

Relación entre la estructura financiera de  
una empresa y la influencia en su  
valoración. Revisión bibliográfica y análisis  
empírico.

---

*Trabajo Final de Máster en Gestión  
Financiera y Contabilidad Avanzada*

Alumna: María Agustina Fernández Fiant

Tutor: Vicente Aragón Manzana

Departamento de Finanzas y Contabilidad  
Facultad de Ciencias Jurídicas y Económicas  
(FCJE)

Universidad Jaume I  
12071 Castellón de la Plana

España

---

**Relación entre la estructura financiera de una empresa y la influencia en su valoración. Revisión bibliográfica y análisis empírico**

**RESUMEN**

El objetivo de este trabajo es realizar una revisión bibliográfica y un análisis empírico acerca de la relación entre la estructura financiera de una empresa y la influencia en su valoración, pasando por Modigliani y Miller con sus diferentes proposiciones, por la teoría del trade off, la teoría de agencia, el free cash flow, el financiamiento con o sin deuda, la teoría de la jerarquía financiera y la política de dividendos y llegando a una conclusión comparativa entre las diferentes teorías.

**Relationship between the financial structure of a company and the influence on its valuation. Bibliographical review and empirical analysis**

**ABSTRACT**

The objective of this work is to make a bibliographical review and empirical analysis about the relationship between the financial structure of a company and the influence on its valuation, going through Modigliani and Miller with its different propositions, the theory of the trade off, the theory of agency, free cash flow, financing with or without debt, the theory of financial hierarchy and dividend policy and arriving at a comparative conclusion between the different theories.

## INDICE

1. Introducción.....	3
2. Evolución de las teorías de estructura de capital de las empresas.....	5
3. Modigliani-Miller .....	8
3.1. Proposiciones.....	9
4. Teoría del trade off entre el ahorro impositivo y costes de quiebra.....	12
5. Teoría de agencia.....	18
5.1. Asimetría en la información.....	19
5.2. Free cash flow.....	19
5.3. Financiamiento con o sin deuda.....	20
6. Teoría de la jerarquía financiera.....	22
7. Política de dividendos.....	23
8. Análisis empírico.....	25
8.1. Resultados.....	30
9. Conclusiones.....	32
10. Referencias bibliográficas.....	38

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo trata un tema muy estudiado y discutido desde hace 60 años, como es la relación entre la estructura financiera de una empresa y la influencia en su valoración. El mismo fue introducido por Franco Modigliani y Merton Miller, destacados economistas por las proposiciones de irrelevancia sobre el valor de la empresa, que en el año 1958 publicaron su trabajo "The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". El primero, ítalo-estadounidense, ganó el premio Nobel de Economía en 1985 (por éste trabajo y otras contribuciones), mientras que el segundo, estadounidense (que contribuyó en el campo de las finanzas corporativas), lo ganó en 1990 junto con Harry Markowitz y William Sharpe.

El teorema Modigliani-Miller (en adelante M&M) es parte esencial del pensamiento académico moderno sobre la estructura financiera de la empresa. El teorema afirma que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costes de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Establece que no importa como una empresa logre los recursos financieros que necesita para su funcionamiento, es decir, es indiferente si los logra emitiendo deuda o acudiendo a sus accionistas. Además, sigue oponiendo al punto de vista tradicional ya que es indiferente la política de dividendos. Esto quiere decir que las decisiones de inversión se deben tomar en forma independiente a las decisiones de financiamiento.

Todo esto nos lleva a preguntarnos, ¿existe una relación entre el valor de una empresa y la forma en que se financia la misma? ¿O es totalmente irrelevante

como concluyen M&M? Para eso se propone el análisis de la teoría tradicional, donde la estructura financiera de la empresa no tiene ningún efecto sobre el valor de la misma, es decir, establece que es indiferente que una empresa logre los recursos financieros necesarios para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda, explicando las diferentes proposiciones; la teoría del trade-off, donde se introducen los costos de quiebra, lo que lleva a modificar la sentencia de la teoría anterior estableciendo que la estructura financiera de una empresa si tiene efecto sobre el valor de la misma; la teoría de pecking order, donde partiendo de información asimétrica se establece un orden de preferencia en cuanto a la financiación de la empresa.

Además, el trabajo se centra en los problemas de agencia en la empresa. El origen de los mismos se encuentra en la separación entre la propiedad y el control y la asimetría de información.

Adicionalmente se realizará un trabajo de carácter empírico, para tratar de analizar si existe algún tipo de relación para ello, se tomó como referencia el trabajo de Cabrer y Rico (2015), quienes utilizan una base de datos más amplia y balances del 2013, mientras que en este trabajo a base utilizada es de 50 empresas y los balances son del 2015. Nuestro objetivo es identificar los factores determinantes de la composición de la estructura de capital de las empresas, utilizando datos de una muestra de empresas españolas de la base de datos SABI (misma base utilizada por dichos autores), y poder contribuir a analizar qué teoría explica mejor el comportamiento financiero de las empresas.

Considerando los objetivos anteriormente señalados, el trabajo ha sido estructurado en los siguientes apartados: en el primero se explica la evolución

de las teorías de estructuras de capital de las empresas, es decir, una revisión bibliográfica comenzando en 1940. El segundo apartado explica la teoría Modigliani-Miller y sus proposiciones. El tercer punto explica la teoría del trade-off y costes de quiebra y el siguiente punto la teoría de agencia. Seguidamente se explica la teoría de la jerarquía financiera y luego la política de dividendos. El siguiente apartado describe el análisis empírico realizado, con sus resultados y conclusiones. Por último la bibliografía consultada.

## **2. EVOLUCION DE LAS TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS**

Los primeros estudios teóricos acerca de la estructura de capital, que datan de principios de 1940 y cuyos exponentes son Gram y Dood (1940); Durand (1952); Guthman y Dougall (1966) y Shwartz (1959), buscaban determinar la existencia de relaciones funcionales entre el ratio de endeudamiento y el costo del capital medio ponderado y, por consiguiente, su impacto sobre el valor de la empresa. Dichos estudios se basaban en la existencia de mercados perfectos, y las conclusiones a las que llegaban eran contradictorias.

En 1958, Modigliani y Miller demostraron que la elección entre deuda y acciones o retención de ganancias no tiene efectos materiales sobre el valor de la firma (Teoría de la Irrelevancia).

En un trabajo posterior, Modigliani y Miller (1963) introdujeron en el modelo inicial los impuestos a las sociedades, arribando con este nuevo supuesto a la conclusión de que la estructura de capital ideal es la que contiene una cantidad máxima de deuda de modo tal de aprovechar el beneficio fiscal (Teoría de la Relevancia).

En los años siguientes fueron surgiendo nuevas teorías. Así es que Merton Miller (1977), agregando al análisis el impuesto a las personas físicas, llegó a la conclusión que la ventaja fiscal por deuda puede llegar a anularse y, por lo tanto, volvió a retomar la tesis de la irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

Otras teorías se fueron desarrollando incorporaron los costes generados por las dificultades financieras. Algunos teóricos determinaron que dichos costes no eran significativos y por lo tanto no influían en la política de endeudamiento. Entre los exponentes de dicha teoría se encuentran Higgins y Schall (1975) y Haugen y Senbet (1978, 1979, 1988). Por su parte, Baxter (1967), Stiglitz (1969), Kraus y Litzenberger (1973), Scott (1976) (1977), Altman (1984) y Kim (1978), entendieron en cambio, que los costes de dificultades financieras son significativos y se deben incorporar en la consideración del nivel de endeudamiento óptimo.

