



UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE  
VILLA MARIA

Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo A. Podestá"  
Repositorio Institucional

# Estructuración de capital en estados contables de Empresas Cooperativas: debate teórico y evidencia empírica

---

---

Año  
2019

Autora  
Fernández, María Eugenia

Este documento está disponible para su consulta y descarga en el portal on line de la Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo Alberto Podestá", en el Repositorio Institucional de la **Universidad Nacional de Villa María**.

#### CITA SUGERIDA

Fernández, M. E. (2019). *Estructuración de capital en estados contables de Empresas Cooperativas: debate teórico y evidencia empírica*. 1er Congreso Latinoamericano de Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Villa María, articulando diálogos políticos y académicos en Ciencias Sociales. Villa María: Universidad Nacional de Villa María



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional

**Estructuración de Capital en estados contables de Empresas Cooperativas: debate teórico y evidencia empírica.**

**Número de línea 16**

**Fernández, María Eugenia**

**FCE, UNRC. – Río Cuarto**

**eugef150@gmail.com**

**Palabras Claves: Estructuración de Capital - Empresa Cooperativa – Teoría del Orden Jerárquico**

**Introducción**

Desde mediados del siglo XX en adelante, los mercados financieros concentraron cada vez más un mayor protagonismo en las economías capitalistas. En especial, el uso de derivados financieros y el libre flujo de capitales entre los distintos países, permitió la concentración del capital en grandes empresas, donde la propiedad, la gestión y la financiación adquieren una dimensión de análisis propia.

En este contexto, desde el enfoque microeconómico emergió la *Teoría Económica de las Finanzas* (TEF) a los fines de brindar explicaciones sobre el comportamiento financiero de los entes económicos, especialmente las grandes corporaciones transnacionales. Al tomar en consideración una firma abierta al mercado de capitales, con libre acceso y salida de la propiedad a partir del mercado de acciones, comenzaron a tomar sentido interrogantes tales como: ¿cuál es el tamaño óptimo de una empresa?, ¿cuál es el nivel de deuda eficiente y aceptable?, ¿qué capacidad de control real poseen los propietarios del capital, ante las decisiones de gestión asumidas por los gerentes?.

Luego de los aportes originales de Modigliani-Miller, una primera aproximación teórica consistente a estas inquietudes fue desarrollada a partir de los trabajos publicados por Myers (1984), que dieron posteriormente origen a la hoy conocida *Teoría del Equilibrio Estático* -también conocida por su acepción anglosajona de *The Trade off Theory*- . De forma breve, es posible afirmar que ésta teoría considera que para cada firma existe un nivel de endeudamiento óptimo que surgen de tomar en consideración dos elementos de análisis: los beneficios impositivos de financiarse con fuentes de terceros

(especialmente, la deducción del Impuesto a las Ganancias), y los costos del estrés financiero provocado por el crecimiento de la deuda.

La *Teoría del Orden Estático* es la teoría que goza de mayor aceptación dentro de la comunidad académica, y ha servido de fuente de inspiración para el desarrollo de estrategias financieras destinadas a la gran empresa. Al respecto, los trabajos de Toledo Rodríguez, J. (mimeo), Vargas Sanchez, A. (2014), ponen en consideración el amplio potencial empírico que ha experimentado esta teoría en las áreas de finanzas de las multinacionales. Sin embargo, éste abordaje no deja de estar exento de aquellas críticas que emanan en el plano metodológico al momento de discutir la teoría económica. (La TEF no deja de presentar los mismos vicios en cuanto a las pretensiones de generalidad y universalidad que se le atribuyen a la economía neoclásica.)

En el mercado existe una diversidad de firmas que no se ajustan con las propiedades impuestas por la teoría, por lo que se requiere de otros abordajes al momento de explicar su comportamiento financiero. Las empresas familiares, PYMES, micro emprendimientos, mutuales y las empresas cooperativas, son ejemplos de empresas cerradas, donde las motivaciones internas desincentivan el desarrollo de mercados de membresía. Detrás de la trayectoria histórica de cada una de este tipo de empresas, subyace un objetivo compartido, una lógica de interacción en el territorio, cuya esencia no puede ser capturada desde la lógica contractual; en otras palabras, la realidad nos fuerza a pensar que éstas empresas no son una superposición de contratos económicos.

