

ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE PERÚ. ESTADO DE LA INVESTIGACIÓN



CAPITAL STRUCTURE IN SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN PERU. STATUS OF THE INVESTIGATION

Jeannette Lizeth Vera Busch

*Universidad Nacional Mayor de San Marcos
Lima, Perú*

vera.jeannette@yahoo.com

Artículo de Revisión (pp. 1-13)

Recibido: Ene., 02, 2021 - Revisado: Feb. 13, 2021/ Marzo 23, 2021 - Aceptado: Abril, 06, 2021

Publicado: Abril., 16, 2021

Nota de la Autora

Bachiller en Administración y Finanzas (Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Perú). Egresada de la Maestría en Economía, Mención Gestión y Políticas Públicas (Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Perú). Supervisora de Tesorería de San Fernando, S.A. (Perú).
CÓDIGO ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8121-2926>



Resumen

Este artículo plantea como objetivo una revisión de la literatura sobre el estudio de la estructura de capital en las empresas peruanas con énfasis en las pequeñas y medianas empresas, lo que destaca los hallazgos en cuanto a los factores determinantes de dicha estructura y las fuentes de financiamiento usadas de forma predominante por las referidas entidades. En la misma línea, se plantean retos para la investigación de esta temática dentro del ámbito de las pymes peruanas, en el marco de las teorías sobre estructura de capital. El trabajo es de diseño documental, de nivel descriptivo y basado en técnicas de revisión bibliográfica. Como conclusión del mismo resalta que las investigaciones sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa peruana son escasas y sus hallazgos no resultan totalmente consistentes entre sí ni con el resto de la literatura, ya que básicamente se corrobora la importancia del tamaño de la empresa como determinante de la estructura de capital. En virtud de lo expuesto, se requiere ampliar el número de investigaciones para validar la evidencia empírica existente y analizar nuevas variables, tales como el sector de actividad, la formalidad y figura legal de las empresas, así como los factores macroeconómicos.

Palabras clave: estructura de capital, costo de capital, apalancamiento, pequeñas y medianas empresas.

Abstract

The objective of this article is to review the literature on the study of capital structure in Peruvian companies, with an emphasis on small and medium-sized companies. This highlights the findings regarding the determinants of the aforementioned structure and the sources of financing used predominantly by these companies. Likewise, there are challenges for the investigation of this subject within the scope of Peruvian SMEs, within the framework of the theories on capital structure. The study carried out has a documentary design, with a descriptive level and based on bibliographic review techniques. In conclusion, it is highlighted that research on the capital structure of small and medium-sized Peruvian companies is scarce and their findings are not totally consistent with each other, nor with the rest of the literature, since it basically corroborates the importance of the size of the company as a determinant of the capital structure. Due to the aforementioned, it is necessary to expand the number of investigations to validate the existing empirical evidence and analyze new variables, such as the activity sector, the formality and legal status of the companies, as well as macroeconomic factors.

Keywords: capital structure, cost of capital, leverage, small and medium enterprises.

Introducción

La determinación de una estructura de capital es un aspecto primordial que conlleva la búsqueda del equilibrio entre los aportes de accionistas y el financiamiento de terceros. El llegar a dicho equilibrio no recae en una fórmula exacta, pues existen diversas variables que determinan la estructura óptima para cada tipo de empresa. En tal sentido, el concepto del equilibrio estándar

genera una controversia, ya que cada tipo de empresa tiene una proporción diferente de capital y deuda, de acuerdo a sus propias características y el entorno que la rodea. Por ejemplo, los porcentajes de una gran empresa no son los mismos de una microempresa, debido a factores como el acceso a financiamiento, las diferencias en tasas de interés para realizar las operaciones y el entorno macroeconómico al que está expuesta la empresa (Zambrano y Acuña, 2011, p. 84).

Existen diversas variables que afectan la estructura de capital como riesgo, liquidez, tamaño de la empresa, disponibilidad de información y acceso a fuentes de financiación por cada tipo de mercado. La elección de la estructura de capital es particular para cada empresa de acuerdo a los factores que determinen las decisiones de financiamiento.

Adicionalmente, es necesario entender que la dinámica de cada sector afecta a las empresas que participan dentro del mismo y no necesariamente este patrón se repite, sino que es particular según el entorno macroeconómico que lo rodea. Es en esa misma línea que puede haber empresas sin endeudamiento, cuya estructura de capital sólo esté compuesta por patrimonio, debido a la informalidad que la rodea o la falta de acceso al financiamiento.