Considerando los costos de agencia, aparecen Jensen y Meckling (1976). Para solucionar este problema es que la empresa aumenta la estructura de recursos sin derecho a voto lo cual genera por una parte, una mejoría de las condiciones de poder de la directiva, que por pequeña que sea su propiedad en la empresa, va a ser un estímulo para que actúe en defensa de intereses más semejantes a los de los accionistas y por otro va a actuar como un mecanismo disciplinador dado que aumenta la probabilidad de quiebra, situación no deseable por los administradores (teoría sobre la aversión al riesgo del directivo desarrollada por Leland y Pyle (1977)). Por su parte, Jensen y Meckling (1976), Myers (1977), Hirshleifer y Thakor (1989) y Diamond (1989) introdujeron al análisis los problemas de agencia entre accionistas y



acreedores que nacen del hecho de que los accionistas puedan llegar a tomar decisiones en perjuicio de los acreedores (por ejemplo, asumiendo altos riesgos y/o decidiendo un nivel de inversión sub óptimo).

La asimetría informativa existente entre los diferentes agentes involucrados ha sido objeto de estudio en el análisis de la estructura de capital de la firma. De allí surgieron las teorías sobre señales (Ross (1977), Heinkel (1982), David y Sarig (1991)) y la teoría desarrollada por Myers (1984) y Narayanan (1988) de la jerarquía de preferencias. La teoría sobre señales indica que la emisión de deuda actúa como una señal positiva que incide en el valor de la empresa al tiempo que lo contrario sucede con la emisión de acciones que puede indicar una sobrevaloración de la empresa (el nivel de deuda se relaciona a la calidad de la empresa, la cual no tiene incentivo a indicar una calidad diferente a la que corresponde dado que, de esa manera, aumenta su riesgo de quiebra).

Novaes y Zingales (1995) muestran que el propio interés de los directivos hace que en algunas situaciones se prefiera un nivel de deuda menor y en otros por encima del que sería óptimo para los accionistas. Cuanto más capaces son los directivos y menos presión externa hay, ellos prefieren un nivel sub óptimo de deuda (y lo contrario si la situación es inversa). Muestran que la estructura óptima de capital para los accionistas es diferente a la óptima para los directivos no sólo en los niveles de deuda, sino en la sensibilidad al costo de quiebra.

Por último, las nuevas aportaciones teóricas sobre la estructura de capital de las empresas analizan cuestiones como la interacción del mercado de producto-consumo, la unicidad del mercado del producto, la influencia de la



estructura de capital en los resultados de la disputa por la toma de control de la compañía y en diseño del título valor. En la interacción del mercado de producto-consumo (Brander y Lewis (1986)), la estructura de capital de la firma se ve afectada por la estrategia de competencia del mercado de producto y las características de sus productos o consumos (Titman (1984) y Sarig (1988)). Harris y Raviv (1988), Stulz (1988) e Israel (1991, 1992) han trabajado en teorías que tratan el tema de la disputa por la toma de control de la compañía indican que el nivel de deuda va a ser mayor en empresas blanco donde las ofertas públicas de adquisición (OPA) fracasan en relación con aquellas que se involucran en una pelea por el poder, y, a su vez, el apalancamiento de estas últimas va a ser mayor que las de empresas-blanco con OPA exitosas, determinándose que la estructura de capital óptima se logra cuando las ganancias de la administración y/o de los accionistas de la firma atacada, vía incremento en el valor de la empresa, se compensen con los costos por su pérdida de control.

### **3. MODIGLIANI-MILLER**

En 1958, con la publicación de su primer libro, Modigliani-Miller aseguraban que la estructura financiera de la empresa no tenía ningún efecto sobre el valor de la misma, es decir, el valor de una empresa no se ve afectada por la forma en que la misma es financiada. No importa si el capital de la empresa se obtiene con la emisión de acciones o de deuda. Por eso también se conoce como el Principio de irrelevancia de la estructura de capital. Pero dicha irrelevancia desaparece ante la presencia de los impuestos, ya que el coste de la deuda se reduce.

Para llegar a esta conclusión se basan en las siguientes hipótesis:

- 1) Mercados de capitales perfectos.
- 2) Conducta racional de los inversores. Todos los accionistas prefieren más riqueza a menos, y son indiferentes ante un incremento de los dividendos o un incremento en el precio de las acciones.
- 3) El beneficio futuro de la empresa, cuyo valor esperado para todos los inversores es el mismo, es constante a lo largo del tiempo.
- 4) No consideran la existencia de impuestos, ni costes de insolvencia/quiebra (tanto explícitos como implícitos)

### **3.1 Proposiciones**

En función de las hipótesis anteriores, presentan tres proposiciones, de las cuales las dos primeras son de carácter positivo y pueden extenderse a situaciones de impuestos y la tercera es de carácter normativo:

- 1) Suponemos dos empresas iguales, salvo por su estructura de financiación. La empresa U se financia con capital propio (sin deuda) mientras que la empresa L se financia con capital propio y ajeno (está apalancada).

En mercados perfectos, el valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura de capital y se obtiene mediante el descuento de todos los beneficios esperados a un tanto de descuento igual para todas las empresas con el mismo riesgo económico. El valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos sin importar en absoluto de

dónde han emanado los recursos financieros que los han financiado. (Brealey y Myers, 1993)

$$V = D + N = \frac{\tilde{B}}{\tilde{K}_0}$$

$$\tilde{K}_0 = \frac{\tilde{B}}{V}$$

N= Valor de las acciones de la empresa

D= Valor de endeudamiento

V= Valor de la empresa, igual al pasivo que por definición es igual al activo

- 2) 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 y Myers, 1993)

$$\tilde{K}_e = \frac{\tilde{B}}{N} = \frac{\tilde{K}_0(D+N)}{N} = \tilde{K}_0 + (\tilde{K}_0 - K_i) \frac{D}{N}$$

Ke= Coste de recursos propios o rentabilidad financiera

Ko= Coste medio ponderado de capital o rentabilidad económica (WACC)

Ki= Coste de recursos ajenos o deudas

D/N= Ratio deuda/acciones

Un mayor ratio deuda/capital conduce a un mayor rendimiento requerido sobre el capital propio. Debido al riesgo superior para los accionistas de una empresa con deuda. La fórmula se deriva de la fórmula del coste medio ponderado del capital.