Partiendo de la dicotomía conceptual entre firma abierta y cerrada, y tomando en consideración que las empresas cooperativa (EC) no solo bloquean el mercado de membresía, sino que además surgen con la finalidad de priorizar la satisfacción de necesidades colectivas, la presente ponencia intenta analizar la capacidad explicativa de otros abordajes analíticos que pueden contribuir a explicar la lógica del funcionamiento financiero de la EC, contemplando adicionalmente que éstas poseen un sesgo a acumular capital bajo la forma de reservas indivisibles.

En virtud de lo expresado hasta aquí, y de acuerdo a una revisión bibliográfica previa, la presente ponencia procede a indagar sobre la potencial capacidad explicativa que experimenta la *Teoría del Orden Jerárquico (TOJ)* -una corriente alternativa menos difundida en los cursos de Finanzas Corporativas- para dar cuenta del comportamiento de la EC al estructurar su capital.

El trabajo se organiza de la siguiente manera: en una primera instancia se concentra en realizar un análisis contrastivo de las teorías mencionadas, a través de una breve síntesis bibliográfica que enfatiza el marco de supuestos y las principales conclusiones que se derivan de ellos. Posteriormente, una vez hecha explícita la estructura de capital que convencionalmente asumen las EC, se presentan un conjunto de argumentos a partir de los cuales se concluye sobre la conveniencia metodológica de abordar su estudio bajo la óptica de la TOJ.

### **Las principales teorías de la estructuración del capital: un análisis comparativo.**

Toda oportunidad de inversión está acompañada, y al mismo tiempo condicionada, por decisiones de financiación; éstas a su vez determinan la composición del capital entre recursos propios y deuda. Lo anterior se refleja tanto en la estructura financiera adoptada por la empresa, como también así por los enfoques teóricos que intentan dar explicación a esa composición del capital, y por ende a la estructura financiera. En este sentido Weston y Brigham (1995) definen: "La óptima estructura de capital es la que logra un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento y por tanto maximiza el precio de la acción".

La TEF surge a mediados del siglo XX, dentro de la corriente principal de la Economía, a los fines de estudiar empresas de estructura vertical y abiertas -es decir, aquellas que reproducen en su interior mercado de membresía-, haciendo énfasis en que la estructura financiera óptima será aquella que maximice el valor de mercado de la empresa y minimice el costo del capital, con lo cual se asegura la maximización del valor de la acción. De este modo, se considera que todos los accionistas en búsqueda de maximizar sus beneficios -según su perfil de rentabilidad y aversión al riesgo-, entran y salen de las firmas libremente, a bajos costos de transacción.

En este contexto, adscribiendo a la lógica contractual, las firmas no son consideradas entidades independientes o que busquen objetivos específicos, por el contrario son conceptualizadas como una yuxtaposición de contratos económicos tendientes a asegurar la correcta asignación de recursos y producir una solución de coordinación a nivel firma; así es como los propietarios vía mercado controlan a los ceos, y los ceos por poder derivado controlan a los empleados a través de un sistema de incentivos de rentabilidad y sanciones.

Estos estudios originales establecen la independencia del valor de la firma respecto a su estructura de financiamiento, a la vez que establecen una relación directa entre el valor de la empresa y su nivel de endeudamiento al considerar en su análisis los impuestos. Con ello se da origen a una perspectiva impositiva de las Finanzas Corporativas, donde se comienza a diagramar estructuras de capital que permiten minimizar el pago de impuestos, y de este modo maximizar la rentabilidad. Sin embargo, su aplicación queda limitada a una perspectiva de empresa abierta al mercado de capitales, y por lo tanto de gran envergadura.

El problema es que en el reino social, existe una pluralidad de firmas y no todas responden a la lógica de comportamiento y al esquema de supuestos impuestos por las Finanzas de Empresas. En efecto, las Empresas Familiares, las Pymes y en especial las EC muestran importantes reticencias a reproducir “Mercados de Membresía”, y en especial no conciben a la empresa como una simple superposición de contratos. Por el contrario, en este tipo de firmas los objetivos colectivos y el sentido de pertenencia organizacional resultan claves (hacen a la esencia de la empresa), y en virtud de ello ponen en jaque la supuesta ubicuidad de la TEF.

