

¿TRADE OFF O PECKING ORDER? UNA INVESTIGACIÓN SOBRE LAS DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

HUGO O. BERLINGERI

RESUMEN

Tradeoff (TO) y *Pecking Order* (PO), en sus versiones estática y dinámica, son las teorías rivales que han dominado la discusión académica de los últimos veinte años en materia de estructura de capital. Sin embargo, aún no se ha alcanzado una definición categórica sobre su validez. Este trabajo evalúa el grado en que sus predicciones se ajustan a la práctica corporativa, con base en una recopilación única de evidencias empíricas, señala aspectos epistemológicos y axiomáticos de las mismas, *ignorados* por la bibliografía de finanzas corporativas. Su conclusión es clara: PO explica mejor la conducta financiera de las empresas maduras de USA, pero fracasa cuando es aplicada a empresas jóvenes y en crecimiento o a empresas de países en vía de desarrollo. Es más, la adhesión a PO bajo condiciones de conservadurismo financiero y/o conflicto accionistas-gerentes conduce a estructuras y decisiones financieras destructoras de valor. Sobre esta base, se propone un enfoque alternativo, el *Tradeoff Proactivo* (TOP), que preserva el carácter prescriptivo de TO, y abarca tanto el aspecto estructural como el dinámico de la estrategia de financiamiento. En particular, este trabajo muestra la superioridad de TOP respecto a TO y PO, como herramienta para la gestión financiera y para desarrollar planes de acción concretos que permitan adaptar la misma a la realidad de los países en vías de desarrollo y de las pymes. Finalmente se analiza el endeudamiento corporativo en la Argentina, durante la vigencia de la convertibilidad, a la luz del enfoque propuesto y en comparación con estructuras financieras en otros países en desarrollo.

PALABRAS CLAVE

Política de financiamiento, estructura de capi-

tal, *tradeoff*, *pecking order*, *tradeoff* proactivo, modelo de simulación, administración de riesgos.

ABSTRACT

Tradeoff (TO) and *Pecking Order* (PO), in their static and dynamic versions, are the rival theories which have dominated the academic discussion over the last 20 years in connection with corporate capital structure. However, it has not found a categorical definition about its validity yet. This work evaluates the degree in which its predictions adjust the corporate practice based on a unique compilation of empirical evidences and points out epistemological and axiomatic aspects of the same ignored by the bibliography of corporate financing. Its conclusion is clear: PO explains better the financing behavior of mature enterprises of America, but it fails when it is applied to young and growing enterprises or to enterprises in developing countries. Even more, the adherence to PO under conditions of financing conservatism and/or stockholder – managers conflict leads to structures and financing decisions destructive of value. With this basis, an alternate approach is proposed, the proactive *Tradeoff* (TOP) which preserves the prescriptive character of TO, and embraces both the structural and dynamic aspect of the financing strategy. In particular, this work shows the superiority of TOP with respect to TO and PO, as tool for the financing management and to develop concrete action plans which allow to adapt it to the developing countries reality and the one of the pymes. Finally, the corporate indebtedness in Argentina is analyzed, during the validity of the convertibility, in the light of the approach proposed and comparing the financing structures in other developing countries.

INTRODUCCION

El presente artículo es una síntesis del trabajo de investigación sobre las decisiones de financiamiento realizado por el autor (Berlingeri 2003b). El mismo tuvo los siguientes objetivos:

- Realizar una evaluación detallada de las teorías de mayor aceptación sobre la estructura de financiamiento, incluido ciertos aspectos epistemológicos y axiomáticos ignorados por la bibliografía de finanzas corporativas.
- Elaborar un desarrollo original de las predicciones que surgen de cada una de ellas.
- Evaluar si las mismas se ajustan a la práctica corporativa, para lo cual las predicciones desarrolladas fueron contrastadas con una recopilación única de evidencias empíricas, obtenida de aproximadamente 250 trabajos, entre libros, artículos y ensayos.
- Proponer un enfoque teórico alterna-

RESEÑA AUTOR:

Hugo O. Berlingeri, nació el once de enero de 1956 en la ciudad de Buenos Aires. Es Contador Público y Licenciado en Administración, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y actualmente está trabajando en su tesis doctoral "La epistemología de las teorías de financiamiento". Es profesor asistente en la cátedra de Finanzas II de la Universidad Católica Argentina y fue profesor de Mercado de Capitales e Instrumentos de Deuda y Equidad en los posgrados de Negocios dictados en Escuela Superior de Economía y Administración de Empresas - ESEADE.

Se desempeña como consultor en Finanzas Corporativas. Fue Jefe de la Oficina Financiera de CEI Citicorp Holdings, Controller de Massalin Particulares y ocupó la gerencia financiera de diversas instituciones bancarias.

Es autor del libro *¿Trade off o Pecking Order? Una investigación sobre las teorías de financiamiento* publicada por la Universidad Católica Argentina. Ha escrito diversos artículos sobre temas de su especialidad y ha participado como expositor en congresos nacionales e Internacionales realizados en la República Argentina.

tivo que sirva como guía de acción para la gestión financiera y sea aplicable a la problemática del financiamiento en los mercados menos desarrollados y en las pymes.

I. DESCRIPCIÓN Y EVALUACIÓN DE LAS TEORÍAS RIVALES

El análisis del impacto de las "imperfecciones" de los mercados en las proposiciones de "irrelevancia" de Modigliani y Miller ha conducido al desarrollo de, básicamente, dos teorías rivales sobre la estructura de capital: el *Tradeoff* (TO) y el *Pecking Order* (PO), cada una con su versión estática y dinámica. Pese a sus claras discrepancias, ambas teorías sostienen, a diferencia de las proposiciones de M y M, que existe una estrategia de financiamiento que maximiza el valor de los accionistas.

1. EL TRADEOFF

Sostiene que las decisiones financieras buscan alcanzar la estructura de capital que optimiza *el balance* entre beneficios y costos del endeudamiento. Estos beneficios y costos son los siguientes:

BENEFICIO 1: APROVECHAMIENTO DE LA DEDUCCIÓN IMPOSITIVA DE LOS INTERESES

Dado que los intereses son deducibles de la ganancia gravada, el pago de los mismos produce un ahorro en el impuesto a las ganancias que debe pagar la compañía, a diferencia de los dividendos que no son deducibles a efectos impositivos. Sin embargo, la ventaja impositiva de la deuda sobre el capital no surge, exclusivamente, de la tasa impositiva que grava las utilidades corporativas. Además de aspectos de técnica tributaria, como la trasladabilidad de los quebrantos, la existencia de créditos

fiscales, etc., Miller (1977) ha mostrado que también depende de la relación que guardan entre sí los impuestos personales sobre los intereses y sobre las rentas derivadas de las tenencias de acciones. Según Miller (1977) la ventaja impositiva de la deuda sobre el capital no τ_C es, la tasa de impuestos corporativos, sino que es $1 - (1 - \tau_C)(1 - \tau_S)/(1 - \tau_B)$ igual a: τ_S , donde representa la tasa de impuestos que grava la renta originada en la tenencia de acciones (dividendos o ganancias de capital¹) y τ_B representa la tasa de impuestos que grava la renta originada en el cobro de intereses. Normalmente la tasa a la que se grava la ganancia derivada de las acciones es menor que la tasa que grava las rentas por intereses. Si a esto se agrega la posibilidad de diferir la realización de las ganancias de capital, resulta, entonces, que la ventaja impositiva de la deuda será menor a τ_C pudiendo ser nula si $\tau_C = \tau_B$ y $\tau_S = 0$. Esto significa que la ventaja impositiva neta de la deuda surge de deducir, de la ventaja impositiva de la deuda corporativa, la ventaja impositiva del capital personal. Pese a ello, se trata de un concepto muy significativo: en el caso de USA, el valor presente de la ventaja impositiva neta de la deuda ha sido estimada en aproximadamente el 7% del valor de los activos de las empresas (Graham 2000).