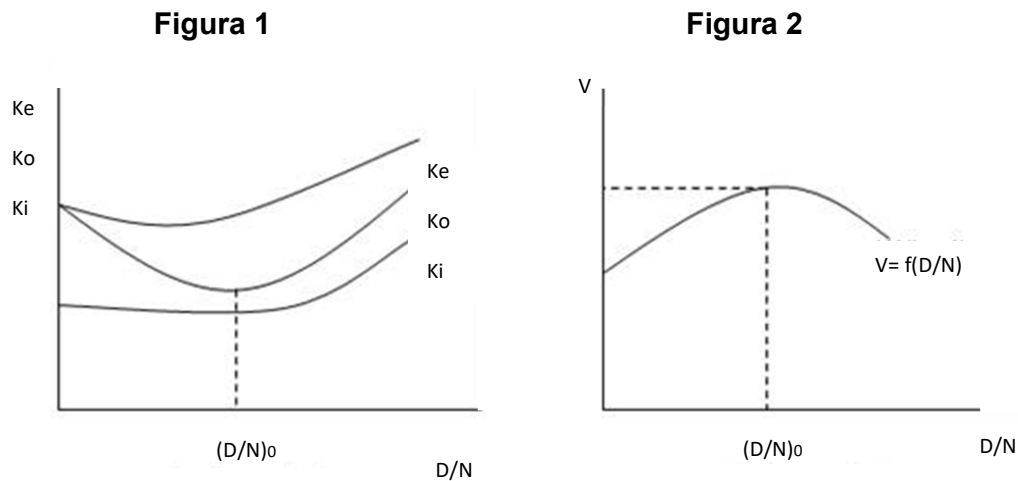
- 3) La tasa de retorno de un proyecto de inversión ha de ser completamente independiente a la forma como se financie la empresa, y debe al menos ser igual a la tasa de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y que pertenece a la misma clase de riesgo de la empresa inversora, es decir, la forma en que éstas se financien es indiferente para los accionistas. Sólo deben realizarse aquellos proyectos de inversión que generen una rentabilidad superior al coste de capital. (Fernández, 2003)

En conclusión, Modigliani-Miller afirman con estas hipótesis que los mercados son perfectos y no consideran los impuestos ni costes de insolvencia. Esto no es correcto, debido a existen imperfecciones del mercado, los impuestos y costes de quiebras, lo que lleva a que la estructura financiera de la empresa si tenga efecto sobre el valor de la misma.

#### **4. TEORIA DEL TRADE-OFF ENTRE EL AHORRO IMPOSITIVO Y COSTES DE QUIEBRA**

La teoría del trade-off, también conocida como teoría estática, sugiere que las empresas se adaptan a un nivel de endeudamiento óptimo, que está determinado por un trade-off entre los costos y los beneficios del endeudamiento, es decir, el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra. Miller (1977) afirma que la ventaja fiscal de la financiación de la deuda a nivel de la firma se compensa por la desventaja fiscal de la deuda a nivel personal. Por otro lado, Zambrano y Acuña (2011) “a pesar de que la teoría del Trade Off es acertada al explicar la estructura de capital entre sectores y aquellas empresas que estarían más propensas a ser adquiridas con deuda, aún no se da una explicación de por qué existen muchos ejemplos de firmas con altas rentabilidades que no usan su capacidad de deuda o por qué en países en donde se han reducido los impuestos o el sistema impositivo reduce la ventaja fiscal por deuda, el endeudamiento sigue siendo alto”.

Cuando se alcanza la combinación óptima entre deuda y recursos propios, las empresas maximizan su valor y no tienen incentivos para aumentar su deuda pues una unidad monetaria adicional en el endeudamiento supone una pérdida marginal neta de ese valor. Por ende, esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima en la empresa, al considerar que tal estructura define el valor de la firma.



**Figura 1:** Estructura financiera y costes recursos propios (ke), ajenos (ki) y coste medio ponderado del capital (ko)

**Figura 2:** Relación Estructura financiera y valor de la empresa

Como puede observarse en la figura 1, los costes de recursos propios (ke) son constantes, pero a medida que aumenta el endeudamiento, los mismos también crecen. Los accionistas buscan aumentar la rentabilidad, ¿pero qué riesgo están dispuestos a asumir? A medida que aumenta el endeudamiento, los mismos exigirán mayores beneficios, remuneraciones. Es decir, están dispuestos a aceptar el endeudamiento pero hasta cierto punto.

El coste medio ponderado de capital (ko) decrece hasta llegar al punto  $D/N_0$ , y luego aumenta. Esto se relaciona con la figura 2, ya que cuando la estructura de capital es óptima, Ko está en el mínimo y el valor de la empresa en su punto máximo; después del cual, desciende.

Anteriormente hice referencia a que las dos primeras proposiciones podían ser

consideradas teniendo en cuenta los impuestos, lo que llevaría a que los intereses que se pagan por las deudas son un gasto a efectos del cálculo del impuesto sobre beneficios mientras que el dividendo no es un gasto para el cálculo del impuesto ya que se reparten una vez pagados los impuestos. Esto hace que a mayor endeudamiento el costo de capital medio se reduzca vía ahorros fiscales. Esta reducción del costo de capital aumentará el valor de la empresa porque reducirá el denominador de la ecuación de su valoración mediante el descuento de sus flujos de caja futuros donde la tasa de descuento será ese coste de capital.

A modo de ejemplo analizaremos la tabla a continuación

**Tabla 1**

<b>Rubro</b>	<b>X</b>	<b>Y</b>
Activo	30.000	30.000
Pasivo	0	15.000
Patrimonio Neto	30.000	15.000
Ventas	20.000	20.000
Costos operativos	15.000	15.000
Margen Bruto	5.000	5.000
Intereses	0	750
Ganancias antes de impuestos	5.000	4.250
Impuestos (40%)	2.000	1.700
Ganancia Neta	3.000	2.550
Intereses	0	750
Escudo Fiscal	0	300
Ganancias después de impuestos (NOPAT)	3.000	3.000
Ganancia Neta/Activo	10,00%	8,50%
Ganancia Neto/Patrimonio Neto	10,00%	17,00%
ROIC= NOPAT/Activo	10,00%	10,00%

Fuente: Seminario "Valued based management", ponente: Sergio Osvaldo Fernández, Universidad Católica de Argentina



En esta tabla, se muestra un ejemplo en donde ambas empresas tienen los mismos activos, venden exactamente lo mismo, tienen los mismos costos y pagan la misma tasa de impuestos. Por lo tanto, sus rendimientos son iguales, sin embargo una se financia sólo con capital propio y la otra lo hace con capital propio y deuda, por lo tanto la empresa Y tiene una ganancia mayor que la empresa X, determinada la misma por el ahorro fiscal. Pero esa ganancia no me determina con exactitud el rendimiento del capital, la forma para hacerlo es determinar la ganancia o flujo de caja neto operativo y relacionar al mismo con el capital total de la empresa para así saber cuál es el verdadero rendimiento del capital de la misma.

Según Ruben D. Cohen (2012), en su artículo "An implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring theorems on the relation between equity and debt", esto se puede ver más claro con un ejemplo práctico que tratare a continuación:

Investigamos la evolución de una firma, que inicialmente tiene todos sus activos respaldados por capital aportado por los accionistas. La firma a continuación, emite deuda para recomprar acciones y, en el proceso, su valor se elevará, debido a los beneficios fiscales relacionados con la deuda. Vamos a considerar tres escenarios, en los que:

1. La firma cuenta con una base inicial de activos de 100 y ninguna deuda (Escenario 1). El capital aportado por los accionistas,  $N$ , de esta firma es, por lo tanto, 100 y representa el valor de la empresa sin apalancamiento,  $V_u$ .

Suponemos además que esta firma tiene un EBIT de 20 y paga impuestos e intereses a tasas constantes de 40% y 5%, respectivamente. Posteriormente,

esta firma tendrá un estado financiero similar a la mostrada en la Figura 3.

2. En el Escenario 2, la empresa adquiere una deuda, D, de 50 a volver a comprar algunas de sus acciones. Uno de los resultados de MM, establece que el valor de la empresa debe aumentar en DT. De acuerdo con nuestros números, esto equivale a 20, que cuando se añade a la base de activos, lo eleva de 100 a 120. También se deduce que la empresa debe pagar un interés del 2,5 (50 x 5%).