Una empresa que se abre al mercado de financiación gana “Beneficios de Financiación Externa”, pero pone en riesgo perder el control de la empresa, o someterse a las imposiciones que los agentes externos le impongan. En este sentido, los criterios de las empresas que “no son abiertas”, suelen ser difícilmente codificables por la TEF. Dicho fenómeno es interpretado por la perspectiva tradicional como una debilidad de éste tipo de empresas pues se las considera sometidas a lógicas de gobernanza arbitrarias, sin embargo en el marco de líneas de investigación alternativas se enfatiza en la necesidad de establecer criterios de discrecionalidad, que permitan alcanzar objetivos no sintetizables detrás de la maximización de beneficios.

A partir de una revisión bibliográfica más profunda, se procede a presentar de **forma esquemática** el conjunto de supuestos y conclusiones a las que arriban las teorías objeto de comparación:

- **Teorías tradicionales -Modigliani-Miller y *The Trade off Theory* - :**
  - **Se fundamenta en tres proposiciones:**
    - I. Explica que el valor de la empresa sólo depende de la capacidad generadora de renta de sus activos sin importar en absoluto de dónde han

emanado los recursos financieros que los han financiado; es decir, tanto el valor total de mercado de una empresa como su costo de capital son independientes de su estructura financiera, por lo tanto, la política de endeudamiento de la empresa no tiene ningún efecto sobre los accionistas (Brealey R. A.; Myers S. C., 1993).

II. Explica que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece equitativamente a su grado de endeudamiento; es decir, el rendimiento probable que los accionistas esperan obtener de las acciones de una empresa que pertenece a una determinada clase, es función lineal de la razón de endeudamiento (Brealey R. A. ; Myers S. C., 1993).

III. Explica que la tasa de retorno de un proyecto de inversión debe ser totalmente independiente a la forma como se financie la empresa, y al menos ser igual a la tasa de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y que pertenecen a la misma clase de riesgo de la empresa inversora; es decir, la tasa de retorno requerida en la evaluación de inversiones es independiente de la forma en que cada empresa esté financiada.

- **Arriba a la siguiente conclusión:** dependiendo del perfil de riesgo del sector al cual pertenece la empresa y de la envergadura de la firma, existirá un nivel óptimo de apalancamiento que minimiza el desembolso del impuesto, y por consiguiente contribuye a maximizar los beneficios de la firma.
- **Crítica:** Concibe el comportamiento de la firma como la suma del comportamiento individual de sus inversionistas. No existe ningún objetivo y/o pretensión más allá de la maximización de la rentabilidad de las acciones.

- **TOJ**

- **Principales hipótesis**

- Las firmas no persiguen únicamente el objetivo de la maximización de beneficios.

- Desde el plano existencial, la firma excede a la suma de los contratos que le dan su origen.

- **Conclusiones**

Las empresas tienen un orden de prioridad al momento de decidir financiar una inversión. Myers y Majluf (1984) describen la preferencia por el financiamiento de la siguiente manera:

1. En primer lugar internamente con fondos propios. Los beneficios retenidos son la primera de las fuentes de financiamiento preferido por los directivos, puesto que no están influidas por las asimetrías de la información, carecen de costo explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización.
2. En segundo orden prefieren la emisión de deuda, deuda de bajo riesgo -como la bancaria-,
3. Posteriormente con deuda pública -en el caso que ofrezca menor valuación que las acciones-
4. En último lugar con nuevas acciones.

Por lo tanto se concluye que: dado que no se pueden sustituir los fondos internos con los externos a costos irrisorios o inexistentes, la firma plantea un orden de jerarquía en las preferencias de fondos, puesto que así se maximiza el valor de la firma. Al respecto: *“primero se prefieren los fondos internos (los que surgen de las ganancias provocadas por la compañía), luego opta por los fondos externos provenientes de la emisión de deuda y por último, si la insuficiencia de capital así lo requiere, concurrirá al mercado de capitales (emisión de acciones).”* (Myers y Majluf, 1984)

- **La principal crítica** es que carece de formalidad analítica y se sustenta exclusivamente en un conjunto de correlaciones estadísticas.