BENEFICIO 2: ATENUACIÓN DEL CONFLICTO DE AGENCIA ENTRE LOS INSIDERS Y OUTSIDERS

1.2.1. Beneficios de la deuda en atenuar el conflicto entre accionistas y gerentes:
La sustitución de capital por deuda en

las compañías maduras con flujo de caja positivo y estable agregará valor al reducir los saldos líquidos a disposición de los gerentes y al forzar una mayor disciplina y foco en sus decisiones (Stewart 1991, Jensen 1986).

1.2.2. Beneficios de la deuda en atenuar el conflicto entre accionistas controlantes y minoritarios: La deuda puede agregar valor al reducir la posibilidad de los accionistas controlantes de desviar recursos en su favor, en perjuicio de los accionistas minoritarios.

COSTO 1: COSTOS ESPERADOS DE LAS DIFICULTADES FINANCIERAS

2.1.1. Costos directos: son los costos legales, contables, etc. y la pérdida de valor en los activos que se produce a partir de la cesación de pagos.

2.1.2. Costos indirectos: son aquellos que se producen como consecuencia de la percepción de un riesgo significativo de insolvencia. Ejemplos de estos costos son la reducción en valor que resulta de no encarar proyectos atractivos ante la imposibilidad de obtener financiamiento a precios adecuados, la pérdida de valor de los activos intangibles de la compañía, el impacto negativo en la eficiencia operativa y en la relación con proveedores, empleados y clientes y la venta de activos a precios deprimidos, entre otros.

COSTO 2: CONFLICTO DE AGENCIA ENTRE ACREEDORES Y ACCIONISTAS

Situaciones de alto riesgo de insolvencia pueden conducir a los accionistas a optar por proyectos que aumenten el riesgo de la compañía o a tomar decisiones que dilu-

1. La tasa que grava los dividendos puede ser distinta de la tasa que grava las ganancias de capital, las que, además, tienen la posibilidad de ser diferidas. Graham (2000) muestra cómo incorporar estas consideraciones en la determinación de la ventaja impositiva de la deuda.

yan los derechos de los acreedores. Ante esta posibilidad, los acreedores se protegerán exigiendo mayores tasas de interés, racionando el crédito o incluyendo compromisos (*convenants*) restrictivos en los contratos de préstamo, cuyo control y ejecución también incrementarán los costos de financiación.

Se puede considerar que TO tiene dos versiones básicas:

I Versión estática: la mejor estructura de capital es aquella que optimiza el balance (*tradeoff*) entre beneficios y costos de la deuda. Las compañías toman sus decisiones financieras con base en la estructura objetivo buscando no apartarse de la misma.

II Versión dinámica: las compañías tienen una estructura objetivo de capital y tratarán de aproximarse a ella. Sin embargo, la frecuencia con que ellas ajustarán sus estructuras de capital dependerá de los costos de transacción y de información necesarios para volver al objetivo. Dado que existen economías de escala en la emisión de títulos, y los costos de información son volátiles, estos ajustes no serán frecuentes, por lo que la estructura de capital oscilará. Esta oscilación puede darse dentro de un rango cuyo óptimo depende de la relación entre los costos que ocasiona el ajuste al objetivo y los costos de desviarse del mismo (Barclay y Smith 1999, Fischer et al 1989), o bien puede consistir en un ajuste gradual que dependa de la evolución de las condiciones de mercado y de la situación financiera. (Jalilvand y Harris 1984, Hovakimian et al 2001, Flannery y Ragan 2004, entre otros).

2. EL ORDEN DE ELECCIÓN - PECKING ORDER-

A diferencia de TO, PO se apoya en la asimetría de información entre gerentes e inversor: cada vez que la compañía emita títulos, los inversionistas interpretarán que la gerencia considera que los mismos están sobrevalorados, y en consecuencia aplicarán un descuento sobre su valor. Este descuento será mayor en títulos más expuestos a asimetría, como por ejemplo, las acciones. En consecuencia, las compañías pueden verse impedidas a encarar proyectos atractivos si para ello tuviesen que emitir títulos y el precio de los mismos en el mercado fuera bajo, comparado con el que resulta de las perspectivas que la gerencia maneja sobre el futuro de la compañía. (Myers y Majluf 1984).

Las compañías buscan evitar el riesgo de que la asimetría de información afecte sus decisiones de inversión y maximizan su valor siguiendo un orden en sus decisiones de financiamiento. El mismo consiste en elegir la fuente de fondos disponible con menor costo de información asimétrica, es decir, aquella cuyo valor cambiará menos cuando la información interna de los gerentes sea revelada al mercado. En primer término, las empresas recurrirán a los fondos internamente generados y, en segundo lugar, a la deuda, hasta agotar su capacidad de emitir deuda “segura”, es decir, con bajo riesgo de incumplimiento (*default*). A partir de ese punto irán agotando las restantes fuentes de fondos en orden creciente de asimetría (orden que, normalmente, es deuda, convertibles, capital, etc.). Sin embargo, si los costos de insolvencia fueran suficientemente altos, las compañías intentarán emitir capital externo, aún cuando conserven capacidad de endeudamiento, ya que buscarán evitar

cualquier costo material de insolvencia.

Como vemos, PO reconoce dos tipos de costos de las decisiones de financiamiento:

1. Costos de información asimétrica, los que aumentan a medida que se asciende en la escala del PO.
2. Costos de las dificultades financieras, a partir de que la compañía ya no pueda emitir deuda “segura”.

A diferencia de TO, PO no plantea el problema en términos de una estructura de capital óptima, ya que considera que el balanceo entre los beneficios y costos de la deuda es una consideración de segundo orden en la política financiera de las compañías. Por el contrario, sostiene que la estructura de capital de una empresa cambiará en respuesta a los desequilibrios entre los fondos generados internamente y las necesidades de inversión, y que el valor se maximiza al minimizar los costos de información y mantener un adecuado nivel de flexibilidad (Myers 1984, Myers et al 1998, Myers y Shiam-Sunders 1999).

Al igual que TO, PO tiene también su versión dinámica. Dado que las decisiones de financiamiento dependen de los costos de información asimétrica de sus títulos, una compañía podría realizar emisiones de deuda o capital aprovechando una disminución de los costos mencionados con el propósito de aumentar su holgura financiera aunque, aparentemente, esto constituya una violación del orden clásico de PO. Cuando una compañía está sobrevalorada o, por lo menos, su gerencia no la considere subvalorada emitirá capital aunque todavía

pueda emitir deuda “segura” (idea inicialmente sugerida por Myers, 1984, y desarrollada por Lucas y McDonald (1990), sobre la base de un modelo de variación temporal de los costos de selección adversa, y por Loughran y Ritter (1997) y Backer y Wurgler (2002)², desde un enfoque conductista y de oportunismo gerencial (*market timing*).

En sentido inverso, una compañía subvalorada intentará recomprar capital, aunque para ello deba recurrir a utilidades retenidas o a emisión de deuda, en la medida en que no aumente los riesgos de insolvencia más allá de lo aceptable.

