

2015

RELACIÓN ESTRUCTURA FINANCIERA VALOR DE EMPRESA

Revisión bibliográfica y contraste empírico

Trabajo Final de Máster en Gestión Financiera y Contabilidad Avanzada





Relación Estructura Financiera Valor de Empresa: Revisión bibliográfica y contraste empírico

Resumen

El objetivo de este trabajo es por una parte, realizar una revisión bibliográfica sobre la relación entre estructura financiera y valor de empresa y la evolución que este tema ha experimentado desde que Modigliani y Miller postularan su primer trabajo en el año 1958. Por otro lado, también pretendemos identificar cuáles son los factores determinantes de la estructura de capital mediante el análisis de los datos de una muestra de 100 empresas españolas obtenidos mediante la base de datos SABI. Los resultados que obtenemos nos sirven para determinar que no existe una única teoría que explique la estructura de capital de las empresas. Por su parte el endeudamiento aumenta a mayor tamaño de la empresa y menor coste de deuda. Las empresas que participan en bolsa serán las más endeudadas y aquellas empresas con escasa calidad crediticia actúan de distinta forma que las que presentan una mayor calidad crediticia.

Palabras clave: Estructura financiera, endeudamiento, tamaño de las empresas, trade-off theory, pecking order theory

Relationship between Financial Structure and the firm Value: Bibliographic revision and empirical contrast

Abstract

The objective of this paper is, on the one hand, to make a bibliographic revision about the relationship between financial structure and enterprise value, and the evolution that this topic has experimented since Modigliani and Miller published their first work in the 1958 years and moreover to know which new theories have appeared since then. On the other hand, we also try to identify which are the most important factors for the capital structure using the assay about 100 Spanish companies that we have taken of the SABI database. The results that we have obtained show us that there isn't a single theory to explain the company's financial structure. Moreover, the indebtedness increases when the company is bigger and the company has a less debt cost. The company that has a participation in the stock market have the biggest indebtedness and those who have the worst credit rating have a different movement than those who have a good rating.

Key words: Capital structure, leverage, size, trade off theory, pecking order theory



INDICE

1- Introducción y objetivos.....	1
2- Modelos clásicos.....	3
2.1- Teoría del “tradeoff” o equilibrio estático.....	5
2.2- Teoría de agencia.....	8
2.2.1- Conflictos de interés entre los accionistas y los dirigentes de la empresa.....	9
2.2.2- Conflictos existentes entre accionistas y proveedores de deuda de la empresa.....	10
2.3- Información asimétrica.....	11
2.3.1- “Signalling theory”	13
2.3.2- Teoría del “Pecking order”	14
2.4- Política de dividendos.....	14
3- Análisis Empírico.	17
3.1- Resultados.....	22
3.2- Conclusiones.....	24
4- Bibliografía.....	26



1- INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

En el siguiente trabajo analizaremos uno de los aspectos fundamentales para el correcto funcionamiento de una empresa como es la relación existente entre la estructura financiera y el valor de la empresa..

Esta temática ha sido objeto de análisis por parte de muchos autores desde que hace ya más de cincuenta años, dos importantes economistas introdujeran sus proposiciones de irrelevancia sobre el valor de la empresa en el año 1958 en su trabajo “The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, dichos autores fueron Franco Modigliani (quien obtuvo el premio Nobel de Economía en 1958 por este trabajo y también por otras contribuciones) y Merton Miller (premio Nobel de Economía en el año 1990 junto con Markowitz y William Sharpe).

El teorema Modigliani-Miller (1958), 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. Oponiéndose al punto de vista tradicional, el teorema establece que es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda. También es indiferente la política de dividendos. Miller explicó esto con palabras muy claras: No importa cómo se reparta la financiación de una empresa, sino aquello que se están financiando.

Este trabajo supuso el punto de partido para un nuevo análisis sobre la estructura financiera por parte de muchos autores, puesto que esta tesis supuso la aparición de innumerables críticas, de manera que progresivamente se consiguió relajar de manera sistemática la hipótesis inicial que postulaban Modigliani y Miller por lo que, en 1963 estos dos economistas presentaron un trabajo similar al inicial pero contemplando la existencia de dichas imperfecciones

Este hecho se consiguió mediante la introducción de las distintas imperfecciones que afectaban a los mercados de capitales y provocaban una alteración del comportamiento financiero de la empresa.

Considerando estos elementos omitidos en el trabajo inicial se llegaron a postular diferentes teorías como por ejemplo la teoría del equilibrio estático o teoría del tradeoff.



Como podemos observar, el tema que vamos a tratar de abordar tiene una gran importancia en la temática financiera actual, pues se centra en determinar cuál será la relación óptima de recursos en las empresas, además existen trabajos recientes como por ejemplo el de Weill (2002, Determinants of Leverage and acces to Credit: Evidence os western and Eastern Europe Countries), Allayannis (2003, Capital Structure and Financial Risk: Evidence From Foreign Debt Use in East Asia), Azofra y Fernandez (1999, Las Finanzas Empresariales 40 Años después de las Proposiciones de MM. Teorías y Realidades), que evidencian dicha importancia.

Pero la relevancia de este tema no se queda sólo en el mundo académico, con frecuencia encontramos diferentes noticias en los medios de comunicación que hacen referencia a la estructura de capital de todo tipo de empresas en nuestro país. Un ejemplo seria algunas de las noticas financieras que podemos encontrar en el periódico “La Razón” con noticias como “Una tendencia imparable en la financiación de empresas” noticia que pone de manifiesto la diversificación en la obtención de recursos, noticia que ha sido publicada en Julio de 2015

El objetivo de este trabajo es, a partir de una revisión bibliográfica, examinar la evolución de las teorías sobre estructura de capital que se han ido formando desde el año 1958, con el fin de poder evidenciar los diversos enfoques surgidos alrededor de éste concepto a partir del análisis de las obras de diferentes autores. Además como podremos observar, mostraremos que a pesar de la evolución en el estudio de la estructura de capital, aún no ha sido posible llegar a un consenso con respecto a cuál es la teoría que mejor se acerca a las condiciones financieras tanto externas como internas que puede afrontar una compañía. Las principales teorías que analizaremos la teoría del tradeoff, la teoría de agencia, el pecking order, la información asimétrica, la teoría de señalización, y la política de dividendos. También trataremos de realizar un contraste empírico por lo cual realizaremos una parte práctica en la que intentaremos analizar un determinado número de empresas y así poder valorar como afectan las diferentes decisiones de inversión al endeudamiento de dichas compañías.

Estos objetivos han sido perseguidos por diferentes autores como por ejemplo Vendrell (2007) en su tesis “La dinámica de la estructura de capital, evidencia para la empresa industrial Española”, o también por los autores Cabrer y Rico (2015) en su estudio llamado “Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas”. Será sobretodo este último trabajo el que trataremos de analizar con más detenimiento pues presenta un análisis empírico similar al que pretendemos realizar.



