



Universidad  
**Nebrija**

Facultad de Ciencias Sociales

Departamento de Economía y Administración de Empresas

Programa de Doctorado en Ciencias Empresariales

RESUMEN TESIS DOCTORAL

**TEORÍAS SOBRE FINANCIACIÓN CORPORATIVA:  
EVIDENCIA DE LAS EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO  
BURSÁTIL ESPAÑOL**

Doctorando: Juan Domínguez Jiménez

Director: Prof. Dr. Ignacio López Domínguez

Madrid

2010

## **INTRODUCCIÓN**

La problemática clásica sobre la estructura óptima de capital de las empresas sigue teniendo una importancia muy relevante, ya que la composición de la financiación elegida es clave para una empresa. Por un lado la estructura de financiación permite desarrollar la estrategia operativa, ya que facilita financiar los activos fijos y los activos circulantes necesarios para ejecutar dicha estrategia operativa. Por otro lado, el nivel de deuda empleada tiene gran relevancia por el importante impacto financiero en el resultado de la gestión empresarial. Además una arriesgada proporción de endeudamiento en el balance de la empresa puede incrementar fuertemente el riesgo de insolvencia, y en ciertos casos llevar a la compañía a una situación de quiebra.

Tradicionalmente los investigadores en este campo han tenido dificultad para aportar una respuesta definitiva sobre el nivel óptimo de endeudamiento empresarial, ya que hay una gran cantidad de elementos a considerar. Sin embargo, en las últimas décadas han aparecido numerosos estudios académicos que han permitido desarrollar un conjunto de teorías que están facilitando clarificar los elementos clave determinantes de la estructura óptima de capital.

El trabajo empírico en este campo se ha desarrollado bastante por detrás de la investigación teórica debido fundamentalmente a que:

- Las investigaciones empíricas son relativamente sencillas, normalmente focalizados sólo en algunos desarrollos teóricos, y no han podido ser suficientemente concluyentes como para inclinarse por una teoría o conjunto de teorías.
- Las teorías proveen predicciones cualitativas y no cuantitativas. Los modelos anticipan la dirección del movimiento de la decisión de financiación de una empresa ante determinadas circunstancias, pero no la cuantía del impacto de este movimiento.
- Algunos elementos incluidos en los modelos teóricos explicativos de la estructura de capital no son observables directamente.
- Por último, los estudios empíricos rara vez pueden satisfacer la condición "ceteris paribus" en sus análisis.

No obstante, en la actualidad cada vez hay disponible más información financiera de las empresas, la información está más fácilmente accesible, y resulta más sencillo su

tratamiento y análisis, por lo que está siendo posible realizar mejores contrastes empíricos de las predicciones cualitativas de los modelos teóricos explicativos.

Esta investigación de tesis ha tenido tres objetivos específicos:

- **Objetivo 1. Revisar las aportaciones teóricas** en este campo de investigación, mediante la exposición de tres posibles grandes modelos teóricos sobre la estructura óptima de financiación corporativa, y el planteamiento de una serie de hipótesis contrastables derivadas de estos tres grandes modelos teóricos.
- **Objetivo 2. Revisar las validaciones empíricas previas** en este campo, y proposición de las variables más apropiadas a emplear en nuestra investigación empírica.
- **Objetivo 3. Validar empíricamente** las hipótesis planteadas en el primer objetivo y generación de unos modelos econométricos de los tres modelos teóricos expuestos. Todo ello con la pretensión de determinar en qué medida la evidencia empírica obtenida en el caso de las empresas españolas cotizadas se ajusta a la investigación teórica revisada.

La metodología de investigación que se ha seguido para alcanzar los objetivos descritos anteriormente es la siguiente:

- En primer lugar se ha realizado una revisión de la literatura sobre las contribuciones realizadas por diferentes autores en el ámbito de la financiación corporativa.
- Posteriormente se ha desarrollado un marco conceptual integrador con la identificación y exposición de tres posibles grandes modelos teóricos conceptuales sobre la estructura óptima de capital.
- A partir de la revisión de la literatura y de los modelos académicos expuestos, ha sido posible plantear una serie de hipótesis a contrastar empíricamente sobre las principales características de los tres modelos teóricos.
- Después se han identificado las fuentes de información más apropiadas para la obtención de los datos empíricos requeridos.