La consecuencia de lo anterior es un estado financiero que se asemeja a la que se muestra en la Figura 4. Es importante observar aquí que la capacidad de volver a comprar acciones sólo es 30, ya que el 20 restante de la deuda de los 50 debe ser añadido a la base de activos en forma de dinero en efectivo.

3. En el Escenario 3, la empresa tiene una deuda adicional de 30 en la parte superior de los 50 en el Escenario 2. La deuda total de 80 creará así un valor relacionado de impuestos y beneficios del 32 por el caso base inicial de 100 en el Escenario 1. Como se muestra en la Figura 5, por lo tanto, el valor de la firma totalizará 132, con una deuda de 80 y una el equilibrio de la equidad de 52. La empresa también tendrá que pagar un interés de 4 (5% x 80).

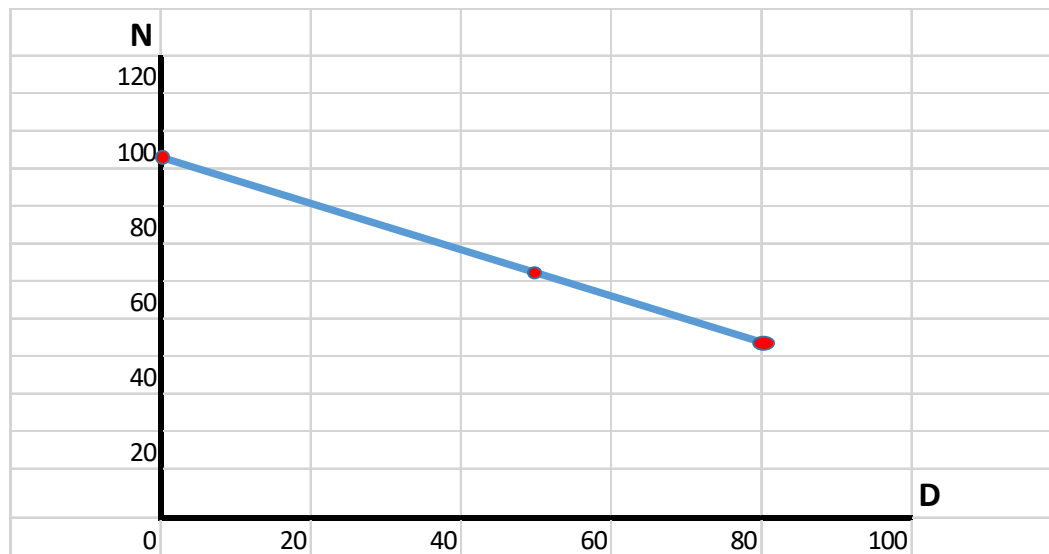
$$KO=WACC=K_e \frac{N}{(N+D)} + K_d (1-T) \frac{D}{(N+D)}$$

$$ROE= \text{Beneficio neto después de impuestos} / \text{Fondos propios}$$

	D	N	D/N	ROE	WACC
Escenario 1	0	100	0	12,00%	12,00%
Escenario 2	50	70	0,71	15,00%	10,00%
Escenario 3	80	52	1,54	18,50%	9,10%

	ESCENARIO 1	ESCENARIO 2	ESCENARIO 3
<b>Cuentas de resultados</b>			
EBIT esperado	20	20	20
Intereses (5%)	0	2,5	4
EBT	20	17,5	16
Impuestos (40%)	8	7	6,4
Ganancia esperada	12	10,5	9,6
<b>Balance</b>			
Activo	100	120	132
Pasivo	0	50	80
Patrimonio Neto	100	70	52
Total Pasivo + PN	100	120	132
<b>Ratios relevantes</b>			
D/N	0	0,71	1,54
ROE	12,00%	0,15	0,19
WACC	12,00%	0,10	0,09

### Gráfico



A medida que disminuye N, capital aportado por los accionistas, la deuda

aumenta.

Cuando no existe deuda, ROE y WACC son iguales, pero a medida que la misma aumenta, ROE aumenta mientras que WACC disminuye.

## **5. TEORIA DE AGENCIA**

El teorema de Modigliani-Miller está basado en la premisa de que la probabilidad de la distribución de los flujos de la firma es independiente de la estructura de capital. Sin embargo, esta probabilidad de distribución de futuros flujos de caja cambia en función de la probabilidad de incurrir en costos de quiebra y a medida que la razón de endeudamiento se incrementa. La existencia de los costos de agencia provee mayores razones para argumentar que la probabilidad de distribución de los flujos de caja futuros no es independiente de la estructura de propiedad. La teoría de la agencia como tal se la atribuye a Jensen y Meckling (1976). Los costes de agencia son aquellos en los que incurren los accionistas (propietarios) para controlar a los trabajadores. El directivo profesional detenta el control de los recursos empresariales y posee un gran peso en la fijación de los objetivos. El principal (accionista) intenta controlar al agente (directivos) por sus diferencias de intereses, lo que da lugar a una divergencia de objetivos entre los accionistas y directivos. Estos últimos son más adversos al riesgo que los accionistas. El principal le encarga al agente la realización de ciertas actividades económicas, dejando que éstos tomen las decisiones y el agente está de acuerdo en actuar defendiendo siempre los intereses del principal. Cabe destacar que el principal no conoce todo el trabajo y el esfuerzo que le supone al agente la realización de la tarea asignada, sólo ve el resultado final. Por lo tanto, se entiende como

una parte de la economía de la empresa relacionada directamente con el control de gestión.

### **5.1. Asimetría en la información**

Como mencioné anteriormente, los directivos y los accionistas no cuentan con la misma información, lo que da lugar a una asimetría. Una vez que el principal le encomienda un trabajo al agente, son éstos últimos los que cuentan con toda la información y toman las decisiones, eligiendo también que informar al principal y qué no, por lo tanto contarán con más información ya que son los que se encuentran dentro de la empresa y pueden ver todo el funcionamiento y los resultados de sus decisiones. El problema está cuando uno de los dos quiere beneficiarse con la información que posee.

### **5.2. Free cash flow**

Dentro de los conflictos entre los accionistas y directivos, podemos encontrarnos con el free cash flow, o recursos libres de tesorería, el cual se puede definir como los recursos que quedan a disposición de los directivos de la empresa una vez financiadas las oportunidades de inversión. El valor de la empresa en el mercado depende en gran medida del empleo que haga la dirección de free cash flow, es decir, decidir acerca de distribuir o retener el mismo. La dirección opta por la autofinanciación, ya que no quiere someterse al control de los mercados de capitales ni incrementar la probabilidad de fracaso de la empresa, además mantienen su status profesional y mayor seguridad en su empleo. En cambio, el accionista, prefiere que el free cash flow no sea retenido y le sea reembolsado en forma de dividendo, es decir, que sean

distribuidos y no estén en poder de la dirección. Esto da lugar a un conflicto entre los propietarios y accionistas. Según Jensen, el conflicto surge cuando la empresa genera una cantidad sustancial de free cash flow superior al necesario para financiar todos los proyectos de inversión con valor de capital positivo, lo que da lugar a que, en ocasiones, los directivos inviertan el free cash flow en procesos de diversificación o de crecimiento externo, aunque no se incremente el valor de mercado de la empresa. La política de endeudamiento, o el intercambio de las acciones por títulos de deuda, pondría fin a este conflicto, ya que la dirección estaría obligada a comprometerse de una forma efectiva a la distribución de los recursos libres de tesorería.