En virtud de lo expuesto líneas arriba, es importante entender las teorías desarrolladas a la fecha en torno a la estructura de capital. Este estudio inició con Modigliani y Miller (1958), quienes partieron del supuesto de que el valor de la firma no era afectado por la estructura de capital, ya que muchos de los costos de transacción no eran recogidos dentro de esa teoría, por tanto, la misma se basa en el supuesto de un mercado perfecto. Años después, al analizar las irregularidades e imperfecciones del mercado, replantean su postulado y se convierte en el punto de partida de diversos estudios más alineados a la realidad, sobre cómo los costos de transacción afectan de manera directa a la estructura óptima de capital para diferentes empresas de acuerdo a su entorno.

En el Perú existen diversos aspectos a tener en cuenta cuando analizamos la estructura de capital de una pequeña y mediana empresa. Un punto clave es el acceso a la información

(Información asimétrica), ya que sin ésta una de las partes tiene información privilegiada que puede utilizar para su beneficio. Adicionalmente, el problema de la agencia tiene un impacto significativo pues no necesariamente las metas que tiene el accionista para su empresa están alineadas a las metas de sus ejecutivos, con lo cual se generan incentivos perversos para tomar cierta posición sobre el porcentaje de deuda que debe manejar la empresa. Por último, también es importante destacar la teoría del Pecking Order, que se refiere a la jerarquía de preferencias en cuanto al origen de los fondos para financiar a la empresa y según la cual la primera opción de financiamiento la constituyen los recursos propios, luego la deuda con terceros y finalmente, la emisión de acciones.

El estudio de las variables que determinan la estructura de capital de las empresas y la validación de las teorías explicativas aludidas a través de la evidencia empírica, ha constituido el núcleo de la investigación en esta temática, a los efectos de establecer los aspectos que inciden en las decisiones de financiamiento de las empresas y los factores que limitan la elección de una estructura de capital óptima. En el caso de las pymes, por ejemplo, están expuestas a desventajas que limitan sus posibilidades de financiamiento externo, por lo cual resulta importante analizar las particularidades y debilidades de su estructura de financiamiento, más aún en Latinoamérica, cuyo tejido empresarial tiene un fuerte componente de este tipo de organizaciones.

El presente trabajo es una revisión de los estudios sobre la estructura de capital en las empresas peruana, centrado en las pequeñas y medianas empresas (pymes), a partir de lo cual se plantean retos respecto a la investigación en esta

materia, en el marco de las teorías que analizan la estructura de capital.

Teorías Explicativas de la Estructura de Capital

Para entender los supuestos que explican la estructura de capital de las empresas, es necesario recorrer la evolución de las teorías que abordan dicha temática. El desarrollo teórico de la misma inicia con el planteamiento de Modigliani y Miller (1958) sobre el óptimo financiero, seguido por la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976), a lo que posteriormente se suma la teoría del Pecking Order Finance de Myers y Majluf (1984) y la teoría de información asimétrica. En consonancia con lo planteado, es importante ahondar en los supuestos detrás de la información asimétrica y los costos de transacción, ya que sin ellos no podemos explicar en su totalidad las diversas ineficiencias del mercado y cómo éstas determinan ciertas estructuras de capital para diversos tipos de empresas.

Teorías de Modigliani y Miller

Mercados Perfectos e Irrelevancia de la Estructura de Capital

Modigliani y Miller (1958) presentaron su tesis sobre el valor de la firma bajo el supuesto de mercados perfectos y postularon que dicho valor no es afectado por la estructura de capital, sino que depende de los activos reales. En este postulado "se omite el efecto impositivo en los resultados, suponen que la quiebra empresarial es instantánea, no hay costes transaccionales ni incertidumbres (mercados perfectos), y por tanto, el uso de deuda o recursos propios es indiferente" (Hennings, 2014, p. 9).

Otro punto a considerar dentro de esta propuesta es que se conciben las utilidades de la firma como una torta que se divide entre los

derechos del capital y los de los acreedores; cómo se parta la torta no puede cambiar el tamaño de la misma (Bautista, 2008, p. 8). Esto es importante de señalar, ya que marca uno de los grandes supuestos de la primera tesis de estos dos autores, a partir de la cual se desarrollarán nuevos análisis para la aplicación en un mercado imperfecto.

Este postulado, se le considera el inicio del estudio de la administración financiera moderna, ya que antes de los aportes de Modigliani y Miller el análisis de los efectos del apalancamiento de las empresas y su relación con el valor de la misma, se conjeturaban planteamientos muy confusos al respecto (Ross, Weterfield y Jaffe, 2009, pp. 404-413).

