas que mostraban buenas razones de cobertura y estar en posición de pagar impuestos, 14 aumentaron su leverage, mientras que 4 aparentemente hicieron lo contrario de lo que sugeriría la teoría del trade-off (Praxair, Timbo, Movicom, Medicus) aunque en el caso de Medicus redujo su endeudamiento a niveles más razonables ya que presentaba un leverage muy alto. Canale y Gatic prácticamente no modificaban sus valores. También debemos aclarar que Helametal observaba una gran pérdida en el último ejercicio que magnifica el leverage al reducir el Patrimonio Neto.

		EBIT/INT	TAX	L <sub>0</sub>	L <sub>1</sub>	DIF
1	CAPUTO 93/97	43,6	28%	84%	112%	28%
2	TERRABUSI 92/95	15,9	30%	27%	29%	2%
3	BOLDT 93/97	2,3	0%	67%	142%	75%
4	DISCO 95/97	0,9	20%	361%	436%	75%
5	PRAXAIR	indeterm	0%	154%	15%	-139%
6	ASTRA 93/97	2,4	15.5 %	66%	100%	34%
7	IND TIMBO 93/95	101,1	24,3%	147%	117%	-30%
8	POLLEDO 96/97	-2,5	0%	52%	30%	-22%
9	P.COMPANC	150,5	6.3%	48%	92%	44%
10	CENTRAL PUERTO	9,8	24,24	57%	87%	30%
11	CANALE	-0,1	0%	62%	64%	2%
12	MOVICOM	6,6	31,0%	84%	42%	-42%
13	MEDICUS	341,5	23,5%	1626%	282%	-1344%
14	MELLER	22,9	21,1%	87%	83%	-4%
15	IRSA	9,5	18,6%	24%	58%	34%
16	GATIC	0,7	1,7%	159%	155%	-4%
17	MIRGOR	3,0	0%	60%	88%	28%
18	CICCONE	1,6	0%	121%	235%	114%
19	FIPLASTO	4,6	13,0%	34%	43%	9%
20	HELAMETAL	8,2	0%	79%	1065%	986%

Tabla 2

Podríamos preguntarnos ahora que ocurre cuando la firma se enfrenta a un escenario menos favorable, si se verifica la teoría del trade-off en el sentido de que la firma debería reducir su leverage. Tomamos ahora las veinte empresas que menos crecieron y veamos que pasa:

		EBIT/INT	TAX	L <sub>0</sub>	L <sub>1</sub>	DIF
1	ROSENBUSCH	-1,7	0%	51%	36%	-15%
2	HEREDIA	-0,6	0%	223%	99%	-124%
3	PROTTO HNOS	-0,7	0%	645%	20379%	19734%
4	MAGALCUER S.A.	15,3	0%	46%	55%	9%
5	MANUF. FIBRAS	1,8	82,18	248%	116%	-132%
6	MC DONALDS	601,5	21,33	43%	8%	-35%
7	TECNOMETAL	-0,2	0%	61%	70%	9%
8	HULYTEGO	0,4	0%	142%	168%	26%
9	INTA	1,3	0%	46%	45%	-1%
10	LEYDEN	6,0	23.2%	24%	23%	-1%
11	IND. CERVECERA	-7,3	1%	14%	10%	-4%
12	DECKER	0,6	0%	646%	9871%	9225%
13	S.A.S. MIGUEL	1,8	0%	46%	43%	-3%
14	DISTRIB. DEL PLATA	2,1	0%	19%	31%	12%
15	AGROMETAL	4,8	0%	6%	4%	-2%

16	NOBLEZA	11,9	41%	119%	73%	-46%
17	FRIC ROT	88,2	35%	38%	32%	-6%
18	CENTRAL COSTANERA	4,7	24%	75%	69%	-6%
19	HIDROELECT. ALICURA	0,7	0%	60%	60%	0%
20	EDESUR	2,8	0%	36%	36%	0%

Tabla 3

De las 20 firmas que menos crecieron de nuestra muestra, 12 reducían su leverage, y aunque la tabla 3 muestra como dos empresas (Protto y Decker) lo aumentan, esto se debe a que las pérdidas que tuvieron durante el período analizado disminuyeron el patrimonio neto magnificando el leverage. Lo mismo, aunque en menor medida ocurrió con Hulytego y Tecnometal que tuvieron pérdidas en el último ejercicio. Magalguer, que muestra una buena cobertura de intereses, es la única que parece haber incrementado voluntariamente el leverage, nuevamente apoyando la teoría del trade-off.

#### RESULTADOS DE OTROS CONTRASTES SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

No hemos encontrado asociación digna de mención entre el grado de endeudamiento y las siguientes categorías:

- Variabilidad del resultado operativo/endeudamiento
- Tasa efectiva de impuestos/endeudamiento
- Tamaño/Endeudamiento

En todos los casos, los coeficientes de determinación  $R^2$  fueron muy bajos.