Para ello realizaremos un estudio de carácter empírico en el cual analizaremos los balances de un total de 100 empresas que obtendremos utilizando la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Dichos datos los utilizaremos con el objetivo de intentar replicar el trabajo de Cabrer y Rico (2015), los cuales presentan un estudio más amplio en cuanto a empresas analizadas y con los balances de 2013. Nosotros centraremos nuestro trabajo en el análisis de los últimos balances presentados por las empresas para más tarde explicar cuáles son los elementos que tienen una mayor relación con el endeudamiento de las compañías. Como veremos al final del trabajo variables como el tamaño de la empresa, la garantía, la reputación o valoración crediticia, el coste de la deuda o la obtención de ventaja fiscal tienen relación directa con el tamaño de la deuda de las empresas.

Para conseguir los objetivos descritos presentamos en el siguiente trabajo una estructura en la cual dividiremos el mismo en dos partes.

En el primero analizaremos una introducción de las principales teorías con las cuales se inicia el estudio del endeudamiento a partir de los 50. Dentro del mismo apartado realizaremos una revisión bibliográfica en la cual mostraremos y analizaremos las diferentes teorías que han ido surgiendo a lo largo del tiempo por distintos autores. El siguiente apartado nos servirá para realizar nuestro estudio empírico, explicando los criterios utilizados de manera más exhaustiva así como los resultados obtenidos y las conclusiones. Finalmente se muestra la bibliografía utilizada.

2- Revisión bibliográfica: MODELOS CLASICOS

En este apartado se presentará una revisión bibliográfica de los principales estudios que hacen referencia al objetivo de nuestro trabajo (relación entre estructura financiera y valor de la empresa). Una vez presentada la primera teoría de M&M así como sus tres famosas proposiciones analizaremos en subapartados las diferentes teorías obtenidas mediante el estudio de esta teoría, así pues nos encontraremos en el primer subapartado con la teoría del tradeoff, en el 2.2 analizaremos la teoría de agencia (junto con los diferentes conflictos entre grupos de interés), el siguiente apartado analizaremos la información asimétrica y como punto final de este apartado la política de dividendos.



La función financiera de las empresas ha experimentado una fuerte evolución desde el inicio de estas a medida que iban creciendo y hasta que se formaron las fuertes compañías que hoy en día conocemos como multinacionales.

Algunos autores como Zubizarreta (1992) afirman que en sus orígenes, la estructura financiera de las empresas era meramente descriptiva, posteriormente, esta fue evolucionando de manera progresiva, ya cobraba una mayor importancia pues se encargaba de la búsqueda de los recursos necesarios para poder llevar a cabo aquellas operaciones que resultaban más beneficiosas para la empresa. Es en los años 30, con la aparición de una fuerte crisis donde la información financiera se ve acrecentada.

La importancia sobre la necesidad de establecer una estructura de capital óptima y de cómo determinarla ha cobrado una gran relevancia desde la publicación del trabajo de M&M hace ya más de cinco décadas.

La tesis de M&M (1958) trata de establecer la relación entre el valor de la empresa y su estructura financiera. Estos dos autores defienden en su trabajo que la estructura financiera no tendrá ningún efecto sobre el valor de la empresa.

Bajo una serie de hipótesis, tales como la suposición de mercados de capitales perfectos, conducta racional de los inversores etc. y la presentación de tres proposiciones, estos autores tratan de explicar la irrelevancia de la relación anteriormente escrita.

Dichas proposiciones son:

1- En los mercados perfectos, el valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura financiera, y esta se obtiene mediante el descuento de los beneficios esperados a un tipo de descuento idéntico para todas aquellas empresas que compartan el mismo riesgo.

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

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



2- El tanto esperado de rentabilidad de las acciones es función del endeudamiento

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

3- En cuanto a las decisiones de inversión, la financiación de estas es indiferente para los accionistas. Solo se realizara aquellas inversiones con una $TIR > K_0$.

El problema a dicha tesis reside en las hipótesis tomadas inicialmente, pues los mercados no son perfectos y es esto precisamente lo que provoca las desviaciones en sus proposiciones.

Por otra parte, la existencia de impuestos provoca un ahorro fiscal derivado de la deducibilidad de los intereses, por lo que, el valor de la empresa endeudada es superior al de una empresa similar pero sin deudas que provoquen la deducibilidad de sus intereses. Por lo que observamos con estos datos podemos afirmar que las políticas financieras tienen influencia sobre el valor de la empresa.

Con relación al nivel de endeudamiento debemos afirmar que a medida que dicho nivel aumenta también se incrementan las posibilidades de insolvencia, lo cual afectara al valor de la empresa. A este efecto se le denomina "**tradeoff**" o "**teoría del equilibrio estático**".

2.1. TEORIA DEL TRADEOFF O EQUILIBRIO ESTATICO

La teoría del "tradeoff" tiene en cuenta el riesgo que soporta la empresa de sufrir dificultades financieras si solamente se contempla la ventaja impositiva de la deuda y esta se endeuda sin contemplar un límite alcanzando entonces el máximo nivel que propugnan Modigliani y Miller en su tesis.

Esta teoría afirma que el sobreendeudamiento puede llevar a la empresa a una situación de dificultad financiera en la que aparecen problemas tales como el afrontamiento de pagos. Si la empresa entra en esta dificultad de manera continua se puede llegar al extremo de que se encuentre en una situación de insolvencia o de quiebra.

Con este nuevo enfoque se establece un límite al endeudamiento debido a los costes derivados de las dificultades financieras ya descritos, que contrarrestan los beneficios



fiscales de la deuda. Dichos costes pueden ser de dos tipos, directos (gastos de tipos legal como administrativos etc.) y indirectos (como podría ser la pérdida de confianza de proveedores y clientes así como un deterioro de la imagen de la empresa etc.).

Según la tesis del tradeoff, podemos afirmar que existe una combinación óptima entre recursos propios y ajenos que maximiza el valor de la empresa.

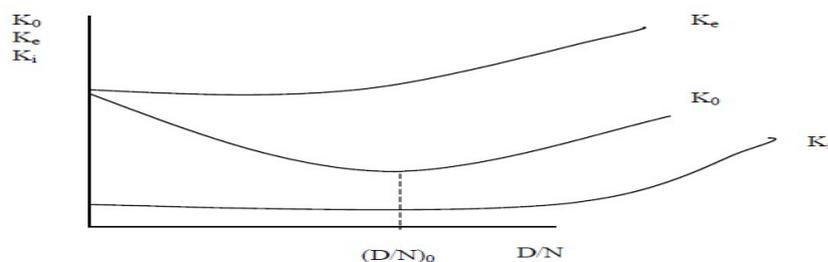


Figura 1: Estructura financiera (k_e) y costes de recursos propios (k_i) y coste medio ponderado del capital (k_0).