## **Estructura de capital de Empresas Cooperativas: marcos normativos y conducta empresarial.**

La complejidad que encierra el tema del capital cooperativo está en una tensión entre posturas filosóficas -sostenidas por los Principios Cooperativos- que le dan un sustento social y comunitario; y la englobada en el sistema económico y financiero dominante, en el sentido que las cooperativas operan y son reguladas dentro de una economía y un sistema financiero mundial que en gran medida están enmarcados en principios orientados al mercado y que siguen una lógica capitalista. La concepción filosófica cooperativa pone énfasis en las relaciones humanas, comunitarias y asociativas por encima de las relaciones de propiedad; por el contrario, el pensamiento orientado al mercado pone el énfasis en el individualismo y la competencia.

Las EC generalmente no participan en los mercados financieros, por lo que tienen necesidades de capital similares a las de las PYMES y empresas familiares. Una primera consideración importante en relación con el capital cooperativo es que, de acuerdo al Principio Cooperativo de “Participación económica de los miembros”, el capital de una EC incluye tanto el capital social nominal como las reservas, lo cual es una expresión del hecho de que éstas combinan los intereses individuales de cada asociado con los intereses comunes a todos ellos.

La esencia de la EC radica en nuclear personas que se reúnen para satisfacer necesidades y aspiraciones comunes. El hecho de que haya una empresa involucrada y de que esta pueda necesitar capital financiero son cuestiones accesorias. Es así que las EC no se constituyen para obtener ganancias repartibles, como una empresa comercial, sino que lo hacen para organizar y prestar servicios a costos razonables para sus asociados, maximizando así el bienestar de sus miembros. (Obsérvese que este hecho se aproxima a las principales hipótesis que plantea la TOJ, al mismo tiempo que las aleja del marco conceptual planteado por la perspectiva tradicional).

No obstante, como consecuencia expresa de la Ley de Cooperativas (Ley N°20337), si se genera un excedente se devolverá a quienes contribuyeron a formarlo, es decir, los asociados percibirán una porción de los “Excedentes Repartibles” en concepto de “Retorno a los Asociados”. En línea con lo establecido por dicha norma, la Resolución Técnica N°24 “Entes cooperativos. Aspectos particulares de exposición contable y procedimientos de auditoría”; define aquellos conceptos que marcan las pautas para

determinar el excedente repartible, hasta llegar a establecer el retorno que percibirán los asociados al terminar el ejercicio económico.

Específicamente, la norma establece “... Excedente repartible: es el exceso en la estimación preventiva, realizada por la cooperativa, del costo de sus servicios prestados al asociado al fijar el precio provisorio de los mismos...”. En este sentido y obedeciendo al objeto social de la EC, los retornos a percibir por los asociados en concepto de “Excedente Repartible” solo podrán generarse a partir de operaciones que realicen éstos con la EC, mientras que los excedentes que pudieran generar las operaciones con no asociados forman parte de una reserva especial -“Reserva Especial Art.42”- en el patrimonio neto de la EC.

La normativa vigente también establece la distribución de esos excedentes repartibles. El destino será: cinco por ciento a reserva legal –patrimonio neto-, el cinco por ciento al fondo de acción asistencial y laboral o para estímulo del personal –pasivo para la cooperativa hasta que se cumpla con la ejecución de los mismo-, el cinco por ciento al fondo de educación y capacitación cooperativas - pasivo para la cooperativa hasta que se cumpla con la ejecución de los mismo- pasivo para la cooperativa hasta que se cumpla con la ejecución de los mismo-, una suma indeterminada para pagar un interés a las cuotas sociales, si lo autoriza el estatuto, y el resto como retorno a los asociados.