3. EVALUACIÓN DE LAS TEORÍAS RIVALES

La evaluación comparativa de TO y PO conduce a las siguientes conclusiones:

- La investigación realizada confirma claramente que las predicciones de TO y de PO difieren en muchos casos de la evidencia empírica y que las discrepancias se producen en cuestiones centrales de las teorías.
- Es dudosa la aptitud epistemológica de PO. Tanto la Administración como las Finanzas integran el mundo de las tecnologías; son sociotecnias, en términos de Bunge (1980). Como tales, su objeto es diseñar o prescribir mecanismos de optimización en sus campos de aplicación (Bunge 1980, Pavesi 1994, Scarano 1999). En consecuencia, el objetivo de las finanzas debe ser proponer normas que definan cómo debe proceder la gestión financiera para maximizar una determinada función objetivo y no limitarse a describir cómo se toman

2. Backer y Wurgler (2002) constituyen una versión dinámica extrema ya que sostiene que la estructura de capital es el resultado de la acumulación de los intentos de la gerencia por aprovechar la baja de precios (*mispricing*) de las acciones en el mercado.

las decisiones financieras en el mundo real.

- TO cumple con esta exigencia. Por el contrario, PO adopta desde el principio un claro modo descriptivo y no parece tener pretensiones normativas. Tampoco intenta demostrar por qué la minimización de los costos de información maximizará el valor para los accionistas en cualquier circunstancia ni tampoco por qué razón si la política financiera se ajusta al PO aumentará la flexibilidad financiera.
- PO no satisface los axiomas de la (mal llamada) teoría de la utilidad cardinal en que se apoyan, casi sin excepción, las Finanzas, y, en consecuencia, tampoco satisface el criterio de maximización de la utilidad esperada. Incluso, su propia validez axiomática ha recibido objeciones.
- Los modelos desarrollados a partir de cada una de las teorías, ya sean deterministas, estocásticas o dinámicas, son de escasa utilidad en la gestión financiera.

II. PRINCIPALES PATRONES DE LAS DECISIONES FINANCIERAS

Globalmente considerada, la evidencia empírica reunida en el curso de la investigación muestra que las decisiones financieras de las compañías siguen los patrones que se detallan a continuación³:

PATRONES ESPECÍFICOS DE LAS EMPRESAS DE USA

- A largo plazo, las compañías apuntan a una estructura objetivo de capital. A pesar de ello, en el caso de las empre-

sas maduras y grandes, su definición es borrosa y la velocidad a la que se ajustan a la misma es excesivamente baja⁴ ya que estas compañías dan prioridad al aprovechamiento de la volatilidad del mercado de acciones en la emisión de títulos. A corto plazo, las evidencias de que las mismas siguen un “*pecking order*” son muy fuertes, si bien el soporte empírico de esta afirmación ha declinado en la década del 90.

- El financiamiento corporativo se caracteriza por la preferencia por la financiación interna, su conservadurismo y el impacto limitado de las consideraciones impositivas en las decisiones, lo que redundan en subaprovechamiento del ahorro por intereses. Estos puntos son compatibles con PO y contradicen a TO. Sin embargo, estas características pueden conducir a estructuras financieras destructoras de valor, tal como muestran las evidencias sobre las compañías, fuertemente generadoras de caja, el uso de los mercados internos de capital y el impacto del conflicto entre los agentes con información (*outsiders-insiders*) en la estructura de financiamiento.
- Todas las decisiones que involucran la emisión pública de títulos relacionados con el capital (IPO, SEO, convertibles), excepto los *carve outs*, muestran, en línea con la versión dinámica de PO, un fuerte componente oportunista. Sin embargo, ésta no parece ser la única consideración de las compa-

3. Las fuentes bibliográficas pertinentes están indicadas en Berlingeri (2003b) y se encuentran disponibles a solicitud del lector interesado.

4. Sin embargo, trabajos recientes de Roberts (2002) y Flannery y Ragan (2004) sostienen que la firma media cierra aproximadamente el 30% de la brecha con el endeudamiento objetivo dentro del año. No estoy al tanto de que ninguno de los dos haya sido todavía objeto de discusión por parte de la comunidad académica.

ñas involucradas ya que, en general, las emisiones también tendrían como objetivo mejorar la estructura de capital de las mismas.

- El objetivo de las recompras de acciones en el mercado abierto es señalar al mercado la subvaloración de la acción y rescatar la fuente de fondos de mayor costo de información asimétrica, tal como predice PO dinámico. Sin embargo, también influyen las características de las compañías, ya que las más expuestas al conflicto de sobreinversión son más proclives a iniciar un programa de esta naturaleza.
- Los patrones financieros de las empresas pequeñas, jóvenes y de crecimiento, normalmente sujetas a fuertes restricciones financieras, son muy distintos de los seguidos por las empresas maduras. No muestran el comportamiento oportunista de estas últimas y se ajustan más estrictamente a la estructura objetivo.

Esta evidencia es compatible con TO.

- Las decisiones relacionadas con reestructuraciones corporativas son determinadas, fundamentalmente, por consideraciones impositivas o vinculadas con el conflicto *outsiders-insiders*, tal como predice TO, y apuntan a corregir las distorsiones producidas por la preferencia por la financiación interna, el conservadurismo en el endeudamiento y los conflictos de agencia.

La magnitud de la ventaja impositiva de la deuda sobre el capital afecta la elección de las compañías entre ambas fuentes de fondos al acceder a la financiación externa.

PATRONES GLOBALES DE FINANCIAMIENTO

- El valor de la flexibilidad financiera, los conflictos *outsiders-insiders*, y las consideraciones sobre los costos de asimetría afectan todas las decisiones financieras.
- El diseño de los títulos de deuda y la mezcla deuda privada-pública surgen de un *tradeoff* entre los distintos costos y beneficios de las fuentes de financiamiento.

Cuadro 1

		PD			PVD
FUENTES DE FONDOS					
Fondos internamente generados		60%			32%
Deuda (*): Bancos y otros préstamos	23%		Corto plazo	11%	
Bonos	7%	30%	Largo plazo	16%	27%
Emisión de acciones		10%			41%
		100%			100%

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO		
Pasivo/Activo	0.63	0.50
Deuda/Activo neto	0.37	0.28
Pasivo/Patrimonio neto	1.70	1.00
Deuda/Patrimonio neto	0.76	0.39
Deuda de largo plazo/Activo neto	0.42	0.21
EBIT/Intereses	2.3	2.69

* La información recopilada en los estudios citados no es homogénea en la apertura de este rubro.

- La propensión de las compañías a pagar dividendos y la definición de la política respectiva apuntan a controlar el conflicto *outsiders-insiders*. Fuera de USA, el marco legal es un factor de primer orden en la definición de estas políticas.
- La magnitud de la ventaja impositiva de la deuda sobre el capital afecta la elección de las compañías entre ambas fuentes de fondos al acceder a la financiación externa.

DIFERENCIAS ENTRE LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO

La estructura y los patrones financieros seguidos en los países en vías de desarrollo (PVD) son muy distintos de los correspondientes a los países desarrollados (PD). Mientras que en los PD, los fondos generados internamente son la fuente principal de financiamiento, los fondos obtenidos a través de emisiones de capital no son importantes y los bancos son la fuente externa de fondos dominantes (Mayer 1989), en los PVD las compañías se apoyan fuertemente en la financiación externa y, particularmente, en la emisión de acciones (Singh 1995).

El Cuadro 1 resume las principales diferencias (las cifras que se indican surgen de Singh (1995), Booth et al. (2001) y Rajan y Zingales (1995)) y pone en evidencia el mayor nivel de capitalización de los PVD, producto de una mayor obtención de capital externo.

Por su parte, el marco legal, las estructuras de control y las consideraciones macroeconómicas son factores de primera importancia en las decisiones financieras en los PVD. En conjunto, estos patrones son incompatibles con PO, pero pueden ser explicados en el marco de TO.