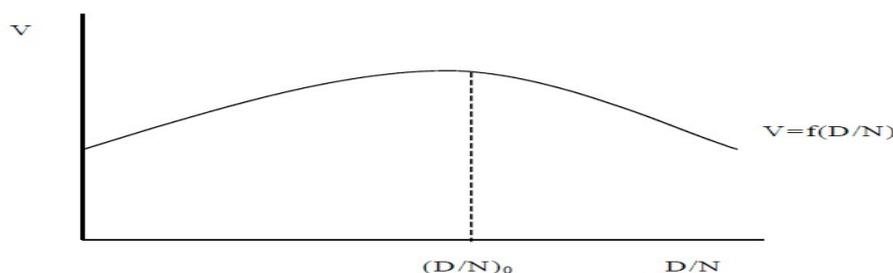


Figura 2: Relación Estructura financiera y valor de empresa

Si analizamos las gráficas expuestas en las figuras 1 y 2, podemos observar como el coste de los recursos propios de la empresa (K_e) es constante hasta que llegan a un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual empiezan a crecer, esto se debe al comportamiento de los accionistas. Estos agentes estarán dispuestos a participar patrimonialmente en el crecimiento de la empresa para que pueda llevar a cabo determinados proyectos de inversión, pero una vez la empresa llega a un cierto nivel de endeudamiento con ellos, le exigirán un mayor interés puesto que el riesgo de insolvencia, es decir, el riesgo de perder su dinero, aumenta.

Por lo que respecta al costes de los recursos ajenos (K_i), la recta experimenta una evolución parecida a la de K_e , pero llegados al punto de fuerte crecimiento, el de esta recta es menor al de la financiación propia



Analizadas estas rectas podemos afirmar que, llegado el punto de crecimiento del coste de los recursos, es conveniente sustituir los recursos propios por los ajenos pues se obtiene un fuerte ahorro de capital para la empresa.

Pasamos ahora a analizar la importancia de los impuestos y de los costes de quiebra a la hora de valorar esta tesis. Para explicar esta importancia podemos tener en cuenta la existencia de dos empresas de idénticas características, la única diferencia importante es que una de ellas presenta una serie de deudas con proveedores de fondos, de las cuales puede desgravarse los intereses a la hora de presentar el impuesto sobre sociedades. Dicho esto podemos establecer que el valor de la empresa con deudas es igual al valor de la empresa sin deudas más el ahorro fiscal obtenido por el pago de intereses. No obstante, este ahorro fiscal que afectará de forma positiva al valor de la empresa puede venir compensado por los costes de insolvencia derivados del mayor endeudamiento y riesgo financiero de la empresa. Existe, por lo tanto un equilibrio o trade-off entre ambos conceptos que viene explicado de forma muy clara en el figura 2. El valor de la empresa aumenta al aumentar el grado de endeudamiento hasta su punto máximo a partir del cual dicho valor disminuye, consecuencia directa el efecto negativo de los costes de insolvencia.

La consideración del impuesto de sociedades así como los costes de quiebra, provoca que M&M se vean obligados a revisar sus proposiciones, en particular la primera que hace referencia a que el valor de la empresa es constante e independiente del nivel de endeudamiento. Dicha revisión se hace pública en el año 1961, en un trabajo que si incluye dichas limitaciones.

Dentro de los costes de insolvencia podremos incluir los dos tipos de costes que hemos descrito en la introducción de este apartado y que vamos a describir ahora con más ejemplos:

- a) Costes explícitos, como son los honorarios de abogados y demás profesionales que intervengan en el proceso de suspensión de pagos o quiebra, tasas judiciales, etc.
- b) Costes implícitos de difícil cuantificación como la pérdida de imagen de la empresa que entra en suspensión de pagos, mayores costes de financiación, un mayor salario a los trabajadores, pérdida de directivos claves, etc.



2.2. TEORIA DE AGENCIA

La teoría de la agencia se introduce debido a la existencia de nuevos efectos tanto positivos como negativos de la deuda sobre el valor de la empresa.

Esta teoría define a la empresa como una mera ficción legal que sirve como nexo de relaciones contractuales entre agentes económicos individuales.

Esta teoría se introduce por primera vez a partir de los años treinta de manos de investigadores tales como Berle y Mens en su trabajo "The modern corporation and privaty property" (1932) y Coase "The nature of the firm" (1937). Estos autores centraron su atención en grandes empresas que poseían un capital repartido entre un gran número de accionistas, los cuales poseían una fracción mínima de capital total de la empresa, esto no les permitía poseer el control sobre las decisiones que los directivos tomaban.

Debido a esta situación, estos investigadores afirman que los intereses de los directivos y de los accionistas tienen escasos puntos en común por los siguientes motivos: los directivos son personas que van en busca del prestigio, buscan obtener la máxima rentabilidad personal posible y también ganar el máximo control de la empresa posible, y por esto tratan de imponer sus objetivos personales, a diferencia de los accionistas que solo buscan los beneficios monetarios (García 2003).

Como ya hemos descrito, cada uno de los grupos de interés tiene objetivos distintos en la empresa que pretenden maximizar su propia función de utilidad. Aquí reside el problema, pues sus intereses suelen ser divergentes por lo que se desencadenaran una serie de conflictos que denominaremos problemas de agencia, dichos problemas provocaran un aumento de la riqueza de unos de los grupos a costa de la reducción de la riqueza del otro grupo.

También es importante destacar la importancia en el nivel de información, pues la diferencia de información entre los grupos de interés provocará también una asimetría informativa. Dicha asimetría afecta a la toma de decisiones financieras de la empresa y conlleva a los denominados costes de agencia. Tal como destaca entre otros Bebczuk, R (2000) "Información Asimétrica en Mercados Financieros". Autores como Fama y Miller (1972) y Ross (1977) y otros, inician la construcción de la teoría de la agencia considerando los conflictos de interés entre los principales grupos de interés de la empresa.



Los principales problemas de agencia que son planeados dentro de un contexto empresarial son:

- Los conflictos de interés entre los accionistas y los dirigentes de la empresa.
- Los conflictos existentes entre los accionistas y los proveedores de deuda de la empresa.

En cuanto al primer conflicto, el aumento del capital propio aumenta los costes de agencia. En este caso la emisión de deuda puede disminuir los conflictos de interés entre los diferentes grupos intervinientes y se aumenta el valor de la empresa.

Por otro lado y analizando el segundo punto, los costes de agencia aumentan cuando mayor sea el nivel de endeudamiento, produciendo en este caso la emisión de deuda se consigue una disminución del valor de la empresa

Por lo tanto podemos afirmar que cuando la empresa aumenta o disminuye el nivel de endeudamiento provoca diferentes variaciones entre los distintos conflictos de interés por lo que habría que valorar una combinación adecuada de la financiación en cuanto a deuda y capital para alcanzar un punto óptimo.

A continuación vamos a analizar más detenidamente estos distintos conflictos de interés.

2.2.1. Conflictos de interés entre los accionistas y los dirigentes de la empresa.

En este caso, los conflictos surgen debido a la separación entre propiedad y gestión directa de la empresa.