- El siguiente paso ha sido revisar los principales trabajos de validación empírica realizados en este campo de cara a determinar las formas más apropiadas de medir el nivel de endeudamiento y también las variables explicativas del mismo.
- Posteriormente se ha realizado la contrastación empírica, aplicando distintos métodos estadísticos a los datos disponibles con la finalidad de aceptar o rechazar las hipótesis planteadas.
- También se han creado unos modelos econométricos para los tres modelos teóricos descritos sobre la estructura óptima de capital.
- Finalmente se han elaborado y presentado unas conclusiones del soporte empírico obtenido sobre los modelos teóricos planteados.

El esquema de presentación de la investigación de tesis ha sido el siguiente:

**ESQUEMA DE LA TESIS**

CAPÍTULO I. TEORÍAS SOBRE FINANCIACIÓN CORPORATIVA

CAPÍTULO II. HIPÓTESIS A CONTRASTAR

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES

## **CAPÍTULO I. TEORÍAS SOBRE FINANCIACIÓN CORPORATIVA**

Este capítulo presenta la revisión realizada de las principales aportaciones teóricas en el ámbito de la estructura óptima de financiación corporativa, y describe el marco conceptual empleado en el trabajo que se sostiene en tres posibles modelos teóricos sobre la estructura óptima de capital.

En la revisión se han identificado cinco bloques de explicaciones y análisis sobre la estructura de financiación corporativa de las empresas:

### **1. Efectos de los impuestos en la estructura de financiación corporativa.**

Estas explicaciones analizan el impacto fiscal para una empresa de la financiación mediante deuda frente a la financiación con fondos propios. MODIGLIANI y MILLER (1958), MILLER (1977), DANGELO y MASULIS (1980) y MODIGLIANI (1982).

2. **Riesgo de quiebra y los costes de la insolvencia financiera.** Estas segundas explicaciones se centran en estudiar el mayor riesgo de quiebra que se produce cuando las empresas emplean elevados niveles de deuda en su estructura de financiación y sus costes asociados. ALTMAN (1968, 1984), WARNER (1977), MILLER (1977), BRADLEY, JARREL y KIM (1984) y OPLER y TITMAN (1994).
3. **Relaciones entre los agentes.** Según estas explicaciones, el foco del análisis serían los posibles conflictos entre agentes, ya que pueden determinar mucho las decisiones de financiación. Por este motivo, centran sus análisis en los incentivos que mueven a un determinado agente a tomar decisiones que pueden ser contrarias a los intereses de otro agente. JENSEN y MECKLING (1976), MYERS (1977, 1989), ROSS (1977), MYERS y MAJLUF (1983), JENSEN (1986) y HARRIS y RAVIV (1991).
4. **Gestión de las inversiones.** Para estas explicaciones el foco del análisis es el tipo de inversiones que la deuda y los fondos propios están financiando, ya que el tipo de inversiones que se realizan, explican en gran medida la estructura de financiación adoptada. MODIGLIANI y MILLER (1966), MYERS (1977, 1984), BARCLAY y CLIFFORD (1995), BARCLAY y SMITH (1995) y LYANDRES y ZHDANOV (2005).
5. **Consideraciones por el lado de la oferta.** Este último grupo de explicaciones analizan los posibles condicionantes por el lado de la oferta de fondos en los mercados de capitales sobre el nivel de endeudamiento empresarial. JAFFEE y MODIGLIANI (1969), MYERS (1977) y RAJAN y ZINGALES (1995).

Estos cinco grupos o bloques de explicaciones han permitido plantear tres grandes modelos teóricos sobre la estructura óptima de financiación corporativa que se describen a continuación:

### **Modelos de balance estático**

Para estos modelos, la estrategia de financiación corporativa busca un óptimo de endeudamiento mediante un equilibrio entre el aumento de la rentabilidad que conlleva la ventaja fiscal de la deuda, y el mayor riesgo de insolvencia que supone un elevado peso de la deuda en la estructura de financiación. Algunos trabajos de investigación que describen estos modelos teóricos son WARNER (1977), MYERS (1984), ALTMAN (1984), BRADLEY, JARREL y KIM (1984) y SHYAM-SUNDER y MYERS (1999).