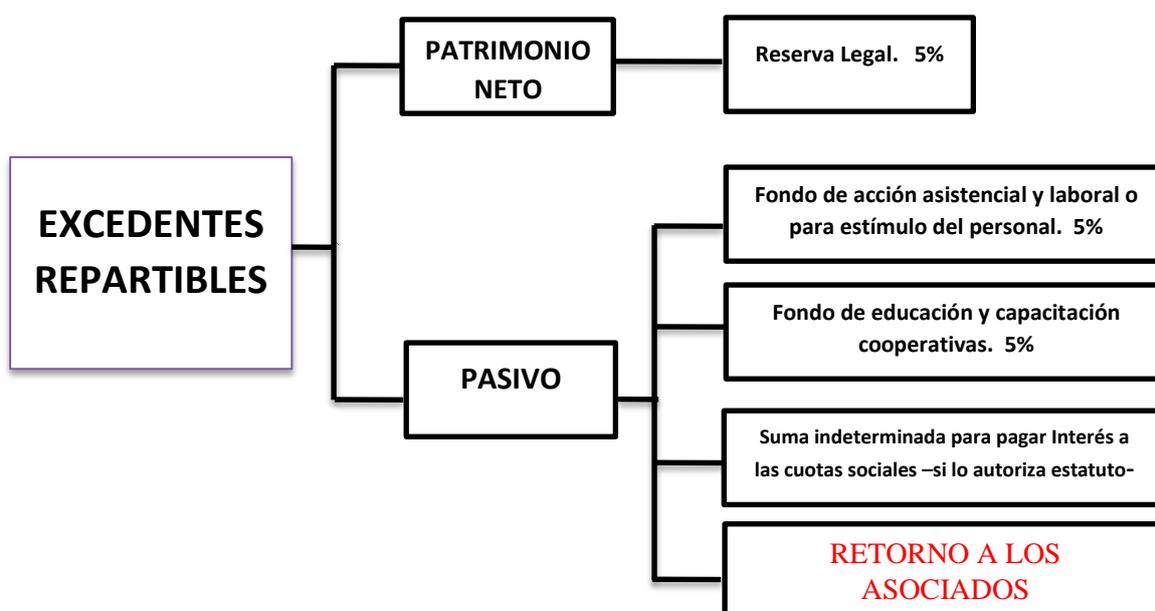


Ilustración 1: Distribución de Excedentes Repartibles. FUENTE: Elaboración propia.

El remanente que se devuelve en concepto de retorno a los asociados se hace en proporción al uso de los servicios sociales u otra base que establezcan las normas legales, es decir la distribución se realiza en función de la proporción en que se contribuyó a generarlo -no deben ser considerados como dividendos sino como un ajuste al precio de esas transacciones, diferencia que refuerza el papel de los asociados de la EC como partes interesadas y no como accionistas-. Cuando existan varias secciones -actividades definidas como objeto social-, corresponde determinar el retorno a distribuir por cada sección y luego en función al consumo de cada asociado será lo que percibirá cada uno de ellos. Además, si alguna sección presentara quebrantos estos serán absorbidos previa determinación de los retornos a distribuir por sección.

La idea de crear reservas es funcional al propósito de desarrollar la cooperativa. Las reservas divisibles son activos no-nominativos (por lo que no integran el capital nominal de los asociados), que los asociados de una EC que cesa actividades pueden redistribuir entre ellos, después de haber pagado cualquier otra obligación pendiente. Por el contrario, esta posibilidad de reparto está totalmente excluida en un régimen de reserva indivisible, que no pueden ser distribuidas entre los asociados de una EC, ni aún después de la disolución y del pago de todas las obligaciones pendientes.

En las EC, el asociado tiene derecho de reclamación sobre el capital divisible. Sin embargo, éste resulta ser una proporción minoritaria del total debido a que la mayor parte de su estructura de capital lo conforman las reservas indivisibles -no distribuibles individualmente-, que se rigen bajo una lógica de propiedad colectiva. En algunos países -como Francia, Italia, Uruguay-, la legislación nacional o regional establece la obligatoriedad de las reservas indivisibles. Con ello, "...se ha creado un tipo de propiedad sui generis, claramente diferente, tanto de la propiedad privada individual como de la propiedad pública y más emparentada con el concepto de "commons" (bienes comunes), analizado por Elinor Ostrom, en "Governing the Commons"..." (International Co-operative Alliance, 2016). Estas leyes obligan a las EC a destinar un porcentaje mínimo de sus excedentes al final del ejercicio a este tipo de reservas, pero a pesar de este mínimo legal, tienen la potestad de asignar un porcentaje aún mayor de sus excedentes anuales a reservas indivisibles.