Ambos grupos tiene como objetivo principal el de maximizar de manera económica su participación en la empresa pero, además de esto, los directivos tiene adicionalmente como objetivo el de garantizar su propio puesto de trabajo así como el crecimiento de la empresa. Según indica Vendrell (2007), "las actuaciones oportunistas que pueden realizar los directivos y que incidirán en las decisiones financieras pueden ser de tres tipos diferentes:"

- Perquisites o consumo extra de beneficios no pecuniarios (Jensen y Meckling, 1976): Este hecho se produce cuando los directivos no pueden beneficiarse de las ganancias en la misma medida que los accionistas, por lo tanto, estos agentes podrán tomar decisiones oportunistas que los beneficien



exclusivamente a ellos provocando en consecuencia que no se maximice el valor de la empresa.

- El problema de sobreinversión o de free cash flow: Esta situación se produce cuando las empresas generan una cantidad de cash flow superior al que necesitan para poder financiar todos los proyectos de inversión. Es aquí donde se produce el conflicto, pues los inversores preferirán que dicho exceso les sea retribuido mientras que los directivos, en el caso de no obtener beneficios personales con la distribución de los resultados, preferirán llevar a cabo nuevas inversiones para maximizar el valor de la empresa.
- El problema de renunciar a liquidar la empresa: Esta problemática (véase Bebczuk, R (2000)) fue introducida por Harris y Raviv en 1990, en este trabajo se presenta el supuesto caso de que la empresa tiene un valor de liquidación que es superior al valor de sus activos. En este caso los conflictos se producen debido a que, para los accionistas dicha liquidación resultaría muy ventajosa pero sin embargo los directivos de la compañía tendrían un gran interés en evitarlo pues supondría la pérdida de sus puestos de trabajo.

2.2.2. Conflictos existentes entre accionistas y proveedores de deuda de la empresa

En este caso y como hemos descrito anteriormente, los conflictos aparecen cuando la empresa utiliza deuda para financiarse. La relación que mantiene cada uno de estos agentes con la empresa es distinta, pues los accionistas simplemente tienen una relación caracterizada por la responsabilidad limitada al capital mientras que los acreedores aportan una serie de recursos que les son remunerados a un tipo de interés fijado con anterioridad a la aportación de dichos recursos.

Cuando se contempla la posibilidad de que la empresa tenga dificultades financieras dichos conflictos de interés se ven acrecentados. Según postula Ana Vendrell en su tesis "Las políticas o comportamientos discrecionales concretos que pueden llevar a cabo los accionistas, provocan unas decisiones de inversión ineficientes que provocan una disminución del valor de la empresa". Dichas actuaciones pueden ser de tres tipos:



- Tal como señala Bebczuk, R (2000): según Jensen y Meckling (1976), una de estas actuaciones es la realización de proyectos de inversión arriesgados o problema de sustitución de activos que suponen la transferencia de riqueza de obligacionistas a los accionistas
- La no realización de proyectos con VAN positivo cuando dichas inversiones no reportan ningún beneficio a los accionistas.
- El problema de la renuncia a liquidar así como la toma de decisiones cortoplacistas.
-

2.3- INFORMACIÓN ASIMÉTRICA

Cuando existe un contrato mediante el cual un sujeto le presta a otro, recursos económicos se suelen establecer una serie de derechos y de obligaciones. Normalmente, aquel sujeto que recibe el dinero se compromete a devolver la totalidad de lo recibido más un interés pactado con anterioridad. Es aquí donde entra el factor de incertidumbre, pues una vez prestado el dinero nunca se tiene la total seguridad de que se va a recuperar, ni de que el interés pactado será abonado en su totalidad pues entre las dos partes simplemente existe una promesa de cumplir el contrato establecido. El prestatario tampoco conoce con certeza que el sujeto al cual le ha prestado el dinero le haya informado de manera totalmente fiel su situación financiera ni tampoco conoce con certeza que el dinero prestado sea invertido en el proyecto correspondiente. Estos problemas crean lo que comúnmente conocemos como información asimétrica y podemos distinguir tres clases distintas:

- Selección adversa: En ese caso, hacemos referencia a un acreedor, el cual debe proporcionar crédito y puede elegir entre diferentes proyectos, la problemática viene cuando el acreedor no es capaz de reconocer el riesgo de cada inversión. Es lógico pensar que el sujeto que quiere facilitar su dinero elegirá aquellos proyectos con un menor riesgo, es por eso que muchos empresarios prefieren esconder el riesgo de sus proyectos para así obtener una mayor facilidad de financiación.
- Riesgo ético: En este caso hablamos de la posibilidad que existe de que, la persona que recibe el dinero lo utilice para fines distintos a los acordados con



el prestatario, el decir, en proyectos de inversión los cuales desconoce el propietario de los fondos.

- Costos de monitorización: Al poseer ventaja informativa, los deudores pueden asegurar que tienen unas ganancias inferiores o superiores a la reales

Siguiendo con esta dinámica, vamos a centrarnos dentro de la teoría de agencia el modelo que explica la diferencia de información que existe entre los directivos y los accionistas de la empresa. En este modelo se asume que los directivos tienen información privada sobre distintos aspectos económicos de la empresa que es desconocida por los accionistas. Esto afectará tanto cuando se trata de conocer las características de los proyectos de inversión por quienes tienen que aportar los fondos externos, como controlar como se usan dichos fondos una vez ya se han facilitado a la empresa.

Debido a este hecho, surgen los conflictos de agencias relacionados con la información empresarial, pues si nos ubicamos en una empresa que está solicitando fondos, los inversores externos debido a esta carencia de información exigirán una mayor retribución financiera superior. Debido a este hecho, podemos afirmar que dicha exigencia resultará perjudicial para los inversores pues reduce la calidad de las empresas demandantes al tener que devolver una mayor cantidad de dinero.

Una vez subvencionados los fondos pasamos al siguiente conflicto de este apartado, más relacionado con el riesgo moral, pues cuando ya se ha facilitado el dinero se contempla la posibilidad de que la empresa altere su comportamiento.

Debido a ello, algunos autores afirman que la estructura financiera es utilizada como mecanismo de información al mercado o a los inversores (esta teoría recibe el nombre de signalling theory).

Por otro lado, algunos autores como Myers (1984) afirman que la estructura financiera es utilizada para disminuir las ineficiencias de inversión de la empresa causadas por la asimetría informativa (teoría del pecking order).



2.3.1- SIGNALLING THEORY

La teoría de la señalización, en economía, estudia los mecanismos utilizados en algunos mercados que resuelven los problemas de desequilibrio en la información. La utilización, bajo ciertas condiciones, por los participantes en un mercado, bien informados, que mejoran los resultados de sus transacciones al señalar su información privada a la contraparte que no tiene medios, en principio, para distinguir adecuadamente. Es decir, los directivos comparten la información que poseen con los accionistas para que estos sepan en qué condiciones y para que están prestando su dinero así como las condiciones en que se realizaran las inversiones.