#### MIRE LA PELICULA, NO LA FOTO

El mensaje que queremos dejar es que si se testean las variables por separado, será difícil que encuentre en este caso una asociación de acuerdo a una idea preconcebida. Sucede que cuando analizamos anteriormente estas relaciones lo hicimos teniendo en cuenta las oportunidades de crecimiento de la empresa. Y también tuvimos en cuenta la calificación del crédito. Y vimos que si existía una relación entre la calificación del crédito, la razón de cobertura y la posición fiscal cuando considerábamos el crecimiento de la empresa y como se había financiado. Las oportunidades de crecimiento y como lo financian las firmas es el punto de partida para analizar cualquier relación. Por qué esto y no considerar la foto? Simplemente porque **mirando la película verá como se sucedieron los hechos, antes que ver lo que pasa en un momento determinado.**

#### RESULTADOS DE UNA ENCUESTA SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA ARGENTINA

Fue realizada una pequeña encuesta entre directivos y gerentes financieros acerca de las variables que influyen en las principales decisiones de financiamiento. En total, se encuestaron unas 30 firmas donde se incluyeron tanto empresas grandes como pymes. Los objetivos básicos fueron ver que secuencia seguían en la elección de financiamiento, los motivos, cuanto sabían del ahorro fiscal que proporciona la deuda y ver que hacían los directivos ante situaciones particulares. Algunas empresas se encontraban bajo la mirada de el mercado de capitales, mientras que otras eran sociedades de capital cerrado. Los resultados fueron los siguientes:

- En casi la totalidad de las firmas "grandes" se verificó el Pecking Order. Lo mismo ocurrió en las "pyme", aunque con algunas excepciones.
- La mayoría señaló al costo financiero como el motivo de la elección aunque también la flexibilidad operativa pareció ser importante.
- El 80 % de las empresas grandes respondió que el tamaño de la inversión influía en la elección de la fuente de financiamiento, mientras que en las pyme ese porcentaje fue del 60 %.
- Todos coincidieron en que la deuda obliga a gerenciar los recursos con mayor eficiencia y manifestaron estudiar la cobertura del coverage.
- La mayoría reconoció que la estructura de capital se adaptaba a las necesidades de la empresa y el 60 % reconoció interrelación entre las decisiones de inversión y financiamiento, mientras que el 30 % dijo que no y el 10 % no contestó.
- El 80 % de las empresas grandes se manifestó consciente del ahorro fiscal aunque la mayoría reconoció que también tenía otras deducciones. Un porcentaje similar se verificó en las pyme, aunque fueron muy pocos los que declararon tener otras deducciones importantes.

- La mayoría se inclinó por decir que conocía razonablemente su costo de capital antes que tener un estudio exhaustivo del mismo.
- La mayoría coincidió en que las dificultades financieras comienzan primero con los bancos y los proveedores.
- El 60 % dijo que la deuda de corto plazo podía afectar al ro; en tanto sólo el 10 % dijo que no sería afectado y el resto no contestó la pregunta.
- La mitad de las empresas respondieron que la deuda podía inflexibilizar la gestión comercial.

#### CONCLUSIONES

- El “pecking order” nos dice que las empresas prefieren siempre primero los fondos autogenerados para financiarse.
- Las empresas argentinas han preferido durante los últimos años a las obligaciones como fuente de financiamiento, observándose un incremento en el endeudamiento promedio. Pocas empresas han financiado sus inversiones con aumentos del capital propio.
- Durante 1997 la fotografía del endeudamiento sectorial mostraba que los rubros automotriz y comunicaciones tenían un grado de endeudamiento algo mayor que el promedio. Petróleo y energía fueron también bastante activos en materia de colocación de deuda. Los rubros Comunicaciones, Energía y Petróleo abarcaban el 60 % de las obligaciones autorizadas durante 1997.
- Existe una asociación entre la cobertura de intereses y la calificación del riesgo de la firma: casi todas las firmas que no alcanzaron el grado de inversión tenían una cobertura baja de intereses, en tanto que la mayoría de las firmas que calificaron como A hasta AAA mostraron relaciones de cobertura más altas en promedio.
- También hemos podido apreciar que existe una relación entre el crecimiento de la firma y la fuente de financiamiento: de las 20 firmas que más crecieron, 11 utilizaron tanto deuda como capital propio, en tanto que sólo 2 empresas no utilizaron deuda.
- De las 20 firmas que menos crecieron de nuestra muestra, 12 reducían su leverage, y en los casos en que este aumentaba, se debía generalmente a las pérdidas que disminuyeron el patrimonio neto magnificando el leverage.
- El 80 % de las empresas grandes encuestadas respondió que el tamaño de la inversión influía en la elección de la fuente de financiamiento, mientras que en las pyme ese porcentaje fue del 60 %.
- El 80 % de las empresas grandes encuestadas se manifestó consciente del ahorro fiscal aunque la mayoría reconoció que también tenía otras deducciones. Un porcentaje similar se verificó en las pyme, aunque fueron muy pocos los que declararon tener otras deducciones importantes.

#### BIBLIOGRAFÍA

Hill, Carter, Griffiths, William y Judge, George, “Econometría”, 1999, Editora Saraiva, São Paulo

López Dumrauf, Guillermo, Tesis Doctoral, Universidad de Buenos Aires

Opler, Tim and Sheridan Titman, “ Financial Distress and Corporate Performance “ *Journal of Finance*, 1994, 49(3):1015-1040., “The Debt-Equity Choice: an empirical analysis” , 12/94

Titman, Sheridan and Roberto Wessels, “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, 1988, 43 (1):1-19

Viswanath, P.V. “Strategic considerations, the pecking order hypothesis, and market reactions to equity financing” *journal of financial and quantitative analysis*, 1993, 28 (2):213-234