En la misma línea, hay que entender que la contribución de estos autores no fue pionera del desarrollo de las finanzas corporativas por sus supuestos acercados a los mercados reales (mercados imperfectos), sino porque "establecen un paradigma dentro del cual se ha desarrollado durante las últimas seis décadas el programa de investigación de las finanzas corporativas: si la estructura de capital es irrelevante, ¿cuáles aspectos de la corporación sí son relevantes? ¿Qué fricciones hacen que el dinero asociado con el capital accionariado sea diferente del asociado con la deuda? ¿Es posible que la elección de la estructura de financiación afecte directamente al desempeño operativo de la firma? ¿Cómo afecta la información que tiene cada agente a la estructura de capital?" (Bautista, 2008, p. 9-10).

Teoría Corregida de Modigliani y Miller

El primer trabajo de Modigliani y Miller (1958) fue muy criticado, ya que hace alusión a mercados perfectos, donde existe un nivel importante de competitividad y todos los usuarios tienen acceso a la misma información, lo cual no describe un mercado real. Es en este

sentido, que en 1963 realizan su segundo aporte y desarrollan "el reconocimiento de los mercados imperfectos" y cómo estos son afectados por diversas variables como la dinámica tributaria (Miller y Modigliani, 1963).

En este trabajo corrigen sus planteamientos anteriores y dan relevancia a la significativa ventaja fiscal que ofrece el uso de la deuda con terceros, la cual favorece el valor de la empresa, como resultado del ahorro tributario al optar por apalancamiento financiero, debido a la disminución de impuesto derivado del pago de intereses. Sin embargo, se debe tener en cuenta los costos que implica la deuda financiera, aspecto que no es tomado en cuenta en el planteamiento de los autores.

En consecuencia, se genera un potencial impacto negativo dentro de la empresa, ya que ésta puede caer en un nivel de insolvencia significativa, si no maneja de manera adecuada el servicio de la deuda dentro del flujo de caja.

Según Vargas Sánchez (2014), este modelo "no es suficiente para determinar la estructura de capital óptima de una empresa, debido a que no se aprecia un límite en el uso del apalancamiento financiero" (p. 48).

Teoría del Trade Off

Miller (1977) plantea la teoría del Trade Off, la cual asevera que la combinación de fuentes de financiamiento mitiga el costo del capital y maximiza el valor de mercado de la empresa. "Por lo tanto, esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima y considera que dicha

estructura determina el valor de la empresa" (Ramírez López y Castillo Vera, 2016, p. 56). En este sentido, los porcentajes de deuda y aporte de capital en los que incurra una empresa se verán reflejados, en la misma medida, en su costo de capital y en su valor de mercado (Cervantes, 2017, p. 802).

El uso de la deuda permite ahorrar impuestos, sin embargo, un nivel elevado de ésta puede generarle a la empresa dificultades financiera y limitar sus posibilidades de inversión en proyectos rentables (Mondragón, 2011, pp. 165-178), por el contrario, cuando la empresa cuenta con un nivel de apalancamiento mínimo, la probabilidad de que tenga potenciales riesgos de insolvencia es baja.

Por tanto, las empresas deben alcanzar un nivel óptimo de endeudamiento que equilibre las ventajas tributarias de la deuda con los riesgos de incurrir en bancarrota (Miller, 1977, como se cita en Herrera-Echeverri, 2018, p. 161) y que no afecte las decisiones de inversión. Se busca, en consecuencia, que los beneficios relacionados a la deuda sean superiores a los costos, con lo cual se aumentaría el valor de mercado de la empresa. Lo que determina la variación de este valor está dado por las inversiones, el tamaño y riesgo de los flujos de caja que generan los activos de la organización (Mondragón, 2011, pp. 165-178).

Esta teoría permite entender por qué las organizaciones, por lo general, no llegan a niveles de endeudamiento máximos. Además, nos da un panorama más amplio de los escenarios en que una empresa se ve inmersa; ésta no sólo se financia con aportes de capital, pues es consciente de que en el mercado existen ciertos beneficios al optar por financiarse con deuda de terceros, como las deducciones en el impuesto a la renta por los intereses pagados no capitalizados. Esto lleva a la

empresa a analizar cuánta deuda puede soportar sin dejar de verse beneficiada por la deducción tributaria y balancear los riesgos que conllevan dichas fuentes de apalancamiento (Mondragón, 2011, pp. 165-178).

Teoría de la Agencia

La Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976) enfoca la estructura de capital de la empresa desde la perspectiva de los costos de agencia, es decir, los costos derivados de los conflictos de intereses que se generan en una empresa entre socios, directivos y acreedores (Ramírez López y Castillo Vera, 2016, p. 55).