Esta teoría surge con trabajos como el de Akerlof (1970) "The market for lemons" (1970) y se basa en el fundamento de que los directivos tienen información la cual desconocen los inversores. La principal problemática observada por esta teoría hace referencia a que en un contexto de información imperfecta las empresas "buenas" no se diferencian de las "malas". Este hecho provoca que las empresas "malas" se hacen pasar por "buenas" debido a que esto puede reportar importantes beneficios, esta estrategia es conocida por los inversores por lo que se tiende a clasificar a la totalidad de las empresas como "malas".

Aquí es donde interviene la estrategia de las empresas, pues aquellas empresas cuyo producto destaque tenderán a emitir señales que las distinguan del resto, teniendo en cuenta siempre que dichas señales tienen que tener la suficiente fuerza como para que no sean replicadas por las empresas "malas". Un ejemplo podría ser el pago de grandes dividendos (las empresas buenas suelen tener exceso de liquidez mientras que las empresas malas suelen preferir la inversión de este exceso antes que la emisión de dividendos a los accionistas). También podemos destacar el uso de garantías (la empresa refleja al mercado seguridad en su producto), la utilización de fondos propios (el hecho de que una empresa decida arriesgar su propio dinero proporciona información sobre la confianza y seguridad de la compañía en su toma de decisiones) y el uso de cláusulas contractuales.

Explicado esto podemos afirmar sin ninguna duda que la señalización implica un coste.

Esta teoría es considerada sencilla aunque hay que tener en cuenta que las predicciones de la teoría son habitualmente contrarias a la realidad, pues existen empresas que dependiendo del sector en el cual se ubiquen, actuarán de una forma u otra



2.3.2- TEORIA DEL 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.

Según los postulados de esta teoría, lo que determina la estructura financiera de las empresas es la intención de facilitar el capital necesario para nuevas inversiones, primero internamente con fondos propios, a continuación con deuda de bajo riesgo de exposición como la bancaria, posteriormente con deuda pública en el caso que ofrezca menor su valuación que las acciones y en último lugar con nuevas acciones.

Esta teoría afirma que, dependiendo del tipo de deuda que emita una empresa (a corto plazo o a largo plazo) tendrá relación directa con los niveles de información asimétrica que la misma soporta. Por lo que aquellas empresas con mayores niveles de información asimétrica emitirán deuda a corto plazo, mientras que por el contrario, aquellas que emiten deuda a largo plazo soportaran una menor cantidad de información asimétrica.

Para sintetizar el funcionamiento de esta teoría, Myers (1984) postula en su trabajo cuatro hipótesis que lo sustentan:

- Las empresas prefieren la financiación interna.
- La tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión;
- 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.
- 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).

2.3- POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Destacamos la importancia de este tipo de políticas debido a que actualmente existe una gran cantidad de empresas que se decantan por la distribución de dividendos.



Además también son una importante fuente de información que las empresas facilitan a los mercados.

Esta política fue descrita como irrelevante en el trabajo inicial de M&M, según estos autores si los beneficios obtenidos por las compañías son constantes, el hecho de que los dividendos de hoy sean altos y los de mañana bajos es irrelevante. Esta política fue introducida y analizada más intensamente en su trabajo de 1961.

La explicación que facilitaron fue que en el caso de que una empresa empiece pagando dividendos bajos en el presente y en un determinado futuro pasa a pagar dividendos altos, aquellos inversores que deseen obtener la alta rentabilidad en el presente venderán sus participaciones en la empresa con tal de aumentar sus beneficios, mientras que si se produce la situación contraria, el accionista prestará los dividendos que percibe en la actualidad para obtener un beneficio futuro en forma de interés.

Según diversos autores, este tipo de políticas deben tener dos objetivos fundamentales tales como: maximizar el beneficio de los propietarios de la empresa y proporcionar suficiente financiamiento para que la propia compañía pueda llevar a cabo sus proyectos e inversiones.

La política de dividendos se concreta en el establecimiento de la parte de los beneficios a retener en forma de reservas y, consecuente y complementariamente, la parte a distribuir en forma de dividendos. Es un aspecto importante que influye sobre la estructura financiera óptima, sobre el valor de la empresa y sobre el de las acciones; aunque no hay acuerdo sobre esto último.

La política de dividendos forma parte de las decisiones de financiación de la empresa, puesto que cualquier dinero pagado en concepto de dividendos deberá ser financiado de alguna manera, ya sea con un nuevo endeudamiento o con una nueva ampliación de capital. Pero al suponer que el nivel del endeudamiento y los desembolsos de las inversiones van a permanecer constantes, los posibles dividendos deberán proceder de nuevas emisiones de acciones. Por ello algunos autores definen la política de dividendos como la relación existente entre los beneficios retenidos, por un lado, y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones, por otro.

Cabe destacar que los dividendos pueden ser de tres clases:



- **En acciones (o Scrip dividends):** Se trata de una forma de retribución a los accionistas mediante la entrega gratuita de nuevas acciones de la misma entidad. La entrega de las acciones gratuitas al accionista se puede realizar por dos vías, mediante una ampliación de capital, o mediante la entrega de acciones que procedan de la autocartera que posea la sociedad.
- **En efectivo:** En el formato de dividendo tradicional, las empresas reparten una parte de sus beneficios, dinero “efectivo” de su caja, que reciben los accionistas y al que se aplica una retención en el pago. En este caso, el número de acciones de la compañía permanece invariable, por lo que el accionista recibe un dinero y su participación en la empresa sigue siendo la misma.
- **En especie:** Cuota que le corresponde en proporción a cada acción, pagada con un activo diferente al efectivo y/o acciones, Se trata de una fórmula con la que el accionista evita el peaje fiscal (no son rendimientos mobiliarios ni implican una ganancia patrimonial), aunque es menos apetitosa que el dinero en efectivo.

A continuación vamos a detallar algunas de las políticas de dividendos:

- **Políticas de dividendos según una razón de pagos constantes:** En esta política la empresa establece un porcentaje de los resultados a pagar como dividendos. Tiene como desventaja, que cuando la empresa baja sus resultados o tenga pérdidas el dividendo por acción también disminuirá, y eso lleva consigo una información negativa hacia los futuros inversionistas.
- **Políticas de dividendos Regular:** Esta política se basa en el establecimiento fijo de un dividendo por periodo, es decir que fuere cualquiera de la empresa pagara sus dividendos establecidos. La empresa al determinar que sus resultados se han sostenido, en ese momento incrementa el dividendo.
- **Políticas de dividendos bajos, regular y extras:** Es decir que se pagan un dividendo bajo, y en el momento de que existan buenos resultados se paga un dividendo extra. Los denomina así para que el inversionista sepa que ese no es normal y que la empresa no está obligada a cancelarlo en el futuro.
- **Dividendos:** Retribución o pago que se le hace a los inversionistas por invertir o tener su dinero en la Empresa. Ahora bien este dividendo debe ser aprobado por la junta general de Accionistas, que es la máxima autoridad y la que decide



cual es el futuro de los resultados no distribuidos. Este dividendo suele pagarse trimestral, semestral o anualmente.