### **5.3. Financiamiento con o sin deuda**

Ahora examinemos ¿por qué las empresas no se financian casi enteramente con deuda? Existen varias razones:

- Los efectos de incentivos asociados con firmas altamente apalancadas:  
Con una estructura financiera altamente apalancada, el propietario-administrador va a tener un fuerte incentivo en involucrarse en actividades e inversiones que ofrezcan una alta rentabilidad, pero con una baja probabilidad de éxito. Si el proyecto es exitoso, él captura la mayor cantidad de las ganancias y si no funciona, los acreedores asumen los costos.

- Los costos de monitoreo que generan los efectos de estos incentivos:  
Los propietarios de la deuda buscarían limitar el comportamiento administrativo que tienda a la reducción del valor de la deuda (por ejemplo, de los bonos). Estas limitaciones se relacionarían con el pago de dividendos, emisión de

deuda futura, mantenimiento del capital de trabajo. Los costos relacionados con estas consideraciones, los costos para que se cumplan y la rentabilidad reducida de la firma (estas restricciones limitan la habilidad del administrador para tomar ciertas decisiones óptimas) van a ser significativas. En algún momento los propietarios de la deuda, tendrían que desempeñar la función administrativa. Estos costos asociados con los contratos serían los costos de monitoreo.

También debe considerarse que en la medida en que estos costos de monitoreo son más altos, el acreedor va a ajustar el precio que está dispuesto a pagar por la deuda. Adicionalmente, el administrador también va a considerar estos costos impuestos por los contratos en el acuerdo de deuda, ya que afecta la generación de flujos de caja futuros de la firma y reducen el valor de mercado de su patrimonio.

- Los costos de quiebra y reorganización:

La quiebra generalmente involucra el proceso de adjudicación que consume una fracción del valor restante de los activos de la firma. El costo de la bancarrota va a ser de interés de los compradores potenciales de obligaciones fijas, ya que su existencia reduce el flujo de caja que recibirán al suceder el evento de la bancarrota. Los costos de reorganización representan sólo una fracción de los costos asociados con la bancarrota. Por lo que un fenómeno que se ha dado, es la utilización de fusiones para evitar los costos de bancarrota. Los ingresos y costos operativos de una firma no son independientes de la probabilidad de quiebra. A medida que esta probabilidad se incrementa, los gastos operativos y los ingresos de la firma son afectados



adversamente.

En conclusión, los costes de agencia no incentivan el uso de deuda corporativa, como lo hace por ejemplo el escudo fiscal.

## **6. TEORÍA DE LA JERARQUÍA FINANCIERA (PECKING ORDER)**

La existencia de información asimétrica provoca que los inversores sean incapaces de valorar correctamente rentabilidad, así como la solvencia de las empresas. Este factor origina que los activos estén infravalorados.

Esta teoría se basa en la existencia de información asimétrica, es decir, que los directivos y los accionistas cuentan con diferente información. Los primeros son más adversos al riesgo que los segundos y cuentan con más información sobre el estado de la empresa, conocen los verdaderos rendimientos esperados de los proyectos (problemas de selección adversa).

Para minimizar estos costos, las empresas se basan en el pecking order y establecen un orden de elección para sus fuentes de financiamiento:

- 1) Las empresas prefieren la financiación interna (reservas)
- 2) La tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión
- 3) Aunque la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital
- 4) Si se requiere de financiación externa, la empresa emite primero los títulos más seguros (esto es, primero deuda, luego títulos híbridos como obligaciones convertibles, y recursos propios como último recurso para

la obtención de fondos).

En el caso de las reservas, los directivos no piden permiso, sino que se autofinancian, tiene un mayor margen de discrecionalidad, lo que podría traer conflicto con los accionistas debido a que éstos no cuentan con la misma información y pueden no considerarlo correcto.

En el caso de las deudas, el coste de la misma es menor al capital social, además de generar una reducción de impuestos.

Como puede observarse, esta teoría hace referencia a la jerarquía u orden de preferencia en la utilización de los medios o recursos financieros de la empresa. Al respecto Zambrano y Acuña (2011) afirman: “El Pecking Order hoy día tiene gran aceptación ya que hay muchas organizaciones de nuestro medio que no buscan la combinación óptima entre deuda y capital sino que más bien tratan en todo momento de financiar sus nuevos proyectos con recursos propios”. Entre los estudios más reconocidos sobre el tema están los de Myers (1984), quien es reconocido como el principal exponente de la teoría de la jerarquía de preferencias y quien afirma que las empresas prefieren financiarse con recursos internos mediante la reinversión de las utilidades para aprovechar las oportunidades de inversión en el mercado. También sostiene que las empresas cuando requieren recursos externos prefieren hacer uso de la deuda y cuando esta posibilidad se agota, se escoge la emisión de bonos.

## **7. POLITICA DE DIVIDENDOS**

Ante el problema existente en relación con el free cash flow, la dirección estará

inclinada en restringir la política de dividendos para disponer de mayores fondos retenidos para usarlos discrecionalmente, pero los accionistas optan por repartir esos fondos como dividendos para así poder ser ellos los que decidan en qué inversiones emplearlos, para así poder disminuir la discrecionalidad directiva. Como establece Jensen (1986), para minimizar el conflicto de agencia y maximizar el valor de la empresa, el pago del free cash flow debe dirigirse a los accionistas.

Además, existen otros dos factores que incentivan a los agentes a utilizar la política de dividendos: el incremento del recurso a los mercados de capitales y la reducción de los costes de agencia del capital ajeno. En efecto, con el reparto de dividendos, las empresas se ven obligadas a acudir en mayor medida a los mercados de capitales con el fin de obtener financiación para los proyectos de inversión. De esta manera, cuando la empresa demanda fondos en el mercado, también se somete al control que ejercen los mercados de capitales porque los nuevos proveedores de capital examinan la evolución y el funcionamiento de la empresa y controlan a la gestión. Además, si en estos casos se incrementa el capital en la empresa, con la consiguiente estabilidad de la deuda emitida, también se reducen los costes de agencia del capital ajeno.

El dividendo mitiga el problema de la aversión al riesgo de la dirección, ejerce una función de supervisión sobre la gerencia y reduce los problemas de agencia entre accionistas y obligacionistas. No obstante, hay que señalar que el dividendo puede resultar un mecanismo más laxo que la deuda para limitar el cash flow disponible por los directivos porque en el reparto de dividendos no existe la obligación contractual que sí incorpora la deuda.

Por lo tanto, una de las soluciones a los problemas de selección adversa sería

a través de la política de dividendos, lo que daría lugar a más control, ya que representan una fuente de flujos de efectivo para los accionistas y proporcionan información sobre el rendimiento presente y futuro de la empresa. La política que maximiza el valor de mercado de las acciones es la política de dividendos, ya que ésta incluye la decisión de pagar las utilidades como dividendos o retenerlas para reinvertir en la empresa. Una adecuada política de dividendos radicará el crecimiento óptimo de la empresa.

## **8. ANALISIS EMPIRICO**

Para poder llevar adelante este punto, se utilizó como referencia el trabajo de Cabrer y Rico: “Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas” publicado en el libro “Estudios de Economía Aplicada”, 2015.

Lo que intentamos determinar aquí es qué variables pueden afectar a una empresa y en qué magnitud.