En el caso del conflicto entre accionistas y gerentes, la teoría analizada plantea que se puede lograr un ahorro de costos de agencia de la financiación con capital propio al aumentar el apalancamiento financiero, ya que los directivos tendrán limitaciones en el uso del dinero, ante la obligación de realizar pagos periódicos de la deuda, en virtud de lo cual, deberán actuar con mayor disciplina y gestionar la empresa de manera más eficiente (Vargas Sánchez, 2014, p. 49), lo que actuaría como mecanismo de control para evitar que "el director se desvíe de los objetivos de los accionistas y su compromiso con ellos" (Gutiérrez Ponce, Morán Montalvo y Posas Murillo, 2019, p. 5). Bajo tales supuestos, estos últimos tendrán incentivos para aumentar el endeudamiento de la empresa.

Teoría de la Información Asimétrica o de la Señalización

Ross (1977) propuso la teoría de la señalización por medio de la estructura de capital, la cual está basada en los problemas de información asimétrica entre gestores e inversores. Debido a la imperfección de la información entre los gerentes y los inversionistas, aquellos deben

enviar señales positivas al mercado que aumenten el valor de la firma, para disminuir los costos de financiamiento. Una vía para hacerlo es aumentar el apalancamiento, ya que la empresa asume compromisos que una firma en situación desfavorable no se atrevería a enfrentar, con lo cual emite mensajes que generan confianza en el mercado. En este sentido, afirma Vargas Sánchez (2014):

Por tanto las empresas que quieren enviar la señal de que tienen buenas perspectivas, deberán aumentar su endeudamiento. Por el contrario, las empresas que se encuentran sobre valoradas no estarán dispuestas a asumir la carga de los préstamos, porque de esta manera se enfrentarán a un riesgo de quiebra. (p. 49)

Teoría del Pecking Order

Myers y Majluf (1984) desarrollaron la teoría del Pecking Order Finance, la cual considera un orden jerárquico de las preferencias de fuentes de financiamiento utilizados por la empresa. Es decir, la organización prefiere como primera opción de financiamiento los fondos autogenerados, que es la fuente de financiamiento preferida porque está poco influida por la asimetría de información (Zambrano y Acuña, 2012, p. 95). En segundo lugar y sólo si los recursos anteriores son insuficientes, el apalancamiento financiero acompañado de costos de transacción y, por último, la emisión de acciones.

"La explicación de este orden de preferencia obedece a la minimización de los costos de transacción, muchos de ellos generados

por la asimetría de información" (Herrera-Echeverri, 2018, p. 162). Los nuevos inversionistas y los acreedores demandan mayores retornos por sus recursos, dado que disponen de menos información sobre la empresa que los accionistas ya existentes. Esto supone un aumento en el costo de financiamiento, ante lo cual, las empresas prefieren optar por los fondos autogenerados (García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012, p. 71).

Esta teoría establece que no existe una estructura de capital óptima y que las empresas al elegir las fuentes de recursos se rigen por el orden jerárquico indicado, lo que tiene como implicación que las firmas "pueden no tener un objetivo de mezcla entre deuda y capital propio en el largo plazo, solo ajustan la participación de cada fuente de recursos (...) dependiendo de los fondos generados y de las oportunidades de inversión que surjan" (Herrera-Echeverri, 2018, p. 162).

La teoría del Pecking Order explica el comportamiento de las empresas para optar por una estructura de capital, sin tomar en cuenta aspectos como la motivación por mantener el control empresarial (Hennings, 2014, p. 8).

Determinantes de la Estructura de Capital en las Pymes

Los determinantes de la estructura de capital han sido ampliamente estudiados a través de diferentes modelos, sin embargo, "muy pocos han considerado los atributos de las pequeñas y medianas empresas en países en desarrollo para buscar los factores que determinen su estructura financiera" (García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012, p.71). No obstante, los estudios existentes en este ámbito empresarial, permiten identificar algunos factores predictores de la estructura de financiamiento de las pymes.

El tamaño es uno de los factores incluidos como determinante de la estructura de capital, tanto en grandes firmas como en pequeñas y medianas empresas, debido a que se le vincula positivamente con el nivel de endeudamiento. Esto se explica por la menor presencia de asimetrías de información en torno a las empresas de mayores dimensiones, lo que les permite gozar de mayor acceso a recursos de crédito (Mejía Amaya, 2013, p. 146).