Dichas políticas, representan una fuente de flujos de efectivo para los accionistas y proporcionan información sobre el rendimiento presente y futuro de la empresa. Como las ganancias retenidas, constituyen una forma de financiamiento interno, la decisión sobre los dividendos afecta de manera significativa las necesidades de financiamiento externo de la empresa. En otras palabras, si la empresa requiere de financiamiento, cuanto mayor sea el dividendo en efectivo pagado, mayor será la cantidad de financiamiento que debe recaudarse externamente a través del financiamiento o la venta de acciones comunes o preferentes (pues aunque los dividendos se cargan a las ganancias retenidas, en realidad se pagan en efectivo).

La política que maximiza el valor de mercado de las acciones es, por supuesto, la política de dividendos, ya que ésta incluye la decisión de pagar los resultados como dividendos o retenerlas para reinvertir en la empresa. En otras palabras una adecuada política de dividendos radicará el crecimiento óptimo de la empresa.

3. ANALISIS EMPIRICO

Como hemos observado durante el desarrollo de este trabajo, existen diferentes variables que pueden afectar a la estructura de la empresa.

En este apartado realizaremos un análisis para determinar en qué cantidad afectan dichas variables. Para ello utilizaremos como base de nuestro análisis el trabajo de Cabrer y Rico: "Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas" publicado en el libro "Estudios de Economía Aplicada" 2015.

En dicha obra, los autores analizan una determinada cantidad de empresas españolas las cuales obtienen después de aplicar unos filtros en cuanto a la búsqueda de datos. Una vez determinadas las empresas que son viables para el estudio, proceden a realizar un análisis económico y financiero de sus estados separando dichas empresas por sectores. Los datos utilizados para la obtención de la información financiera ha sido obtenida, al igual que en el trabajo original, de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos).



Pese a que no hemos utilizado los mismos filtros que estos dos autores en su trabajo sí que hemos intentado mantener una relación porcentual parecida, variando para este trabajo la importancia de algunos sectores con respecto a la publicación original, pues hemos obtenido información de un total de 100 empresas y la proporción en cuanto a sectores ha sido:

EMPRESA	NUMERO	PORCENTAJE
AGRICULTURA Y GANADERIA	8	8%
INDUSTRIA	71	71%
CONSTRUCCION	5	5%
COMERCIO Y SERVICIOS	16	16%
TOTAL	100	100%

Las variables utilizadas, siguiendo dicho trabajo, así como su cálculo han sido:

- Endeudamiento (**END**): Se han extraído del SABI las variables relativas al volumen de fondos ajenos de la empresa y también el pasivo total. Realizando un cociente entre estos dos datos hemos obtenido la variable.
- Tamaño (**TAM**): Pese a que existen muchas formas de determinarlo, hemos seguido el mismo procedimiento que Bernardi y Paz utilizando el activo total como determinante de este. Mediante el logaritmo neperiano del activo total de las empresas hemos obtenido la variable tamaño.
- Garantía (**GAR**): La proporción de activo fijo (multiplicado por 100) que existe sobre el activo total.
- Reputación (**REP**): En el trabajo original para determinar esta variable se emplea la calificación crediticia o también llamada rating, que proporciona la base de datos SABI. Dicha variable proporciona valores a la calificación del riesgo puntuándola con valores entre 1 y 10. Los valores más cercanos a la unidad indican un fuerte riesgo crediticio siendo el 10 el menos riesgo y indicando una fuerte capacidad para hacer frente a las deudas y obligaciones. Ha sido en esta variable donde hemos tenido uno de los principales problemas para desarrollar nuestro trabajo, pues, debido a que el apartado en el cual se encuentra dicha información dentro de la base de datos SABI (el apartado de "fortaleza financiera") no está contratado por la UJI, por lo cual dicho acceso ha sido imposible.



Para determinar este valor hemos optado por utilizar la fórmula recogida en algunos trabajos como por ejemplo “Manual de análisis financieros” Dupont (2012) donde se determina como fórmula para dicha calidad crediticia el cociente entre pasivo corriente y pasivo total.

- Rentabilidad económica (**ROA**): Cociente entre el beneficio antes de impuestos y el activo total.
- Riesgo (**RIE**): En el desarrollo original, los autores proponen como método de cálculo de esta variable la desviación estándar del crecimiento del beneficio antes de impuestos. A medida que desarrollábamos el trabajo y íbamos obteniendo los datos de entre los distintos balances de las compañías observamos la problemática residente en cuanto a información disponible, pues los periodos disponibles para poder determinar las variaciones eran reducidos y en periodos en los cuales la situación económica provocaba que las fluctuaciones en cuanto a beneficios fueran muy distintas entre periodos. Por lo tanto, una vez disponibles los datos observábamos que trabajábamos con números muy elevados, por lo que decidimos modificar el criterio de selección aplicando para el cálculo del riesgo el logaritmo neperiano del crecimiento de los beneficios antes de impuestos. Como volveremos a destacar más adelante, pese a esta modificación en el cálculo previamente se había utilizado el criterio original, y la variación en cuanto al resultado entre los dos métodos simplemente se veía reflejada en un cambio de signo.
- Crecimiento (**CRE**): Se calcula el crecimiento porcentual que experimenta el activo total con respecto al año anterior, es decir, que porcentaje de aumento o disminución ha experimentado la empresa con respecto al periodo previo al cual estamos trabajando.
- Generación de recursos (**REC**): Para obtener este dato utilizamos el volumen de cash-flow generado por la empresa, el cual obtenemos del Estado de Flujos de Efectivo de la empresa (apartado también disponible dentro del SABI), una vez obtenida dicha variable se calcula su cociente sobre el activo total.
- Coste Deuda (**CD**): Gastos financieros sobre la deuda total.
- Ventaja Fiscal (**VFA**): Para este dato hemos decidido ser fieles al trabajo original en el cual se utiliza la diferencia entre los impuestos a pagar y los



realmente pagados en relación con el activo total, para ello determinan la siguiente fórmula:

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

Una vez realizamos este cálculo observamos que existen valores negativos como consecuencia de que existen determinadas empresas con beneficios previos a impuestos negativos. Para ello se ha decidido realizar una variable la cual obtendrá valor 1 para aquellas empresas en los que la ventaja fiscal es positiva mientras que de ocurrir el caso contrario dicha variable obtendrá el valor de 0.

- Cotización en bolsa (**BOLSA**): Una vez elaborada la lista de las empresas que hemos decidido analizar y teniendo en cuenta los elementos de los balances financieros que necesitamos encontrar para poder obtener los datos no hemos podido pasar por alto la importancia de la cotización en bolsa. Esto es debido al hecho de que las empresas que tienen participación en la bolsa presentan unos niveles de endeudamiento superior al resto. Por ello hemos decidido proporcionar diferentes valores a las empresas dependiendo de si cotizan o no en bolsa, asignando el valor 1 a las que se encuentran presentes y 0 a las que no presentan participación alguna.