Cabrer y Rico utilizan la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), que proporciona información económica y financiera de empresas españolas y portuguesas. Para poder obtener la cantidad de empresas españolas a analizar aplican una serie de filtros y toman los datos para el año 2013. Una vez obtenida la base de datos, realizan un análisis económico y financiero de dichas empresa, basándose en sus balances y separando a las empresas por sectores.

En éste trabajo, si bien utilizamos la misma base de datos, SABI, no hemos mantenido los filtros originales pero sí la relación porcentual para los sectores en relación a 50 empresas, que puede resumirse en la tabla que se muestra a continuación:

**Tabla 2**

Distribución sectorial de los datos de la muestra

Sector	Número	Porcentaje
Agricultura y ganadería	4	8,00%
Industria	8	16,00%
Construcción	2	4,00%
Comercio	36	72,00%
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>100,00%</b>

Las variables utilizadas, siguiendo dicho trabajo, así como su cálculo se pueden sintetizar como se muestra en la siguiente tabla:

**Tabla 3**

Definición de variables

Variable	Nombre	Definición/Cálculo
Endeudamiento	END	Fondos ajenos*100/Pasivo total
Tamaño	TAM	Logaritmo neperiano activo total
Garantía	GAR	Activo fijo*100/Activo total
Reputación	REP	Pasivo corriente*100/Pasivo total
Rentabilidad	ROA	Beneficio antes de impuesto*100/Activo total
Riesgo	RIE	Desviación típica resultados/beneficios
Crecimiento	CRE	Tasa de crecimiento activo total
Generación Recursos	REC	Cash-flow*100/Activo total
Coste deuda	CD	Gastos financieros*100/deuda total
Ventaja Fiscal	VFA	Valor 1 si la empresa presenta ventaja fiscal alternativa a la deuda
Bolsa	BOL	Valor 1 si la empresa cotiza en bolsa
Dummy 1	DUM1	1 para agricultura y ganadería

Dummy 2	DUM2	1 para industria
Dummy 3	DUM3	1 para construcción
Dummy 4	DUM4	1 para comercio

*Fuente: Elaboración propia*

Para facilitar la comprensión, el cálculo de las variables se puede explicar de forma sencilla de la siguiente manera:

- Endeudamiento (**END**): Cociente entre los fondos ajenos y el pasivo total.
- Tamaño (**TAM**): Logaritmo neperiano del activo total de las empresas.
- Garantía (**GAR**): Activo fijo sobre el activo total.
- Reputación (**REP**): Cabrer y Rico utilizan la calificación crediticia o rating que observan de la base de datos SABI. Dicha variable proporciona valores a la calificación del riesgo puntuándola con valores entre 1 y 10. El valor 1 indica fuerte riesgo crediticio y el valor 10 riesgo débil y elevada capacidad de hacer frente a las obligaciones. Ha sido imposible obtener esta información debido a que a que el apartado de “fortaleza financiera” en el cual se encuentra dicha información dentro de la base de datos SABI no está contratado por la UJI. Por lo tanto optamos por utilizar la fórmula recogida en algunos trabajos como por ejemplo “Manual de análisis financieros” Dupont (2012) donde se determina como el cociente entre pasivo corriente y pasivo total.
- Rentabilidad económica (**ROA**): Cociente entre en beneficio antes de impuestos y el activo total.
- Riesgo (**RIE**): Para el cálculo de dicha variable tomamos el cociente de los

resultados sobre beneficios desde el 2006 al 2015 (muchas empresas no tenían los datos de los años anteriores en SABI) y calculamos la desviación estándar.

- Crecimiento (**CRE**): Que porcentaje de aumento o disminución ha experimentado la empresa con respecto al período previo al cual estamos trabajando.
- Generación de recursos (**REC**): Cociente entre el cash flow y el activo total de la empresa.
- Coste Deuda (**CD**): Cociente entre gastos financieros y deuda total.
- Ventaja Fiscal (**VFA**): Diferencia entre los impuestos a pagar y los realmente pagados en relación con el activo total, que tal como lo indican Cabrer y Rico se resumen en la siguiente fórmula:

$$\text{VFA} = (\text{BAI} * 0,30 - \text{IMPUESTOS}) / \text{ACTIVO TOTAL}$$

Al igual que dichos autores, se ha considerado el tipo general del impuesto de sociedades del 30%.

Cabe esperar que el valor de VFA sea positivo o cero, esto es que los impuestos a pagar fuesen mayores o iguales a los realmente pagados. No obstante, nos ha pasado lo mismo que a los autores, al hacer el cálculo se obtuvieron valores negativos, como consecuencia de que existen empresas con beneficios antes de impuestos negativos. Por dicho motivo se ha optado por generar una variable ficticia que toma valor 1 para aquellas empresas en los que la variable VFA es positiva, y por tanto presentan ventaja fiscal alternativa a la deuda y 0 en caso contrario.

- Cotización en bolsa (**BOLSA**): Para éste punto, intentamos mantener un



porcentaje bajo al igual que los autores, en nuestro caso el 12%, dando lugar a 6 empresas de 50 que cotizan en bolsa. Hemos decidido crear una variable dicotómica asignando el valor 1 si la empresa cotiza en bolsa y de 0 si no lo hacen.

- Adicionalmente, hemos decidido crear 4 variables cuantitativas para recoger el sector productivo al que pertenece la empresa. Tal como lo hemos hecho anteriormente, se asigna el valor de 1 si se encuentra dentro del sector de agricultura y cero para las que no se encuentran (DUM1) y así sucesivamente para el sector de la industria (DUM2), construcción (DUM3) y comercio (DUM4).

Por su parte, la tabla 4 presenta los estadísticos descriptivos de las variables que se han tomado en consideración, sin tener en cuenta las cinco últimas (bolsa y dummies 1, 2, 3,4). Como puede observarse, la variable de riesgo es la que mayor coeficiente de variación muestra.

**Tabla 4**  
Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Mediana	Desviación típica	CV
END	58,52	70,29	29,04	0,50
TAM	16,16	17,00	2,71	0,17
GAR	49,24	52,15	23,96	0,49
REP	76,52	85,06	22,77	0,30
ROA	6,94	4,69	8,86	1,28
RIE	0,24	0,02	1,14	4,80
CRE	3,09	2,09	10,86	3,51
REC	8,81	8,71	7,26	0,82
CD	2,38	1,42	2,45	1,03
VFA	0,70	1,00	0,46	0,65

*Nota: CV es el estadístico coeficiente de variación*

*Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos SABI*

## 8.1. Resultados

La fórmula que se recoge a continuación permite determinar el nivel de endeudamiento real, utilizando los resultados obtenidos previamente

$$\text{ENDit} = \beta_0 + (1-\alpha)\text{ENDit-1} + \beta_1\text{TAMit} + \beta_2\text{GARit} + \beta_3\text{REPti} + \beta_4\text{RECit} + \beta_5\text{RIEit} + \beta_6\text{CREit} + \beta_7\text{CDit} + \beta_8\text{VFA} + \epsilon_{it} *$$

\*Para una mejor explicación del modelo véase Cabrer y Rico (2015)

Los resultados obtenidos de la estimación del modelo por mínimos cuadrados robustos, con la muestra de las empresas españolas consideradas, aparecen recogidos en la tabla que se presenta a continuación

**Tabla 5**

Resultados de la estimación de la ecuación

Variable explicativa	Coficiente	Estadístico t	p- value
END (-1)	0,915136	1,290941	0,0000
TAM	0,852574	1,205845	0,2360
GAR	0,013099	0,138747	0,8904
REP	-0,157971	-1,430841	0,1613
RIE	-0,938802	-0,427291	0,6718
CRE	0,139478	0,671668	0,5062
CD	0,406563	0,421985	0,6756
REC	-0,350538	-0,469936	0,6413
VFA	1,223122	0,282301	0,7794
BOL	-1,662161	-0,221016	0,8264
DUM2	11,359320	1,4,35512	0,1600
DUM3	10,154360	0,915009	0,3664
DUM4	10,061990	1,543505	0,1317

R-squared: 0,891137
Número observaciones: 50

*Fuente: Elaboración propia*

El p-value es una medida de significación estadística. Lo que quiere decir es que se rechaza la hipótesis nula si el p-value es menor al nivel de significación establecido de 0,05. Si el valor p es menor a 0,05, lo más verosímil es que la hipótesis de partida sea falsa.