Algunos autores que han proporcionado evidencia de una relación estadísticamente significativa entre estas dos variables en el contexto de las pymes son: Briozzo y Vigier (2009); Briozzo et al. (2016); García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012; y Romano et al. (2000). En una línea similar, Guercio et al. (2020) encontraron relación entre el tamaño de las mipymes y la diversificación de la estructura financiera de las mismas.

De igual forma, en la literatura que aborda los determinantes de la estructura de capital de las pymes se han analizado otras variables, como la antigüedad de la firma (García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012; Guercio et al., 2020); la formalidad de la planificación y la actitud de control de los propietarios (García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012).

Por otra parte, las investigaciones sobre la estructura de capital de las pymes proporcionan evidencia sobre el uso de los recursos propios como principal fuente de financiamiento de este sector, no solo por la poca capacidad de estas empresas de soportar los riesgos financieros y el mayor costo del financiamiento externo, sino también por la menor confianza que inspiran a las instituciones financieras (Capa Benítez, Capa Benítez y Ollague Valarezo, 2018, p. 296). Este patrón se corresponde con la Teoría del Pecking Order.

Entre las contribuciones que corroboran el predominio de los recursos propios en la estructura de capital de las pymes figuran los trabajos de Guercio et al. (2016); Mejía Amaya (2015); Rosado, Pastrana y Duarte (2015); Laitón Ángel y López Lozano (2018); y Navarrete y Sansores (2010).

Estructura de Capital en las Pymes Peruanas: estudios

En el Perú existen escasos estudios relacionados con la estructura de capital de las empresas pequeñas y medianas. Una de estas investigaciones en el contexto peruano, desarrollada por Cruzado, López, Rojas y Temple (2017), se enfoca en los determinantes de la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas familiares del Perú, a los efectos de constatar el cumplimiento de los postulados de la Teoría del Picking Order.

Los resultados de este trabajo muestran una relación positiva y significativa entre la disposición de los dueños a ceder el control de la empresa y el uso de capital externo; igual tipo de relación se establece entre el tamaño de la empresa y el uso de préstamos familiares; entre la planificación estratégica y el uso de utilidades retenidas; así como entre la variable antigüedad de la empresa y la significación de la deuda como fuente de financiamiento (p. 4). Este estudio no encontró vinculación entre el tamaño de las firmas y el endeudamiento, por lo cual, no concuerda con los resultados obtenidos por Berger y Udell (1998); Briozzo y Vigier (2009), Briozzo et al. (2016), García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz (2012); y Romano et al. (2000), los cuales establecen una relación positiva entre el tamaño de las pymes y el nivel de endeudamiento.

Los hallazgos del estudio difieren de los expuestos por García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz (2012), ya que éstos no

encontraron evidencia de que la antigüedad de la firma y la formalidad de la planificación estratégica sean determinantes de la estructura de capital.

Por otra parte, el referido trabajo concluye que las empresas estudiadas prefieren como primera alternativa de financiamiento la toma de deuda, seguida por las utilidades retenidas, luego, los préstamos familiares y por último, la emisión de acciones (p. 4). Estos hallazgos coinciden parcialmente con la teoría del Picking Order, en cuanto a la opción final de financiamiento de las pymes, mas no confirman en su totalidad el orden de preferencia establecido por esta teoría. Además, el estudio comentado difiere de los resultados obtenidos por Guercio et al. (2016); Mejía Amaya (2015); Navarrete y Sansores (2010); y Rosado, Pastrana y Duarte (2015), cuyos trabajos identifican como primera fuente de financiamiento de las pymes los recursos propios.

Por su parte, el trabajo de Hennings (2014), cuyo ámbito de investigación se delimita en el sector de pequeñas empresas manufactureras de Lambayeque, destaca el papel ejercido por el tamaño de la empresa como determinante de la estructura de capital, al establecer que las pequeñas firmas tienen una relación más equilibrada entre deuda y patrimonio, mientras las microempresas dependen eminentemente de los recursos internos. No se establece, sin embargo, una relación estadística entre las dos variables aludidas.

Este estudio confirma el predominio de los recursos propios como fuente de financiamiento de las micro y pequeñas empresas, a lo que se agrega que en la estructura de la deuda de ambos segmentos prevalecen las obligaciones a corto plazo, aspecto que el autor considera como limitante del crecimiento de estas organizaciones y como elemento que favorece el riesgo de insolvencia (Hennings, 2014, p. 15). Esta

composición de la deuda coincide con los hallazgos de Mejía Amaya (2015) en medianas empresas de Boyacá (Colombia).