En conclusión, las evidencias referidas a empresas maduras en USA parecen apoyar más a PO (en particular a su versión dinámica) que a TO. Sin embargo, también se debe observar que:

- Los patrones financieros en los PVD y en las empresas pequeñas, jóvenes, de crecimiento y sujetas a restricciones financieras impiden considerar a PO como una teoría general del financiamiento.
- El soporte empírico a favor de PO ha declinado en la última década.
- La flexibilidad es un componente importante en las decisiones financieras y PO no da cuenta de los factores que afectan el valor de la misma.
- La adhesión a PO bajo condiciones de conservadurismo y conflicto *outsiders/insiders* conduce a estructuras y decisiones financieras destructoras de valor.
- Cuando las compañías llegan a situaciones de pronunciado conflicto *outsiders/insiders* y/o desaprovechamiento del ahorro impositivo, se reestructuran siguiendo lineamientos que responden a TO.

III. UN ENFOQUE ALTERNATIVO: EL *TRADE OFF* PROACTIVO

Del análisis precedente surgen los siguientes interrogantes: ¿Tiene sentido juzgar estas teorías por su capacidad de predecir decisiones que, en muchos casos, son destructoras de valor? ¿O deberíamos juzgarlas por su capacidad para optimizar las decisiones del director financiero? La respuesta es que se requiere un nuevo enfoque sobre las teorías de estructura de capital, las que deberían reunir las siguientes condiciones:

1. Su objetivo debe ser determinar criterios que permitan definir y prescribir

(no sólo describir) normas de acción concretas aplicables a la gestión financiera, y deben ser juzgadas por su capacidad para maximizar el valor para los accionistas.

2. Deben ser aplicables a las decisiones financieras de cualquier empresa (públicas o cerradas, grandes o pequeñas, jóvenes o maduras) y en cualquier contexto (PD o PVD).

3. Su ámbito de aplicación no puede quedar restringido a la cuestión de los determinantes de la relación de endeudamiento. Deben ser una teoría de las decisiones de financiamiento.

4. Deben ser consistentes con los axiomas de la teoría de la utilidad en que se apoyan las Finanzas y con el criterio de la maximización de la utilidad esperada.

5. Deben contemplar el aspecto estructural (definición de la estructura objetivo de capital de la compañía y diseño de los instrumentos financieros adecuados) y el aspecto dinámico (administración y optimización de los apartamientos a la estructura objetivo) del financiamiento.

6. Deben estar en condiciones de formular un modelo cuantitativo apto para la decisión.

Como se muestra en la investigación, ni TO ni PO, tanto en sus versiones estática como dinámica, satisfacen estas condiciones. Propondré un enfoque alternativo que cumple con las condiciones señaladas y resuelve las limitaciones de TO y PO. Es una versión de TO que he denominado *Tradeoff Proactivo* (TOP), la cual rescata las ventajas epistemológicas y axiomáticas de TO, y combina los aspectos válidos de las

versiones dinámicas de TO y PO. La misma se puede formular de la siguiente manera:

A fin de maximizar su valor, las compañías deben definir tanto el aspecto estructural como el aspecto dinámico de su estrategia de financiamiento.

ASPECTO ESTRUCTURAL DE LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Las compañías deben definir un objetivo para su endeudamiento y sus disponibilidades y diseñar sus títulos, a fin de optimizar el *tradeoff* entre los beneficios y costos de la deuda. La frecuencia con que las compañías ajustarán sus estructuras de capital al objetivo, dependerá de los costos necesarios para ello. Este ajuste se puede realizar a través de mecanismos de bajo costo (como la política de dividendos, la realización de activos ineficientes y la inversión de fondos en proyectos atractivos) o la emisión y rescate de títulos. Dado que hay economías de escala y costos de información en estos últimos, los ajustes no serán frecuentes. En consecuencia, la relación de endeudamiento oscilará dentro de un rango. Esto afectará la flexibilidad financiera de la compañía, concepto que debe ser explícitamente considerado dentro del *tradeoff* de costos y beneficios del endeudamiento.

El aspecto estructural de la propuesta se basa en el TO dinámico planteado por Fisher et al. (1989), al que le incorpora el valor de la flexibilidad, como costo adicional del endeudamiento: ésta será más valiosa para las compañías cuya generación interna de fondos es menor o menos estable, las que tienen menor acceso a los mercados financieros, cuyas oportunidades de inversión son mayores o más inciertas, y cuyos proyectos tienen altas tasas de retorno (Damodaran 2001).

A fin de maximizar su valor, las compañías deben definir tanto el aspecto estructural como el aspecto dinámico de su estrategia de financiamiento.

ASPECTO DINÁMICO DE LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Dado que la relación de endeudamiento oscilará dentro de un rango, las compañías deben:

- Definir los límites superior e inferior del mismo, optimizando la relación entre los costos que genera la desviación respecto al objetivo y los costos que ocasiona ajustarse al mismo. Cada vez que la relación de endeudamiento alcance alguno de los límites del rango, la compañía intentará emitir o recomprar capital (según corresponda) por un monto que le permita alcanzar la relación objetivo de endeudamiento. Es probable que, en ese momento, las condiciones de mercado no permitan realizar la transacción deseada. Por lo tanto, la definición de los límites del rango también deberá contemplar el riesgo de que esto ocurra.

Este punto incorpora a los lineamientos de TO dinámico el riesgo de que las condiciones de mercado impidan recomponer la estructura patrimonial cuando se alcanza el límite superior o inferior de la relación de endeudamiento⁵.

- Diseñar una estrategia financiera que permita optimizar los costos de información y transacción, mientras la relación de endeudamiento oscile dentro del rango de variación.

La definición de esta estrategia se basa en los lineamientos de PO dinámico⁶:

- Si la compañía está sobrevalorada en el mercado, emitirá capital externo (aunque no haya alcanzado el límite superior de endeudamiento) por un monto que le permita alcanzar el límite inferior de endeudamiento.
- Si la compañía está subvalorada en el mercado y la relación de endeudamiento es inferior a la relación objetivo, recomprará capital (aunque no haya alcanzado el límite inferior de endeudamiento) por un monto que le permita alcanzar la relación objetivo de endeudamiento.
- Dentro del rango de variación, si no se verifica ninguna de las situaciones indicadas en los puntos anteriores, la compañía se financiará con fondos generados internamente y con deuda.

La complejidad del modelo que contemple los *inputs* e interrelaciones que requiere la aplicación del TOP escapa, evidentemente, a las posibilidades de un modelo cerrado de optimización dinámica. Sin embargo, es posible determinar el objetivo y rango de variación óptimo del endeudamiento mediante un modelo dinámico de simulación (similar al de Opler et al. (1997)) que proyecte los resultados e inversiones de la compañía e incluya, además, la consideración de la flexibilidad y la volatilidad de los costos de información (Berlingeri, 2003a, desarrolla una versión inicial de este modelo de simulación). Un

5. En un trabajo que conocí después de finalizada la investigación, Roberts (2002) sugiere que las firmas, al definir su endeudamiento objetivo y el rango de variación del mismo, estarían apuntando al mantenimiento de un determinado *rating* crediticio.

6. En línea con esta propuesta, un trabajo publicado después de finalizada la investigación (Alti 2004) muestra resultados que son consistentes con una versión de *Tradeoff*, que incorpora el *market timing* como un factor de corto plazo.

modelo de estas características conserva las ventajas de uno estocástico e incorpora el carácter dinámico de la estructura de capital, las restricciones que impone el endeudamiento y el impacto de la volatilidad de los costos de información. Permite, en consecuencia, diseñar una estrategia cuyos resultados serán superiores a los que arrojaría una gestión financiera basada en las reglas de TO o PO.