En nuestro trabajo, la única variable que se encuentra por debajo de 0,05 es la de endeudamiento (END), mientras que las demás se encuentran por encima. Esto significa que el endeudamiento, en función a los datos analizados, es la única variable significativa, por lo que se rechaza la hipótesis nula de que el parámetro que acompaña a dicha variable es igual a cero. Ésta hipótesis coincide con el trabajo de Cabrer y Rico (2015).

Las variables tamaño (TAM), garantía (GAR) y reputación (REP), no son significativas, a diferencia de los resultados que arrojan Cabrer y Rico, que en su conclusión sí lo son, la primera positiva, que ayudaba a corroborar la teoría del trade-off, y la segunda negativa, que ayudaba a la teoría de las preferencias jerárquicas.

El riesgo (RIE) y la capacidad de generar recursos (REC), no son estadísticamente significativas, y aquí sí coincidimos con los autores.

Las variables de crecimiento (CRE), de coste de deuda (CD) y la ventaja fiscal (VFA), tampoco son significativas. En el caso de las dos primeras, se vuelve a contrastar con los autores pero por otro lado coincidimos con ellos en el

resultado de la ventaja fiscal (VFA).

Las variables restantes, bolsa y las dummies, no son significativas.

Como conclusión podemos arribar a que la única variable significativa es la de endeudamiento, no coincidiendo completamente con el trabajo de Cabrer y Rico (2015), ya que no hemos considerado el mismo número de empresas y la cantidad por sector tampoco es la misma.

## 9. CONCLUSIONES

El primer objetivo de este trabajo es realizar una revisión bibliográfica acerca de la estructura de capital, como se explica en el punto 2, y que puede resumirse en el siguiente cuadro:

<b>Teoría</b>	<b>Exponente</b>	<b>Comentarios</b>
Tesis Tradicional: Existe un nivel óptimo de deuda que maximiza el valor de la empresa	Graham y Dood (1940) Durand (1952) Guthman y Dougall (1955) Shwartz (1959)	Se apoya en la inexistencia de incertidumbre, supuestos sobre la estructura de tasas de interés y en la variabilidad del resultado de explotación. No determina un nivel óptimo de endeudamiento
Teoría de la Irrelevancia: La estructura de capital es irrelevante bajo mercados perfectos	Modigliani y Miller (1958)	Las críticas se basan principalmente en el proceso de arbitraje en los mercados financieros que asegura la validez de la tesis, la inexistencia de impuestos y el hecho que las firmas pueden ubicarse por grupo de riesgos
Teoría de la Relevancia: Las empresas deben endeudarse lo máximo posible para aprovechar los beneficios impositivos	Modigliani y Miller (1963)	No tienen en cuenta los costos de quiebra ni la existencia de beneficios adicionales a los de origen impositivo adicionales a la deuda

Teoría	Exponente	Comentarios
Teoría de la Irrelevancia (II): Considerando el impuesto personal en el análisis, la estructura de capital es irrelevante	Miller (1977)	Las tasas impositivas que considera no se encuentran actualmente en la realidad. No considera otras deficiencias de mercado que generan una estructura óptima de capital de las firmas, tales como problemas de agencia, ni considera el riesgo de bancarrota que surge de la deuda
Los costes de quiebra no son significativos y no inciden en la política de endeudamiento	Higgins y Schall (1975) y Haugen y Senbet (1978, 1979, 1988)	Subestimación del riesgo de quiebra. Deriva en un excesivo nivel de endeudamiento
Los costes de quiebra son significativos y se deben considerar en la determinación del ratio óptimo de endeudamiento	Baxter (1967), Stiglitz (1969), Kraus y Litzenberger (1973), Scott (1976) (1977), Altman (1984) y Kim (1978)	Se basan en la relación entre el beneficio impositivo de la deuda y los costos potenciales de quiebra sin considerar beneficios adicionales en términos de problemas de agencia
Existen costos de agencia. La estructura de capital se determina para mitigar dichos problemas	Jensen y Meckling (1976)	La búsqueda de atenuar dichos problemas pueden dar lugar a nuevos problemas de agencia que surgen entre accionistas y acreedores: sub inversión y sustitución de activos
Conflicto entre accionistas y directivos: Una mayor deuda disciplina a los directivos quienes son adversos al riesgo de quiebra	Leland y Pyle (1977) Stulz (1990)	La búsqueda de atenuar dichos problemas pueden dar lugar a nuevos problemas de agencia que surgen entre accionistas y acreedores: sub inversión y sustitución de activos
Existencia de ahorro fiscales diferentes a los originados vía endeudamiento	Deangelo y Masulis (1980)	Es sólo un cuestionamiento a las teorías que destacan los ahorros fiscales producto del endeudamiento. No es una teoría de estructura óptima de capital

Teoría	Exponente	Comentarios
<p>Problemas de agencia entre accionistas y acreedores: los accionistas pueden tomar decisiones que van en contra de los intereses de los acreedores (riesgos excesivos y/o sub inversión)</p>	<p>Jensen y Mecking (1976), Myers (1977), Hirshleifer y Thakor (1989) y Diamond (1989)</p>	<p>No es una teoría de estructura óptima de capital de la empresa, sino que considera un problema de agencia existente en la misma, entre accionistas y acreedores. No determina un nivel óptimo de endeudamiento</p>
<p>Teoría de Señales: La emisión de deuda actúa como una señal positiva que incide en el valor de la empresa</p>	<p>Ross (1977), Heinkel (1982), David y Sarig (1991)</p>	<p>No existe en la literatura una uniformidad de criterios acerca de las señales que se emiten con un mayor nivel de deuda.</p>
<p>Efecto clientela: Algunas personas por cuestiones impositivas pueden preferir que las empresas en que invierten no paguen dividendos en tanto que otro tipo de inversores demandarán altos dividendos por sus inversiones.</p>	<p>Kim (1982), Modigliani (1982)</p>	<p>No se busca en esta teoría la maximización del valor de la firma sino que surge de la búsqueda de maximización del beneficio de ciertos inversores</p>
<p>Teoría de la jerarquía de fuentes de financiamiento: existe un orden en la elección de las fuentes de financiamiento</p>	<p>Myers y Majluf (1984)</p>	<p>No determina un nivel óptimo de deuda, es una visión parcial del problema. No es fácilmente aplicable a nuevas firmas</p>
<p>La estructura de capital se ve afectada por la estrategia de competencia del mercado de producto</p>	<p>Brander y Lewis (1986)</p>	<p>Supuestos fuertes sobre la estructura de mercado, comportamiento de los managers y existencia de posibles acuerdos colusivos. Solamente aplicable para una configuración particular de mercado de producto</p>