El estudio concluye que la estructura de capital de las empresas analizadas es inadecuada, por lo que recomienda facilitar el acceso de las mismas a capacitación y asesorías para que puedan conocer las implicancias de cada una de las fuentes de financiamiento a las que pueden acceder.

El uso de los fondos generados internamente, como fuente preferente de financiamiento, antes que la deuda o la emisión de acciones, también se verifica a través de los resultados de estudios realizados en el contexto de organizaciones peruanas que cotizan en bolsa (Gómez, 2014; Infantas Camacho, 2020; Mendoza Barreuzeta, 2012), lo que se explica porque son empresas grandes con niveles de solvencia significativos, en cuya estructura de capital predomina el capital propio (Mendoza Barreuzeta, 2012, p. 65).

De igual forma, investigaciones desarrolladas en el sector industrial de Perú (Ramírez López y Castillo Vera, 2016) y en empresas del mercado bursátil del país (Alva Acosta y Articono Parmango, 2015; Gómez, 2014; Infantas Camacho, 2020; Vásquez Tejos y Lamothe Fernández, 2018), corroboran la significación del tamaño de la empresa como determinante de la estructura de capital, en general, a través de una relación positiva entre dicha variable y el endeudamiento, ya que las firmas de mayores dimensiones están menos afectadas por las asimetrías de la información y menos expuestas a las quiebras (Ramírez López y Castillo Vera, 2016, p. 60), por lo que pueden endeudarse en mayor cuantía. Es decir, una empresa corporativa madura tendrá mayor acceso a fuentes de endeudamiento que una pequeña empresa, debido a las garantías,

historial crediticio y evolución de sus resultados que la respaldan.

Por otra parte, se debe destacar que Mendoza Barreuzeta (2012), en uno de los estudios sobre firmas que cotizan en bolsa, hace una distinción referente a los sectores en los que se encuentran las empresas peruanas analizadas y ha encontrado que el sector servicios y agrario tienen un comportamiento diferente respecto al nivel de endeudamiento en el corto plazo, pero al analizarlo en el largo plazo se mantiene igual que los otros sectores de la economía (Mendoza Barreuzeta, 2012, p. 65). Este aspecto resulta importante como característica susceptible de ser estudiada en el contexto de las pymes, a los efectos de constatar si dicho fenómeno se replica en organizaciones de menor tamaño.

Retos de la Investigación sobre la Estructura de Capital en el Contexto Peruano

Dentro de los recientes aportes que han brindado diversos autores sobre los determinantes de la estructura de capital, contemplan que no solo hay que tomar en cuenta los costos de transacción o la información asimétrica, sino también aspectos como el contexto macroeconómico y, en particular, el riesgo país (García Berumen, García Soto y Domenge Muñoz, 2012; Infantas Camacho, 2020), el sector de actividad (Mendoza Barreuzeta, 2012, Rosado, Pastrana y Duarte, 2015) y la figura legal de la empresa (Briozzo et al., 2016). A la luz de la realidad económica y empresarial peruana, se considera relevante analizar la relación de estas variables con la estructura de capital de las pymes.

La estructura de capital varía de acuerdo al riesgo que implica realizar la inversión en un país determinado, más aún cuando este país se encuentra en Latinoamérica, donde un gran

porcentaje de los países pertenece a la categoría de emergentes (Morales y Tuesta, 1998, p.19). Este es un punto clave para entender la dinámica del financiamiento en dichas sociedades, ya que existe un elevado costo por el acceso a la deuda y otro más alto por no cumplir con las obligaciones a tiempo.

En la misma línea, es importante tener en cuenta el sector donde dichas empresas operan, ya que de acuerdo a ello, las posibilidades de acceso al sistema financiero pueden variar. Por ejemplo, el sector agrícola es uno de los que tiene mayores dificultades para acceder a financiación, debido a que en muchos casos las empresas no cuentan con garantías o están sometidas al efecto climático que genera riesgos no diversificables (Bueno y Santos, 2012, p.174). Esta situación conlleva a que las empresas de este sector tengan que tener un porcentaje mucho mayor de capital que de deuda con terceros.

En el Perú, el nivel de informalidad que tienen la mayoría de empresas es muy alto, ya que existe una elusión de impuesto significativa (Hernández y de La Roca., 2006, p. 65-73). Es por ello que al hablar de pequeñas empresas no podemos afirmar que tengan el mismo estándar de estructura de capital que una empresa madura y corporativa. Por lo general, las pequeñas empresa en el Perú tienen una estructura de capital muy diferente a las de tipo corporativo, es decir, cero deuda y 100% capital (Cruzado, López, Rojas, Temple; 2017, p.19-20), en muchos casos, debido a la situación de informalidad que las rodea, lo cual hace que acceder a un crédito regular sea prácticamente imposible (Hernández y de La Roca, 2006, pp. .65-73). Ante esta realidad, resulta relevante analizar el efecto de la formalidad y las figuras legales sobre la estructura de capital de las pymes.