IV. EJEMPLO DE APLICACIÓN DE TO PROACTIVO: EL CASO DE LOS MERCADOS MENOS DESARROLLADOS (MMD)

1. PROBLEMAS QUE AFECTAN EL FINANCIAMIENTO EN LOS MMD

Como todos sabemos, los problemas que afectan a los mercados caracterizados por inflación, racionamiento de crédito, fuerte asimetría, iliquidez y débil marco regulatorio (que Del Aguila (1994) llama “mercados menos desarrollados” [MMD]), característicos de los PVD, inciden significativamente en la disponibilidad de crédito, acceso a los mercados y costo de capital. Algunos de los problemas típicos que afectan el financiamiento en los MMD son:

- Los MMD están expuestos a *shocks* frecuentes que aumentan la fragmentación de los mercados, restringen la oferta de crédito y afectan la liquidez y solvencia de las compañías (Fanelli et al 2001).
- El cierre de los mercados es mucho más frecuente que en los mercados desarrollados.
- Los procesos de liberalización financiera aumentan el riesgo de que se produzcan crisis bancarias (Demirguc-Kunt y Detragiache 1998)

lo que incrementa el riesgo de refinanciación.

- Los costos financieros y el acceso a los mercados son afectados por la evolución del riesgo soberano y son más sensibles al riesgo de crédito y a las restricciones crediticias que los mercados desarrollados (Fanelli 2001).
- La fuente fundamental de endeudamiento a largo plazo es la deuda en dólares. Se plantea un *tradeoff* entre *matching* de activos y riesgo cambiario (Eichengreen y Haussmann 1999).
- La expansión del crédito en la fase “virtuosa” del ciclo y las políticas de cambio fijo o de *crawling peg* pueden generar falta de disciplina en las decisiones financieras y conducir a endeudamientos excesivos (en particular en dólares), sobre todo en países en los que tradicionalmente el Estado ha solucionado problemas de endeudamiento o exposición cambiaria generalizados (Bai y Wang 1999, Maskin 1999, Eichengreen y Haussmann 1999).
- Las tasas de interés en moneda local son fuertemente positivas a largo plazo.
- El racionamiento de crédito es particularmente severo debido a la mayor asimetría de la información, las regulaciones prudenciales del sistema financiero y el financiamiento del sector público.
- Los bajos niveles de efectividad del sistema legal y de protección a los inversionistas, y el nivel de inflación afectan el tamaño del sector bancario, la liquidez del mercado de acciones y el ritmo al que las compañías hacen su IPO (La Porta et al. 1997, 2000, Demirguc-Kunt y Maksimovic 1998, 1999, Demirguc-Kunt y Levine 1996).

2. APLICACIÓN DE TO PROACTIVO AL FINANCIAMIENTO EN LOS MMD

Mostraré, a continuación, que el impacto de estos factores puede ser analizado dentro del marco teórico de TOP y que éste puede ser utilizado para establecer planes de acción que permitan adaptar la estrategia de financiamiento.

Ahorro impositivo

La volatilidad del entorno y del propio negocio de la compañía genera una mayor probabilidad de que la deducción impositiva no se aproveche de manera integral. En algunos países existen normas que limitan la deducción de los intereses y gravan el pago de los mismos en algunos tipos de instrumentos. Estos factores disminuyen el valor actual del ahorro impositivo corporativo, circunstancia a la que, en los MMD, en general, se agrega una mayor carga impositiva sobre las rentas de intereses que sobre las rentas de las acciones (Booth et al 2001). Todo esto conduce a una menor ventaja impositiva de la deuda sobre el capital. Por otro lado, el riesgo de cambios inesperados en el sistema impositivo es alto.

Plan de acción:

- Cubrir, en la medida de lo posible, los riesgos de moneda, tasas y *commodities* para disminuir la volatilidad del resultado impositivo.
- Incorporar el impacto impositivo global (incluido, si existe, el efecto del ajuste por inflación y la ventaja impositiva del capital sobre la deuda personal) en la evaluación del costo de las distintas fuentes de financiamiento.
- Computar de manera realista los factores que puedan impedir el aprovechamiento total de la deducción de los intereses.

Conflicto *insiders-outsiders*

El bajo nivel de protección a los *inversio-*
nistas exacerba el conflicto potencial entre accionistas controlantes y minoritarios, lo cual reduce el valor al que las compañías pueden emitir capital.

Plan de acción:

- Mejorar el gobierno corporativo y el *disclosure* de información.
- Establecer una política de dividendos muy prudente, pero predecible y estable.
- Listar las acciones en un mercado de acciones internacional.
- En un conglomerado, maximizar la autonomía financiera y foco de las divisiones.
- Incorporar *Private Equity* a la compañía.

Conflicto gerentes-accionistas

En los MMD es normal que la estructura de acciones esté concentrada y que exista un monitoreo estrecho por parte del accionista controlante sobre los gerentes. Por lo tanto, el efecto disciplinario de la deuda se diluye. No se requiere plan de acción específico.

Costo esperado de las dificultades financieras

Prácticamente todos los factores que afectan a los MMD incrementan los riesgos de refinanciación e insolvencia y aumentan el costo de esta última.

Plan de acción:

- Realizar un uso equilibrado y disciplinado del crédito en la fase “virtuosa” del ciclo y en los períodos de liberalización financiera.

- Limitar el endeudamiento a corto plazo para mantener capital de trabajo positivo.
- Aprovechar los momentos en que las primas por riesgo cambiario son bajas para cubrir los riesgos de cambio o emitir deuda de largo plazo en moneda local.
- Monitorear el valor en riesgo (VAR) derivado de la estructura operativa y financiera de la compañía (en particular el impacto de una devaluación imprevista) y ajustar el capital a fin de contar con la capacidad para enfrentar ese riesgo.
- Evaluar de modo realista la validez de las “coberturas” cambiarias originadas en cláusulas contractuales (cuentas por cobrar en dólares de residentes locales, tarifas dolarizadas, etc.).
- Mantener un alto componente de deuda a tasa fija.
- Estructurar financiamientos basados en cuentas por cobrar o flujos por recibir en el futuro.
- Adoptar estructuras societarias o estatutarias que disminuyan el riesgo de pérdida de control de modo de maximizar el aprovechamiento de los mercados accionarios.

Pérdida de flexibilidad

El menor acceso a financiación a largo plazo, el mayor riesgo de cierre de los mercados, la mayor incertidumbre respecto al entorno y el mayor riesgo de refinanciación conducen a que el valor de la flexibilidad financiera sea extremadamente importante en los MMD.

Plan de acción:

- Financiar el crecimiento con una alta

proporción de autofinanciamiento y capital externo, sobre todo en períodos de alta inflación o inestabilidad monetaria.

- Mantener un nivel de activos líquidos acorde con la volatilidad del negocio y de las oportunidades de inversión de la compañía.
- Desconcentrar vencimientos a través de la colocación de títulos en el mercado de capitales.
- Adoptar una relación de endeudamiento que permita obtener una calificación local no menor a *Investment Grade*.
- Contratar líneas de créditos *stand by* y/o mantener líneas disponibles con bancos.
- Diversificar las fuentes de financiamiento.
- Desarrollar mercados internos de capital, en la medida en que no exacerbe el conflicto *outsiders-insiders* y los problemas de gobierno corporativo.

Conflicto de agencia entre acreedores y accionistas

El menor nivel de protección a inversores y el mayor nivel de incertidumbre y asimetría en los MMD otorgan a los accionistas mayores chances de afectar el perfil de riesgo de la compañía o diluir los derechos de los acreedores que en las economías desarrolladas. Esto afectará las tasas de interés, la disponibilidad de crédito y los *covenants* aplicables a la compañía.

Plan de acción:

- Desarrollar relaciones bancarias suficientemente estrechas como para atenuar la asimetría de información y el racionamiento de crédito sobre la compañía.

- Evitar *covenants* restrictivos y a cambio negociar mecanismos que faciliten la renegociación de los contratos ante cambios en el contexto y/o necesidad de mayor flexibilidad.