Adicionalmente al trabajo de Cabrer y Rico (2015), hemos considerado otras variables las cuales opinamos que hay que tener en cuenta a la hora de realizar el estudio. Dichas variables son:

- Tres dummies (variables cuantitativas) distintas, una por sector estudiado, las cuales como veremos más adelante no han resultado ser significativas pero que para desarrollar este trabajo hemos considerado conveniente controlar. Para determinarlas hemos decidido, como en el caso anterior, diferenciarlas con valores de 1 si se encuentran dentro del sector de Agricultura (**D1**) y cero en el resto de los casos, De la misma forma se han construido las variables duum-D2 Industria, D3 (Construcción) y D4 (Servicios).

En la siguiente tabla mostraremos a modo de esquema las variables previamente descritas así como su forma de cálculo:



TABLA 3.1

Variables y cálculo

VARIABLE	NOMENCLATURA	CALCULO
Endeudamiento	END	$(\text{FONDOS AJENOS} \times 100) / \text{PASIVO TOTAL}$
Tamaño	TAM	LOGARITMO NEPERIANO DEL ACTIVO TOTAL
Garantía	GAR	$(\text{ACTIVO FIJO} \times 100) / \text{ACTIVO TOTAL}$
Reputación	REP	CALIDAD CREDITICIA
Rentabilidad	ROA	ROA
Riesgo	RIE	LN DE LA DESVIACION ESTANDER DEL BAI
Crecimiento	CRE	TASA CRECIMIENTO ACTIVO TOTAL
Generación de recursos	REC	$(\text{CASH-FLOW} \times 100) / \text{ACTIVO TOTAL}$
Coste Deuda	CD	$(\text{GASTOS FINANCIEROS} \times 100) / \text{DEUDA TOTAL}$
Ventaja Fiscal	VFA	1 SI EXISTE VENTAJA FISCAL
Bolsa	BOLSA	1 SI COTIZA
Dummy 1	D2	1 PARA AGRICULTURA
Dummy 2	D3	1 PARA COMERCIO Y SERVICIOS
Dummy 3	D4	1 PARA INDUSTRIA

A continuación mostramos otra tabla, pero esta vez incorporamos los datos descriptivos obtenidos mediante el cálculo de las variables (mostramos todas las variables a excepción de las cinco últimas descritas en el cuadro anterior, es decir, la variable bolsa así como las cuatro dummy):

TABLA 4

Estadística descriptiva



	MEDIA	MEDIANA	DESVIACION	CV
ENDEUDAMIENTO	61,82	64,56	24,44	0,40
TAMAÑO	15,78	16,33	2,73	0,17
GARANTIA	27,95	24,48	23,98	0,86
REPUTACION	0,41	0,39	0,23	0,57
RENTABILIDAD	3,91	2,75	7,89	2,02
RIESGO	12,55	12,75	2,79	0,22
CRECIMIENTO	0,03	0,01	0,20	6,60
GENERACION DE RECURSOS	-0,23	-0,04	10,42	-45,85
COSTE DE DEUDA	-2,25	-1,86	2,00	-0,89
VENTAJA FISCAL	0,60	1,00	0,49	0,82

Como podemos observar analizando la tabla, la variable de “Generación de Recursos” es la que presenta un mayor coeficiente de variación.

De esta forma el modelo teórico que hemos estimado es el recogido en la expresión (1)

$$END_{it} = \beta_0 + (1-\alpha)END_{it-1} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 GAR_{it} + \beta_3 REP_{it} + \beta_4 REC_{it} + \beta_5 RIE_{it} + \beta_6 CRE_{it} + \beta_7 CD_{it} + \beta_8 VFA + \varepsilon_{it} \quad 1$$

3.1- RESULTADOS

Procedemos a continuación determinar el nivel de endeudamiento utilizando los resultados obtenidos previamente. Se presenta a continuación una fórmula para determinar el nivel de endeudamiento real:

$$END_{it} = \beta_0 + (1-\alpha)END_{it-1} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 GAR_{it} + \beta_3 REP_{it} + \beta_4 REC_{it} + \beta_5 RIE_{it} + \beta_6 CRE_{it} + \beta_7 CD_{it} + \beta_8 VFA + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Los resultados que recogemos una vez aplicada la fórmula están recogidos en la tabla 3.1.1 la cual procederemos a analizar.

Tabla 5

¹ Véase Cabrer y Rico (2015) para una explicación de dicho modelo



Variable explicativa	Coefficiente	Estadística 1	p-value
END (-1)	0,010407	0,121821	0,9033
TAM	0,986624	0,534699	0,5943
GAR	0,209305	2,406358	0,0183
REP	-5,739997	-5,801447	0,00000
REC	0,239304	1,244984	0,2166
RIE	-1,751574	-0,958685	0,3404
CRE	6,05865	0,55906	0,5776
CD	-2,914148	-2,884763	0,005
VFA	-7,176081	-1,754628	0,0829
DUM	3,798942	0,469207	0,6401
DUM 2	3,057045	0,312363	0,7555
DUM 3	4,530292	0,80008	0,4259
BOLSA	12,31928	2,720869	0,0079
R-squared	0,482991		
Observaciones	100		

En esta tabla se muestran los valores estimados de los parámetros del modelo (1)

En primer lugar podemos observar los datos obtenidos para el endeudamiento retardado en un periodo End(-1), los cuales claramente resultan no ser significativos en términos estadísticos.

Analizamos ahora la variable tamaño de la compañía (TAM) la cual podemos afirmar en relación a los resultados obtenidos que no es estadísticamente significativa. Aquí encontramos la primera diferencia con respecto al trabajo de Bernardi y Rico (2015), en el cual dicha variable sí que resultaba ser significativa así como positiva. Factor que ayudaba a corroborar lo postulado por la teoría del equilibrio estático o "trade off".

La siguiente variable, garantía (GAR), si que coincide con el postulado inicial pues es estadísticamente significativa (al 5%) y afecta de forma positiva pues el valor del parámetro es positivo (0.209). Debido a esto podemos afirmar que a mayor garantía mayor será el endeudamiento. Si analizamos los resultados y conclusiones de los dos autores, nuestro resultado no evidencia el cumplimiento en cuanto a la teoría de las preferencias jerárquicas.

La reputación (REP) sí que es una variable significativa (al 1%) medida estadísticamente, y afecta de forma negativa debido a que el valor es negativo (-5,74). Económicamente, estos datos nos sirven para determinar que a mayor reputación menor será el endeudamiento. Es lógico pensar que a mayor índice de reputación (es decir mayor proximidad al valor 10), la empresa tendrá una mayor capacidad de endeudamiento, pues su reputación avala el riesgo soportado por los proveedores de fondos. Por otro lado, cuando los valores de este índice son más próximos a la unidad, pues este factor indica que la empresa puede tener dificultades para hacer frente a la



devolución del efectivo. Cabe destacar adicionalmente que además de ser significativa, dado el hecho de que presenta un coeficiente negativo, esta variable nos sirve en este caso para apoyar la teoría de las preferencias jerárquicas.