Nuevos Problemas de Investigación

Uno de los rasgos determinantes de la dinámica empresarial actual es el protagonismo del fenómeno tecnológico y los retos de la transformación digital. Hoy en día estamos atravesando por una etapa de actualización tecnológica constante, potenciada por el avance de los negocios digitales ante las exigencias impuestas por la pandemia del COVID-19.

De lo expuesto se desprende la necesidad de analizar cómo la adaptación a esta nueva realidad impacta la estructura de capital de las empresas y en particular de las pymes. De igual forma, es importante estudiar si las empresas de base tecnológicas tienen variantes en su estructura y decisiones de financiamiento, en función de los rasgos propios de sus actividades (Guercio et al. 2016). Estos aspectos configuran puntos clave de estudio para entender cómo se comportan las empresas actualmente desde el punto de vista de su financiamiento y cómo evolucionarán en los próximos años.

Conclusiones

La estructura de capital es una relación entre fuentes de financiamiento que puede variar según las características internas de cada empresa, tales como el tamaño; pero también por el efecto de factores macroeconómicos, entre los que se debe considerar el riesgo país, ya que no es lo mismo analizar una empresa y sus oportunidades dentro de un mercado desarrollado que uno en vías de desarrollo. Por tal razón, es importante estudiar la estructura de capital y sus factores determinantes en el contexto de diferentes países y tipos de empresas, a la luz de las teorías explicativas de dicha estructura.

En Perú los estudios sobre la estructura de capital se han realizado principalmente en

empresas que cotizan en bolsa, mientras las investigaciones en el contexto de la pequeña y mediana empresa son escasas y no resultan totalmente consistentes entre sí ni con el resto de la literatura, ya que básicamente corroboran el carácter del tamaño de la empresa como determinante de la estructura de capital. En virtud de lo expuesto, se requiere ampliar el número de investigaciones para validar la evidencia empírica existente y analizar nuevas variables, tales como el sector de actividad; la formalidad y figura legal de las empresas; y los factores macroeconómicos.

Los hallazgos de las investigaciones sobre la estructura de capital de las pymes peruanas pueden promocionar elementos de soporte al diseño de políticas públicas que faciliten el acceso al crédito a estas empresas, con miras a enfrentar las imperfecciones de mercado que les impiden optar por el financiamiento externo y limitan sus posibilidades de crecimiento

Referencias

- Alva Acosta, L. L. y Anticona Parimango. E. J. (2015). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales que cotizan en la bolsa de valores de Lima, en el periodo 2007-2013* (Tesis de pregrado). Universidad Privada Antenor Orrego.
- Bautista R. (2008). *Las proposiciones de Modigliani y Miller y el papel de la estructura de capital*. Universidad de Los Andes. <https://repositorio.uniandes.edu.co/bitstream/handle/1992/46486/Apuntes-de-Clase-4.pdf?sequence=1>
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2009). La estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas. *Estudios Económicos*, 26(53), 1-67. <https://revistas.uns.edu.ar/ee/article/view/885/535>
- Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G. y Speroni, M. C. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Estudios Gerenciales*, (32), 71-81. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592315000790>
- Bueno J. y Santos D. (2012). Teoría de la Agencia en la determinación de la estructura de capital. Casos sectores económicos del departamento del Valle del Cauca. *Revista Prolegómenos. Derechos y Valores*, 15(30), 161-176. <https://revistas.unimilitar.edu.co/index.php/dere/article/view/2363/2061>
- Capa Benítez, L. B., Capa Benítez, X. R., y Ollague Valarezo, J. K. (2018). Estructura de capital en las pequeñas y medianas empresas bananeras de la provincia de El Oro. *Universidad y Sociedad*, 10(2), 294-303. <http://rus.ucf.edu.cu/index.php/rus>
- Cervantes A. (2017). Variables para el análisis financiero desde la Teoría del Trade-Off. Revisión teórica. *Memoria del XI Congreso de la Red Internacional de Investigadores en Competitividad*.
- Cruzado, J., López, K., Rojas, K. y Temple R. (2017). Determinantes de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa familiar en el Perú (pymef) (Tesis de postgrado). Universidad ESAN.
- García Berumen, J., García Soto, P. y Domenge Muñoz, R. (2012). Determinantes de la estructura de capital en la pequeña y