Aspectos dinámicos

La frecuencia con que los mercados de capitales se cierran para nuevas emisiones, la debilidad y problemas de valuación (*mispricing*) los mismos y su iliquidez, condicionan severamente los aspectos dinámicos del financiamiento. A su vez, el reducido tamaño de los MMD y la baja proporción del capital que normalmente se encuentra en manos del público hace que la función de señalamiento de la deuda no sea significativa.

Plan de acción:

- Mantener capacidad de endeudamiento para financiar los apartamientos del objetivo hasta que se produzcan los ciclos favorables que permitan emitir capital.
- Subordinar las actitudes oportunistas en la emisión de capital al aprovechamiento de las ventanas de oportunidad en el mercado de capitales.
- Anticipar las necesidades financieras de la compañía, aprovechando las ventanas de oportunidad del mercado y los períodos de flexibilización financiera, para emitir capital y deuda de largo plazo.
- Fijar el límite superior del rango objetivo de endeudamiento en un nivel que implique muy bajo riesgo de insolvencia.

3. CONCLUSIÓN

El análisis precedente muestra que el uso de deuda en los MMD tiene menores bene-

ficios y mayores costos que en mercados desarrollados. La aplicación de las acciones recomendadas conduce a una estrategia financiera que enfatiza el cuidado del riesgo de insolvencia y la flexibilidad y cuyo objetivo de endeudamiento y rango de apartamiento del mismo debe ser menor. El resultado será una empresa con capital de trabajo positivo, que financie su crecimiento con una retención de fondos internos apreciable, que cuente con capacidad de crédito ociosa en bancos y una mayor proporción de deuda a largo plazo y de capital externo, y que administre cuidadosamente sus riesgos de cambio y de tasas de interés, incorporando el capital necesario para enfrentar los mismos. Este perfil se ve confirmado por la evidencia expuesta en la Sección II sobre el patrón de financiamiento de las empresas en PVD y por las evidencias sobre dolarización de los pasivos que expondré en la sección siguiente.

Si bien las líneas de acción propuestas en los párrafos anteriores son, en su mayoría, aplicables tanto a empresas grandes como a pymes, la aplicación del TOP puede ser ampliado a las características particulares de estas últimas. El resultado es que estos factores aumentan el costo de las dificultades financieras y la necesidad de flexibilidad y, en consecuencia, conducen a un menor endeudamiento, relaciones bancarias más estrechas y mayor capital de trabajo. La evidencia muestra que las pymes argentinas que han sobrevivido a la altísima tasa de mortalidad del período 1996-2002 han seguido claramente estos lineamientos. Con excepción de un pico en 1994, el nivel de deudas bancarias estuvo bien por debajo de sus pares en países desarrollados y durante 2001 se redujo a apenas el 7% de los activos. El capital propio

La frecuencia con que los mercados de capitales se cierran para nuevas emisiones, la debilidad y problemas de valuación (mispricing) los mismos y su iliquidez, condicionan severamente los aspectos dinámicos del financiamiento.

ascendió al 60% de los activos (contra el 50% en USA y el 45% en España) mientras que sólo el 27% provino de endeudamiento. Al 31 de enero del 2000 el capital de trabajo era positivo, en aproximadamente un 13% del activo (IAEF 2001, UIA 2001, Deloitte y Touche 2001).

Estos dos ejemplos de aplicación de TOP nos llevan a la conclusión más importante de la investigación: si bien puede ser una descripción aproximada del comportamiento de las compañías maduras en PD, PO no sirve como instrumento para el manejo financiero, en particular en los MMD y en las pymes, ya que es incapaz de producir planes de acción financieros como los que he expuesto. En cambio, TOP satisface este objetivo y brinda el marco teórico adecuado para su aplicación como herramienta de gestión.

V. UNA DIGRESIÓN (¿O UNA CRÍTICA?) SOBRE EL ENDEUDAMIENTO EN LA ARGENTINA

En las secciones anteriores he mostrado que los patrones financieros seguidos por las empresas en los MMD, en general, y por las pymes argentinas, en particular, han respondido a las normas de acción que surgen de aplicar el TOP.

Por el contrario, la gestión financiera de las compañías argentinas grandes no había respondido a esas pautas:

- Los *ratios* de endeudamiento de las empresas que cotizan en bolsa, si bien eran menores que los correspondientes a los PD, superaban por un margen considerable el promedio de una muestra de PVD. Al 31 de enero del 2000 su capital de trabajo era ligeramente negativo (ver Anexo I).

- En cuanto a las empresas grandes y medianas que no cotizan, las mismas presentaban *ratios* considerablemente mayores al promedio de una muestra de PVD. Algunos de sus *ratios* de endeudamiento eran similares a los de los PD. Al 31 de enero del 2000 su capital de trabajo era negativo, por un monto equivalente al 8% del activo (ver Anexo I).

- Otros indicadores señalan que el endeudamiento de las compañías argentinas en la década del 90 no fue suficientemente conservador:

- La relación pasivo-patrimonio neto pasó de un promedio de 0.60 al 31 de diciembre de 1992 a 0.89 al 31 de diciembre del 2000 (IAEF Depto. de Investigaciones) siguiendo la evolución del crédito y la situación del mercado de capitales (Fanelli y Keifman 1998). En 1994 los *ratios* de endeudamiento ya eran más altos que en otros países de Latinoamérica (IAMC 1995):

	Argentina	Brasil	México	Chile
Pasivo/Patr. Neto	88%	62%	82%	46%
Deuda C.P./Total	73%	71%	47%	34%

- Sólo el 29% de los fondos obtenidos por las compañías argentinas en el mercado de capitales en el período 1980-1997 corresponde a emisiones de capital. Esa proporción fue de 63% en los países emergentes y de 43% en los tigres asiáticos y en los países de la OCDE (no G-4) y sólo fue menor en los países del G-4 (15%) (Domowitz et al. 2001). Esta menor emisión relativa de acciones

podría deberse a un comportamiento excesivamente oportunista que no caracterizó a las compañías de los demás países emergentes (Aylward y Glen 1999).

- Schumkler y Vesperoni (2001) no encuentran evidencias de *matcheo* de plazos de activos y pasivos y muestran que el nivel de acceso al mercado de acciones internacional no tuvo efecto significativo en la estructura de financiamiento.
- La relación EBIT-Intereses en 1998 (año en que todavía no había comenzado la recesión que desembocó en la salida de la convertibilidad) fue sólo de 2.20x (calculado como la mediana de las medianas sectoriales de las compañías calificadas por S & P).

En relación con la administración del riesgo cambiario, las empresas argentinas tampoco habrían seguido las pautas que surgen de TOP:

- La dolarización de los pasivos alcanzó el 77% al 31/12/00 (Fanelli et al 2001). Este guarismo se compara muy desfavorablemente con las economías del sudeste asiático y con otros países latinoamericanos (Eichengreen y Hausmann 1999, Bleakley y Cowan 2002) ⁷:

	Mediana	Máximo
Sudeste Asiático	41%	46% (Corea)
América Latina	10%	46% (México)

- La dolarización de los pasivos decrecía en períodos de aumento del riesgo soberano (Fanelli et al 2001). Esta evidencia indica que la cobertura del riesgo cambiario no siguió una política de administración de riesgos, sino que se producía como reacción ante el agravamiento de la situación económica.
- En las otras cuatro economías grandes de América Latina (Chile, Colombia, Brasil y México), el mayor endeudamiento en dólares se verifica en los sectores transables o cuyo *output* tiene mayor elasticidad al tipo de cambio real (Bleakley y Cowan 2002⁸). Por el contrario, en la Argentina la dolarización de los pasivos del sector no transable superaba la correspondiente al sector transable (Levy Yeyati et al 2003).
- Las firmas de mayor tamaño utilizaron su mejor acceso a los mercados internacionales para incrementar la dolarización de sus pasivos (Levy Yeyati et al. 2003). Una evidencia en este sentido es que las 50 compañías argentinas que representaban en 2002 el 70% de la deuda corporativa fueron alcanzados por la “pesificación” en sólo el 8% de sus pasivos y no presentaban evidencias de cobertura del riesgo cambiario (MBA 2002). Esto contrasta con la preocupación por la administración del riesgo cambiario en las economías desarrolladas:
 - En Alemania sólo el 13% de las compañías no realiza cobertura de sus riesgos de cambio mientras que el

En Alemania sólo el 13% de las compañías no realiza cobertura de sus riesgos de cambio mientras que el 68% cubre más del 50% del mismo. A su vez, más del 50% de las coberturas se realiza con base en políticas pasivas de cobertura, es decir, no basadas en los pronósticos ni en la discrecionalidad de la gerencia (Glaum 2002).