Teoría	Exponente	Comentarios
La estructura de capital se ve afectada por las características del producto (unicidad, prestigio de la empresa)	Titman (1984) y Sarig (1988)	No se puede determinar fácilmente los beneficios y costos de la liquidación de la empresa. Nuevamente esta teoría es aplicable a casos muy particulares
El nivel de deuda va a ser mayor en empresas-blanco donde las ofertas públicas de adquisición (OPA) fracasan	Harris y Raviv (1988), Stulz (1988) e Israel (1991, 1992)	No determina un nivel óptimo de deuda y no es aplicable en un gran número de firmas.
Teoría de diseño de títulos valores que minimicen los problemas de agencia	Williams (1989), Bolton y Scharfstein (1990)	No es una teoría de estructura óptima de capital de la empresa, sino que ataca un problema de agencia existente en la misma.
Teoría de diseño de títulos valores que minimicen los problemas de control corporativo	Harris y Raviv (1989), Aghion y Bolton (1992)	No es una teoría de estructura óptima de capital de la empresa, sino que aborda un problema de agencia existente en la misma.
Teoría del Trade Off: La estructura de capital se optimiza en donde los costos marginales de la deuda igualan a sus beneficios marginales.	Chem y Kim (1979), Myers (1984) y Bradley, Jarrel y Kim (1984)	No existe mucha evidencia empírica del cumplimiento de dicha teoría, ni de la medición de los beneficios y costos marginales. Esto es por la existencia de diferentes problemas como asimetría informativa, restricción crediticia, problemas de agencia, entre otros
Teoría de diseño de títulos valores que minimicen los problemas de información asimétrica	Stein (1992)	No es una teoría de estructura óptima de capital de la empresa, sino que aborda un problema existente en la misma
Diferencias en el nivel óptimo de deuda entre accionistas y directivos	Novaes y Zingales (1995)	No es aplicable al caso donde existe concentración de la propiedad accionaria o en casos donde el accionista es además directivo

*Fuente: Tesis "Análisis de la Estructura de Capital de las Firmas y sus Determinantes en América Latina", Horacio Daniel Pozzo*



El segundo objetivo del trabajo es examinar la evolución de las teorías sobre la estructura de capital, como se explica del punto 3 al 7. A continuación, a modo de resumen, en el siguiente cuadro se muestran las más significativas:

	<b>Teoría de la irrelevancia</b>	<b>Teoría de Trade off</b>	<b>Teoría Pecking order</b>
<b>Valor de la empresa</b>	Es igual al promedio de los retornos esperados de los activos de la empresa antes de impuestos e intereses sobre su costo de capital promedio ponderado. Por tanto, es independiente de la estructura de capital de la empresa, considerando que los mercados son perfectos, conducta racional de los inversores, no consideran costes de quiebras y e beneficio futuro es constante.	Es igual al valor presente neto del rendimiento que podría obtenerse con futuras inversiones. El nivel y las características de la deuda que la empresa contraiga, limitarán las decisiones de inversión y, por ende, afectarán su valor. La empresa se adapta a un nivel de endeudamiento óptimo. Tiene en cuenta los costes de quiebra.	Es igual al valor presente neto del rendimiento que podría obtenerse con futuras inversiones. Sin embargo, ese valor no se conoce con certeza. Ello implica que no se sabrá si los retornos esperados superarán o no el costo de financiación. Se basa en la existencia de información asimétrica. Primero buscan la autofinanciación, en segundo lugar deuda y en tercero aumento de capital
<b>Estructura óptima de capital</b>	No se busca una estructura óptima de capital ya que es irrelevante en el valor de la empresa	Afecta el valor de la empresa, por lo que se busca una estructura óptima de capital.	No se busca una estructura óptima de capital, sino la elección de las fuentes de financiación más baratas, siguiendo un orden

Aún no hay una teoría general acerca de la estructura financiera de una empresa, es un tema que se sigue estudiando y está en constante cambio.

Cada una de las teorías muestra un enfoque diferente, partiendo siempre de la teoría tradicional de Modigliani-Miller.

Se puede concluir que:

- En ausencia de impuestos, no hay beneficios, en términos de creación de valor, para aumentar el efecto palanca.
- En presencia de los impuestos, tales beneficios, a modo de escudo fiscal

interés, qué se acumulan cuando se introduce el apalancamiento y/o se incrementa, lo que lleva a un trade off entre el efecto positivo y negativo de la deuda en el valor de la empresa.

El tercer y último objetivo del trabajo es definir los factores que determinan que una empresa esté más o menos endeudada. Para ello se ha realizado un análisis empírico en donde se ha especificado y estimado un modelo que trata de explicar el nivel de endeudamiento de la empresa en función de sus características financieras y de su balance.

Al analizar los resultados obtenidos, se puede afirmar que ninguna de las teorías está totalmente corroborada. Este tema es muy contradictorio, ya que diferentes trabajos de investigación y análisis empíricos pueden ratificar ciertas teorías, mientras que otros plantean ciertas dudas a la hora de reafirmarlas.

En nuestro trabajo, en función a la base de datos creada, podemos concluir que la única variable significativa es la de endeudamiento, mientras que las otras resultaron no ser significativas.

## **10. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS**

LOZANO GARCÍA MARÍA BELÉN, DE MIGUEL HIDALGO ALBERTO, PINDADO GARCÍA JULIO. (2004) “El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución”. Tribuna de economía, páginas 225-241.

COHEN RUBEN D. (2012). “An Implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on the Relation between Equity and Debt”. Páginas 1-5.

AZOFRA PALENZUELA VALENTÍN, FERNÁNDEZ ÁLVAREZ ANA ISABEL. (1999). “Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones MM. Teorías y realidades”. Páginas 122-136.

MONDRAGÓN-HERNÁNDEZ SONIA ALEXANDRA. (2011). “Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias”. Cuadernos de contabilidad, páginas 165-178.

JOAQUÍN VERGÉS. (2000). “Control e incentivos de la gestión empresarial”

RODRIGUEZ SANZ JUAN ANTONIO, VALLELADO GONZÁLEZ ELEUTERIO. “Problemas de agencia y endeudamiento en la empresa española”. Trabajo de investigación, páginas 11-15.

ZAMBRANO VARGAS SANDRA MILENA, ACUÑA CORREDOR GUSTAVO ADOLFO. (2013). “Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S.A. E.S.P.” Trabajo final de maestría de la Universidad Nacional de Colombia, páginas 208-209.

MILLER MERTON H. (2009). “Las proposiciones de Modigliani y Miller pasados treinta años”. Revista Asturiana de Economía, 43, 7-35.

FERNANDEZ RUIZ, JORGE. (2004). "La teoría de juegos como herramienta para el análisis de problemas financieros". *Análisis Económico*, vol. XIX, núm. 40, página 15.

POZZO, HORARIO DANIEL. (2005). "Análisis de la Estructura de Capital de las Firms y sus Determinantes en América Latina". Trabajo de tesis de la Universidad Nacional de La Plata.

Cabrer, B. y Rico, P. (2015). "Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas". *Estudios de Economía Aplicada*, 33, páginas 520-528.

**Direcciones web de interés (Revisadas a fecha 07/09/2017)**

<http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/teorema-de-Modigliani-Miller.htm>

<https://docs.google.com/document/d/13mp7UOnjSXhWSntF2iz4T5YOLD0plum84emWeKJkau4/edit?hl=en>