### **Argumentos en favor de analizar la estructuración de capital de las Empresas Cooperativas a partir de la Teoría del Orden Jerárquico.**

- Los asociados priorizan el bienestar colectivo por sobre la maximización de beneficios.
- La EC adquiere para sus asociados una dimensión superlativa que no puede ser sintetizada a partir de la maximización del excedente de la empresa.
- Existe una predisposición de las EC a recapitalizarse a partir de reservas indivisibles de capital.
- Las reservas indivisibles de capital constituyen un acervo comunitario, cuyo destino los cooperativistas prefieren decidir dentro de la esfera interna de la empresa (minimizar el poder de control de los agentes externos).
- La evidencia empírica demuestra que el orden de prioridad que postula la TOJ, generalmente se cumple en los balances de las EC.

### **Reflexiones finales**

Las EC son claramente cerradas, y dada la relevancia que asumen en las economías regionales resulta necesario comprender su comportamiento. Una primera lectura, o aproximación permite inferir que la TOJ puede contribuir a discernir este comportamiento organizacional. Por ello, en líneas futuras de la presente investigación se propone indagar en la potencial capacidad explicativa que posee la TOJ de cara a esgrimir el comportamiento de la EC, en especial aquellas abocadas a prestar servicios públicos. Concretamente, el trabajo se concentrará en analizar el potencial explicativo de ésta teoría en firmas de estructura horizontal, para finalmente cotejar las principales hipótesis con la evidencia empírica proveniente de EC de servicios públicos del sur de la provincia de Córdoba, a partir de los estados contables presentados para el período 2012-2018.

### **Referencias Bibliográficas.**

- Acosta, M. L. (2013). *El sector cooperativo en Argentina en la última década*.
- Alarcón Perez, Ó. A. (2017). *Teoría del Pecking Order: ¿Aplicación en Colombia? Una revisión bibliográfica*.
- Alianza Cooperativa Internacional (ACI). (s.f.). Obtenido de <http://www.aciamericas.coop/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (1993). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Cuarta Edición, Editorial McGraw-Hill.
- El portal de las cooperativas*. (s.f.). Obtenido de <http://cooperativas.com.ar/argentina-donde-mas-se-expandio-cooperativismo-servicios-publicos/>
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2008). Resolución técnica N°24: Aspectos particulares de exposición contable y procedimientos de auditoría para entes cooperativos.
- Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. (2009). Resolución técnica N°27: Normas Contables Profesionales: Modificaciones a RT n°24.
- Fundación CIESO. (2006). *“las cooperativas de obras y servicios públicos”*.
- Galli, Silvia ; Crespo de Quiroga, Graciela. (2013). El retorno de los asociados en las cooperativas. *OIKONOMOS, Revista científica de ciencias económicas.*, 44-58.
- Guarco, A. (2013). *El cooperativismo argentino. Una esperanzadora mirada al futuro*. Buenos Aires: Intercoop.
- Gutiérrez, R., Mayer, M. y Cúparo, E. (2007). *Alquimistas de Luz. Cooperativa de Luz y Fuerza Eléctrica de Mar de Ajó (1947-2007)*.
- Iacovino, H. (2006). *El acto cooperativo a treinta años de vigencia en la Argentina*. Buenos Aires: Universidad de Belgrano: área de estudios en cooperativismo y mutuales.
- INAES: Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social. (s.f.). Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/inaes>

- Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Solidaria (INAES). (2008). *Las cooperativas y las mutuales en la Republica Argentina: reempadronamiento nacional y censo económico sectorial de cooperativas y mutuales.*
- International Co-operative Alliance. (2016). *El Dilema del Capital en las Cooperativas. Las teorías de la estructura financiera óptima.*
- Ley N°20337: Cooperativas Argentina.
- Myers, S. C., & 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.
- Plotinsky, D. (2012). *Introduccion a la historia del cooperativismo argentino.*
- Ressel A., y otros. (2013). “*Manual teórico práctico de introducción al cooperativismo*”. Universidad Nacional La Plata.
- Suárez Area, P. (2017). Cooperativas de servicios públicos. Hacia una perspectiva endógena y local de desarrollo. COOPERAR.
- Toledo Rodriguez, J. (mimeo). *La estructura del capital: el inicio de la composición financiera de la empresa.* Obtenido de [www.academia.edu](http://www.academia.edu)
- Vargas Sanchez, A. (2014). Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. *UPB - Investigación y Desarrollo.*, 44-65.
- Weston, J.F. & Brigham, E. (1995). *Fundamentos de Administración Financiera*, Décima Edición, México, Editorial Mc Graw Hill.