7. Galindo et al. (2003) proveen cifras calculadas sobre bases diferentes, pero que no alteran la conclusión de este párrafo.

8. Benavente et al. (2003), Echeverry et al. (2003), Bonomo et al. (2003) y Pratap et al. (2003), en análisis específicos de cada país, llegan a conclusiones similares.

68% cubre más del 50% del mismo. A su vez, más del 50% de las coberturas se realiza con base en políticas pasivas de cobertura, es decir, no basadas en los pronósticos ni en la discrecionalidad de la gerencia (Glaum 2002).

- En USA, el 58% de las compañías siguen políticas pasivas de cobertura del riesgo cambiario (según estudios citados en Glaum 2002).

Estas evidencias requieren un análisis que escape al alcance del presente trabajo. Sin embargo, la misma parece indicar que las empresas argentinas grandes siguieron una estrategia financiera menos conservadora de lo aconsejable, tanto en el nivel como en la dolarización de su endeuda-

miento, ya que, tal como postula la más elemental teoría de Administración de Riesgos, la mayor exposición cambiaria que, inevitablemente, debieron enfrentar las compañías argentinas, debió haber conducido a menores niveles de endeudamiento y a un mayor uso de instrumentos de cobertura. Sucedió lo contrario: una dinámica de la deuda corporativa compatible con un PO 'ingenuo' concluyó en un modelo de agotamiento de la capacidad de endeudamiento. Las razones que motivaron este comportamiento, entre ellas la dolarización contractual de los ingresos de las compañías privatizadas o la creencia de que el régimen de convertibilidad proporcionaba un seguro de cambio implícito (Levi Yeyati et al 2003), deben ser objeto de un estudio ulterior.

ANEXO I: ESTRUCTURAS DE CAPITAL COMPARADAS

	EMPRESAS ARGENTINAS(1)				PAÍSES		PROM.
	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	PROM.	SUBD (2)	G-7(3)	
Activos corrientes	55.90	17.86	19.16	30.97	ND	52.00	
Activos no corrientes	44.10	82.14	80.84	69.03	ND	48.00	
TOTAL DEL ACTIVO	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
PASIVO CORRIENTE							
Pasivos operativos	28.82	13.88	11.64	18.11	28.90	25.00	
Pasivos financieros	14.20	12.06	9.27	11.84	7.60	11.00	
Subtotal	43.02	25.94	20.91	29.95	36.50	36.00	
PASIVO NO CORRIENTE							
Pasivos financieros	1.83	23.35	18.93	14.70	12.00	17.00	
Otros	1.38	2.07	3.59	2.34	1.5	10.00	
Subtotal	3.21	25.42	22.52	17.04	13.50	27.00	
TOTAL PASIVO	46.23	51.36	43.43	46.99	50.00	63.00	
PATRIMONIO NETO	53.77	48.64	56.57	53.01	50.00	37.00	

RATIOS						
Pasivo/activo	0.46	0.51	0.43	0.47	0.50	0.63
Deuda/act. neto (4)	0.23	0.41	0.32	0.32	0.28	0.37
Pasivo/patr. neto	0.86	1.06	0.77	0.89	1.00	1.70
Deuda/patr. neto	0.30	0.73	0.50	0.50	0.39	0.76
L.t. debt ratio (5)	0.06	0.34	0.28	0.24	0.21	0.42
Deuda c.p./ patr. neto	0.26	0.25	0.16	0.22	0.15	0.30
Cap. de trabajo	12.88	-8.08	-1.75	1.02	ND	16.00

REFERENCIAS ANEXO

NOTA (1)

GRUPO 1: Empresas Pymes Regionales

GRUPO 2: Empresas medianas y grandes que no cotizan

GRUPO 3: Empresas que cotizan

FUENTE: IAEF (2001).

NOTA (2): Cifras calculadas con base en Ratios estimados por SINGH (1995) Y BOOTH ET AL. (2001).

NOTA (3): Cifras calculadas con base en Ratios estimados por RAJAN y ZINGALES (1995).

NOTA (4): Deuda es la suma de los pasivos financieros.

NOTA (5): Equivale a pasivos no corrientes. / (Patrimonio Neto – Pasivos Corrientes).

GLOSARIO

Carve-out: proceso por el cual una firma crea una nueva firma a través de la escisión de una de sus divisiones, la cual, posteriormente realiza una oferta pública inicial de sus acciones y las coloca en el mercado público.

Covenants: compromisos de hacer o de no hacer que asume un deudor al firmar un contrato de préstamo.

Crawling Peg: régimen cambiario en el que la autoridad monetaria anuncia la evolución futura del precio de la divisa extranjera.

Default: incumplimiento de sus obligaciones por parte de un deudor.

Disclosure: proceso por el cual las firmas revelan la información de sus negocios a terceros.

Inputs: datos que ingresan en un proceso.

Insiders: agentes que tienen acceso parcial o total a la información no pública de una firma.

Investment Grade: grado de inversión. Se refiere a aquellas obligaciones que tienen una calificación de largo plazo igual o superior a BBB.

IPO: Initial Public Offering, oferta pública inicial de acciones.

Matching/matcheo: en Finanzas se refiere al “calce⁹” de activos y pasivos de acuerdo con alguna característica (monedas, plazo, etc.).

Market timing: actitud oportunista que

9. «Calce» en matching/matcheo se refiere a que ciertos activos y pasivos están definidos en sus montos (flujos de caja y saldos) y plazos de manera tal que, por ejemplo, si se sube el dólar, lo que se pierde por mayor pago de deuda e intereses convertidos a pesos, se gana porque hay un activo que a su vez, gana por el aumento del dólar. Esto se llama también cobertura de riesgo cambiario. Podríamos decir que hay pasivos y activos que tienen esta cobertura de riesgo cambiario tanto en montos como en plazos. En una presentación del Banco de la República (Banco Central de Colombia) se dice: «Si no se tiene ese “calce” entre activos y pasivos se pueden buscar instrumentos para cubrir el riesgo cambiario. Los derivados son comúnmente utilizados para este propósito».

apunta a esperar el momento más favorable para realizar transacciones en el mercado.

Mispricing: diferencia de los precios de mercado respecto a sus fundamentos, originada en la actividad de los inversores no racionales.

Output: en macroeconomía, el producto de una economía.

Outsiders: agentes que sólo disponen de la información pública de una firma.

Pecking Order: orden de elección. En Finanzas, se refiere a las decisiones en las que hay un orden preestablecido de elección de las alternativas.

Private Equity: aportes de capital no provenientes del mercado público ni del grupo controlante de una firma. Fondos de inversión especializados en adquirir participaciones en empresas en transacciones privadas.

Ratios: relaciones contables.

Rating: calificación.

SEO: *Seasoned Equity Offering*, oferta pública de acciones de una firma que ya cotiza en el mercado.

Stand by: línea de crédito disponible bajo ciertas condiciones.

Tradeoff: en una decisión, es el balanceo entre costos y beneficios.