- mediana empresa familiar en México. *Contaduría y Administración* 57(3), 67-96.
- Gómez, L. (2014). *Factores determinantes de la estructura de capital: evidencia del mercado de valores peruano*. XIX Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática.
- Guercio, M. B., Vigier, H. P., Briozzo, A. y Martínez, L. B. (2016). El financiamiento de las pymes del sector de software y servicios informáticos en Argentina. *Cuadernos de Economía*, 35(69), 615-635. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v35n69.46654>
- Guercio, M. B., Briozzo, A., Vigier, H. P. y Martínez, L. B. (2020). La estructura financiera de las empresas de base tecnológica. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(84), 444-457. <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/179014/168482>
- Gutiérrez Ponce, H., Morán Montalvo, C., Posas Murillo, R. (2019). Determinantes de la estructura de capital: un estudio empírico del sector manufacturero en Ecuador. *Contaduría y administración*, 64(2), 1-19. <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/1848/1316>
- Hennings, J. (2014). *La estructura de capital en la sostenibilidad y crecimiento de la pequeña empresa manufacturera de Lambayeque*. XIX Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática.
- Hernández, M. y De La Roca, J. (2006). Evasión tributaria e informalidad en el Perú. *Revista Economía y Sociedad*, (62), 65-73.
- Herrera-Echeverri, H. (2018). Estructura óptima de capital para empresas en mercados maduros de economías emergentes: una aplicación. *Universidad & Empresa*, 20(34), 157-191.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub>
- Laitón Ángel, S. y López Lozano, J. (2018). Estado del arte sobre problemáticas financieras en pymes: estudio para América Latina. *Revista Escuela de Administración y Negocios*, (85), 163-179. <https://doi.org/10.21158/01208160.n85.2018.2056>
- Mejía Amaya, A. F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, 5(2), 141-160.
- Mejía Amaya, A. F. (2015). La estructura de capital en las medianas empresas del departamento de Boyacá, Colombia. *Revista Apuntes del CENES*, 34(59), 185-206. <https://revistas.uptc.edu.co/index.php/cenes/article/view/3543/3145>
- Mendoza Barrezueta, M. (2012). *Análisis dinámico de la estructura de capital de las empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima: Un Modelo de Ajuste Parcial* (Tesis de Pregrado). Universidad de Piura.
- Miller, E. (1977). Risk, uncertainty and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151-1168. <https://www.jstor.org/stable/2326520>
- Miller, M. y Modigliani, F. (1963). Dividend policy and market valuation: a reply. *The Journal of Business*, 36(1), 116-119.

- Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mondragón, S. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del Trade-Off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 165-178.
- Morales, J. y Tuesta, P. (1998). *Calificaciones de crédito y riesgo país*. Banco Central de Reserva de Perú.
- Myers S. C. y Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230?via%3Dihub>
- Navarrete Marneou, E. y Sansores Guerrero, E. (2010). La estructura de capital de las micro, pequeñas y medianas empresas en Quintana Roo. *Investigación y Ciencia*, 18(49), 48-53. <https://editorial.uniagustiniana.edu.co/index.php/editorial/catalog/download/21/16/199-1?inline=1>
- Ramírez López, R. E. y Castillo Vera, F. (2016). Determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales peruanas, a la luz de la Teoría del Pecking Order, en el período 2007-2014. *Revista Ex Cathedra en Negocios*, 1(1), 52-63.
- Rosado, Y. L., Pastrana, I. y Duarte, L. G. (2015). La estructura financiera de las pymes en Yucatán de acuerdo a su antigüedad, tamaño y sector de actividad. *Estrategias, Mercados e Instituciones Financieras*, 9(1), 2248-2265. <https://riico.net/index.php/riico/article/view/124/238>
- Ross, S..A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, (8), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>.
- Ross, S. A., Weterfield, R. W. y Jaffe, J. F. (2009). *Finanzas corporativas*. Editorial Mc Graw Hill.
- Vargas Sánchez, A. (2014). Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. *Investigación & Desarrollo*, 14(1), 44-65. <http://www.upb.edu/revista-investigacion-desarrollo/index.php/id/article/view/33/96>
- Vásquez Tejos, F. J. y Lamothe Fernández. P. (2018). Determinantes de la estructura de capital en empresas iberoamericanas. *Compendium*, 5(12), 91-119. <http://www.revistas.espol.edu.ec/index.php/compendium/article/view/371/273>
- Zambrano S. y Acuña G. (2011). Estructura de capital: evolución teórica. *Revista Criterio Libre*, 9(15). 81-102.