El coste de la deuda (CD) muestra ser significativo (al 1%) y afecta de forma negativa pues cuenta con un valor negativo para su coeficiente, lo cual nos ayudó a establecer de nuevo relación con la teoría de las preferencias jerárquicas, pues a un mayor coste en la obtención de la financiación menor será el nivel de endeudamiento.

La ventaja fiscal (VFA), coincide a la hora de valorar el signo del coeficiente, pues en ambos trabajos es negativo, pero en nuestro caso adicionalmente sí que resulta ser significativo (al 10%). A mayor garantía menor será el endeudamiento.

En último lugar tenemos las variables relativas a la cotización en bolsa de las empresas así como la presencia de las “Dummies” introducidas. De todas ellas únicamente es significativa la cotización en bolsa (al 1%). Además afecta de forma positiva pues presenta un parámetro con signo positivo (12.31) pues como hemos indicado en el apartado anterior es lógico establecer que las empresas que cotizan tienen un nivel superior de endeudamiento..En cuanto a las dummy cabe destacar que la relativa al sector del comercio y servicios presenta una dispersión elevada.

El resto de variables coinciden con el postulado inicial no siendo significativas.

En conclusión podemos establecer que los resultados son robustos a diferentes definiciones de distintas variables. También podemos observar como los resultados no coinciden al 100% con los del trabajo de Cabrer y Rico (2015) hecho que puede explicarse al tener en cuenta que no hemos considerado el mismo número de empresas en el estudio y hemos variado la proporción en cuanto a sectores.

3.2-CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo, como bien habíamos establecido al principio de este trabajo era, por una parte, a partir de una revisión bibliográfica, examinar la evolución de las teorías sobre la estructura de capital desde que se publicó el primer trabajo de M&M (1958). Por otra parte también nos habíamos planteado el objetivo de intentar definir los determinantes que indican que una empresa o compañía se encuentre endeudada.



Una vez obtenidos los resultados y analizando los mismos, podemos afirmar que ninguna de las teorías sobre la estructura financiera se ve corroborada completamente. Sí que es cierto que en nuestro caso existen algunas teorías que se encuentran reafirmadas al analizar determinadas variables de manera aislada pero que sin embargo, la misma teoría no se ve completamente corroborada con otras variables distintas.

En nuestro cálculo hemos podido afirmar que con respecto al nivel de endeudamiento, el tamaño no tiene una relación directa con este La reputación (REP) por otro lado tendrá una relación inversa con el endeudamiento, puesto que a medida que crece este valor supone una mayor capacidad de las empresas para poder generar sus propios recursos y por lo tanto un menor nivel de endeudamiento puesto que no necesitan acudir al mercado de financiación con tanta frecuencia. La variable de la garantía (GAR) presenta una fuerte relación con esta última variable descrita, en este caso cuanto mayor sea el porcentaje de activo fijo disponible por la compañía mayor será su nivel de endeudamiento. La cotización de las empresas dentro del mercado bursátil también resulta de interés remarcable pues como observamos durante el análisis de las conclusiones mayor será el nivel endeudamiento a mayor participación de las compañías dentro de estos mercados. Lo mismo ocurre con el coste de la deuda (CD) pero en este caso ocurre en sentido contrario puesto que cuanto mayor sea coste para obtener recursos de una empresa menor será su nivel de endeudamiento, este hecho está muy bien explicado por los autores del postulado inicial que explican este factor de la siguiente manera “el coste de endeudamiento tiene un efecto negativo sobre el apalancamiento, de tal forma que al encarecerse la financiación ajena, las empresas pospondrán su decisión de inversión o recurrirán a los recursos propios.



4- BIBLIOGRAFIA

Cabrer, B. y Rico, P. (2015). "Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas". *Estudios de Economía Aplicada*, 33, 531-532.

Zubizarreta, J. (1992). "Fundamentos de Financiación de la Empresa". Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces.

Bebczuk, R. (2000). "Información Asimétrica en Mercados Financieros". Madrid: Cambridge University Press.

Gutiérrez, M. (2007). "Política de dividendos y teoría de agencia". Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Chile.

Rivera, G. (2002). "Teoría sobre la estructura de capital". *Estudios Gerenciales*, 84, 32-59.

Saona, P. y Vallelado, E. (2012). "Firms' capital structure under Akerlof's separating equilibrium". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 156, 471-495.

Mora, A. (2012). "Principios de un modelo de distribución a partir de Sraffa". *Revista Crítica de Ciencias Sociales y Jurídicas*, 33, 1-33.

Joseph, E. (2013). "Large Shareholders and Firms' Information Asymetry". *The Business Review, Cambridge*, 21, 16-22

Pizulli, D. (2008). "Análisis de la evolución de la teoría financiera a partir de los supuestos de Modigliani y Miller". Trabajo final de Licenciatura, Universidad Católica Argentina.

Zambrano, S. (2011). "Análisis de la estructura de capital en la empresa de servicios públicos de Sogamoso". Trabajo final de Máster, Universidad Nacional de Colombia.

Gregory, G. (2003). "Capital structure and financial risk: Evidence from foreign debt use in east Asia". *The journal of finance*, 63, 2668-2710.

García, A. y Mures, M. (2013). "La muestra de empresas en los modelos de predicción del fracaso: influencia en los resultados de clasificación". *Revista de métodos cuantitativos para la economía y la empresa*, 15, 133-150.

Merton, M. (2009). "Las proposiciones de Modigliani y Miller pasados treinta años". *Revista Asturiana de Economía*, 43, 7-35.

González, J. (2003). "La financiación de las empresas en las perspectivas de Modigliani-Miller". *Cuadernos de Economía*, 22, 85-98.

Zubizarreta, C. (1985). "Análisis de la teoría de Modigliani-Miller sobre la financiación de la empresa". *Ciencias Sociales y Humanas*, 93, 210-1173.



Nutting, J. (2002). "The Modigliani Miller theorem and mortgage equity capitalization". The Canadian Appraiser, 46, 1-22.

Guilanyà, A. (2006). "La perfecta imperfección de los mercados". Revista mensual de bolsas y mercados españoles, 156, 14-22.

Coase, R. (1937). "The nature of the firm". Economica, New Series, 4, 386-405.

Akerlof, G. (1970). "The market for lemons". The quarterly Journal of Economics, 84, 488-500.

Vendrell A. (2007). "La dinámica de la estructura de capital, evidencia para la empresa industrial española". Tesis doctoral, Universitat de Lleida.

Páginas web (Revisadas a fecha 02/11/2015):

http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lad/mercado_g_ja/capitulo2.pdf

<http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/corporate-finance/signaling-prospects-financing-decisions.asp>

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

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/politica-de-dividendos.html>

<http://www.finanzas.com/aula-accionista/20130730/dividendo-2422267.html>

https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/bgosma/asig/teoria/cg/temas5_6.pdf