BIBLIOGRAFÍA

- EMR Emerging Markets Review
- JF Journal of Finance
- JACF Journal of Applied Corporate Finance
- JFE Journal of Financial Economics
- JFQA Journal of Financial and Quantitative Analysis
- IAMC Instituto Argentino de Mercado de Capitales
- IAEF Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas
- ALTI (2004). "How persistent is the impact of market timing on capital structure?" www.ssrn.com.
- AYLWARD y GLEN, J. (1999). "Primary securities markets. Cross country findings". IFC Discussion paper. N° 39.
- BACKER, M. y WURGLER, J. (2000). "Market timing and capital structure" JF V 57 N° 1.
- BAI, C. y WANG, Y. (1999). "The myth of the East Asian miracle: the macroeconomic implications of soft budgets". *American Economic Review*, V.8 N° 2.
- BENAVENTE, J.M., JOHNSON, C. y MORANDÉ, F. (2003). "Debt composition and balance sheet effects of exchange rate depreciations: a firm level analysis for Chile". EMR V 4 N° 4.
- BERLINGERI, H. (2003 a) "La simulación aplicada a la política de financiamiento". *Ejecutivos de Finanzas*, Año XIX, N° 184.
- BERLINGERI, H. (2003 b). "¿Tradeoff o Pecking Order? Una investigación sobre las decisiones de financiamiento". Buenos Aires: Pontificia Universidad Católica.
- BLEAKLEY, H. y COWAN, K. (2002). "Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing" Trabajo presentado en la conferencia sobre "Valuation in emerging markets" Darden University of Virginia.
- BONOMO, M., MARTINS, B. y PINTO, R. (2003). "Debt composition and exchange rate balance sheet effect in Brazil: a firm level analysis". EMR V .4, N° 4.
- BOOTH L. et al. (2001). "Capital structures in developing countries". JF V. 56, N° 1.
- BUNGE, M. (1980). "Status epistemológico de la Administración" en *Metodología de las Ciencias Sociales*. Buenos Aires: Ed. Macchi.

- DAMODARAN, A. (2001). "Corporate Finance. Theory and practice". New York: Wiley International. Stern School of Business, New York University.
- DEL AGUILA, J. (1994). "Corporate Finance in less-developed financial markets", Master tesis.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y DETRAGIACHE, E. (1998). "Financial liberalization and financial fragility", *The World Bank WP* 1917.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1996). "Stock markets, corporate finance and economic growth: an overview". *The World Bank Economic Review*, V. 10, N° 2.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998). "Law, Finance and firm growth" *JFV* 53.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1999). "Institutions, financial markets, and firm debt maturity". *JFE* V. 54, N° 3.
- DELOITTE y TOUCHE (2001). "Pymes: mitos y realidades". En: http://www.aba-argentina.com/reunionanual/doc_2001/arrigoni-trabajo.pdf
- DOMOWITZ et al. (2001). "International evidence on aggregate financing decisions". En "Financial structure and economic growth", MIT Press.
- ECHEVERRY, J. (2003). "Dollar' debt in Colombian firms: are sinners punished during devaluations", *EMR* V. 4, N° 4.
- B. EICHENGREEN, B. y HAUSSMANN, R. (1999). "Exchange rates and financial fragility". NBER WP 7418.
- FANELLI, J.M. (2001). "El desarrollo de un mercado de capitales para la competitividad y el crecimiento". XVIII Congreso anual del IAEF.
- FANELLI, J.M. y KEIFMAN, S. (1998). "Finance and changing trade patterns in developing countries: the argentinian case". Universidad de Buenos Aires.
- FANELLI, J.M. et al. (2001). "Determinants and consequences of financial constraints facing firms in Argentina". mimeo CEDES.
- FISCHER, E. et al. (1989). "Dynamic capital structure choice: theory and tests". *JF*, V. 44, N° 1.
- FLANNERY, M. y RAGAN, K. (2004). "Partial adjustment toward target capital structure". www.ssrn.com.
- FRANK, M. y GOYA V. (2003). "Testing the pecking order theory of capital structure". *JFE* 67.
- GALINDO, U.; PANIZZA y SCHIANTARELLI, F. (2003). "Debt composition and balance sheet effects of currency depreciation: a summary of the micro evidence" *EMR*, V. 4, N° 4.
- GLAUM, M. (2002). "The determinants of selective exchange risk management –Evidence from German non-financial corporations". *JACE*, V. 14, N° 2.
- GRAHAM, J. (2000). "How big are the tax benefits of debt? *JF*, V. 55.
- HOVAKIMIAN, T. OPLER y S. TITMAN 2001 "The debt-equity choice" *JFQA* 36.
- IAEF 2001 "Estructura de financiamiento y composición de activos en las empresas al 31/12/2000".
- IAMC (1995). "Endeudamiento empresario en la Argentina". *Cuaderno de investigación* N° 7.
- JALILVAND y HARRIS, R. (1984). "Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: an econometric study". *JFV*. 39.
- JENSEN, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers" *American Economic Review* 76.
- LA PORTA, R. et al. (1997). "Legal determi-

- nants of external finance” . JF V. 52, N° 3.
- LA PORTA, R. et al. (2000). “Agency problems and dividend policies around the world”. JF V. 55, N° 1.
 - LEVY, E. et al. (2003). “Financial dollarization and debt deflation under a currency board”. EMR V. 4, N° 4.
 - LOUGHRAN, T. y RITTER, J. (1997). “The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings” .JF V. 52, N° 5.
 - LUCAS, D. y MCDONALD, R. (1990). “Equity issues and stock price dynamics” , JF V. 45.
 - MASKIN, E. (1999). “Recent theoretical work on the soft budget constraint” . Economic review ,V. 89, n° 2.
 - MAYER, C. (1989). “Myths of the West: lessons from developed countries for development finance” . *The World Bank Working Paper* 301.
 - M.B.A (2002). Seminarios de Finanzas. CEMA, octubre.
 - MILLER, M. (1977). “Debt and taxes”. JF V. 32.
 - MYERS, S. (1984). “The Capital Structure Puzzle”. JF V. 39.
 - MYERS, S. et al. (1998). “Mesa redonda sobre estructura de capital Vanderbilt University”. JACF V. 11, N° 1.
 - MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have”. JFE V. 13.
 - S. MYERS Y L SHYAM SUNDER 1999 “ Testing Static tradeoff against pecking order models of capital structure” JFE V 51 N° 2.
 - OPLER, T. et al. (1997). “Designing capital structure to create shareholder value” . JACF V. 10, N° 1.
 - PAVESI, P. (1994). “Lo normativo y lo descriptivo y su conflicto en las praxiologías: el caso de las teorías de la utilidad”. Tesis Doctoral, Universidad de Buenos Aires.
 - PRATAP, S.; LOBATO, I. y SOMUANO A. (2003). “Debt composition and balance sheet effects of exchange rate depreciations: a firm level analysis for México” .EMR V. 4, N° 4.
 - RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1995). “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”. JF V. 50.
 - ROBERTS, M. (2002). “The dynamics of capital structure: an empirical analysis of a partially observable system” . www.ssrn.com.
 - ESCARANO, E (1999). “El status de la Administración”. Jornadas de Epistemología. Facultad de Ciencias Económica, Universidad de Buenos Aires.
 - SCHMUKLER, S. y VESPERONI, E. (2001). “Firms’ financing choices in bank-based and market-based economies”. En “Financial structure and economic”. MIT Press growth.
 - SINGH (1995). “Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative international study”. IFC Technical Paper N° 2.
 - G. Stewart 1991 “The Quest for Value” Harper Business.
 - UIA (2000). “Evolución y situación actual de las pymes argentinas 1995-2000”. Observatorio permanente de las pymes argentinas.