Estos modelos ponen énfasis en entender cuáles son los elementos determinantes de los niveles óptimos de capital y deuda para la empresa. Por ello sus análisis se centran en los niveles absolutos o stocks de financiación, en decremento de las decisiones puntuales de financiación. Según estos modelos, las empresas a largo plazo deben tener un objetivo de nivel óptimo de apalancamiento fruto de ese equilibrio entre ventajas y desventajas de la deuda, que es, además, periódicamente revisado.

### **Modelos de gestión del crecimiento**

Para estos modelos la estrategia de financiación de cada empresa estaría determinada por sus flujos de caja generados, el tipo de activos en los que invierte, su potencial de crecimiento y la mayor o menor necesidad de flexibilidad financiera. El siguiente resumen sobre estos modelos de gestión del crecimiento es elaboración propia a partir de MYERS (1977, 1984 y 1989), BRADLEY, JARRELL y KIM (1984) y HOVAKIMIAN, OPLER y TITMAN (2001):

- La pauta de financiación de las empresas más pequeñas en crecimiento sería de apalancamiento conservador, a corto plazo, y basado preferentemente en deuda bancaria. De este modo la flexibilidad financiera no está amenazada, y así limitan la gran potencial pérdida de valor provocada por el déficit de inversión (underinvestment). Además, estas empresas establecen una política de dividendos restrictiva que permite mantener una elevada autofinanciación y unos niveles relativamente altos de tesorería para poder utilizarlos en momentos de elevada inversión.
- La pauta de financiación de las empresas maduras, y en general de mayor tamaño, sería de incremento de su nivel de deuda, mejorando así sus resultados por la ventaja fiscal de la misma. También tendrán un mayor peso de deuda a largo plazo en sus estructuras de endeudamiento, y tendencia a usar instrumentos de deuda más sofisticados (como emisiones de deuda cotizada). Además, estas empresas mantienen niveles de caja bajos y establecen una política de elevados dividendos o de recompra de acciones, distribuyendo así a los accionistas parte de los excedentes de caja generados y evitando así la potencial pérdida de valor que se puede producir en caso de exceso de inversión (overinvestment).

Lo más relevante para estos modelos es la política general de endeudamiento adoptada por la empresa, que está determinada por su estrategia de crecimiento. Sin fijar un óptimo de nivel de deuda, estos modelos sí dan pautas claras de financiación a las empresas según su sector de actividad, la variabilidad de los flujos de caja que genera, y su potencial de crecimiento.

### **Modelos de clasificación jerárquica**

Estos modelos parten de la idea fundamental de que los diferentes costes asociados a la emisión de instrumentos de financiación pueden llegar a ser muy elevados. Esta circunstancia domina sobre cualquier otra consideración en la decisión sobre la estructura óptima de financiación de la empresa. Estos modelos de orden jerárquico fueron inicialmente introducidos por DONALDSON (1961) y posteriormente desarrollados en MYERS y MAJLUF (1983), MYERS (1984 y 1989) y SHYAM-SUNDER y MYERS (1999).

Los modelos de clasificación jerárquica afirman que existe un orden de prioridad en la decisión de financiación. Según este orden de prioridad, la empresa preferirá autofinanciación a los fondos externos, y si los fondos internos son insuficientes y hacen falta fondos externos, preferirá nueva deuda a nuevo capital.

Estos modelos no tienen un objetivo de apalancamiento, es más, sus análisis se centran en los flujos de financiación. Es decir, su foco de análisis está en la respuesta que la empresa debe dar a cada necesidad concreta de financiación y no tanto en los niveles totales de endeudamiento.

## **CAPÍTULO II. HIPÓTESIS A CONTRASTAR**

El segundo capítulo consiste en una exposición detallada de las diferentes proposiciones o hipótesis derivadas de los tres modelos teóricos descritos sobre la estructura óptima de capital. En las siguientes tres tablas se resumen las hipótesis planteadas que han sido objeto de contrastación empírica:

**Hipótesis sobre los modelos balance estático**

Hipótesis	Endeudamiento	Relación	Explicación
Hipótesis 1.1	Nivel de deuda	Directa	Nivel de rentabilidad
Hipótesis 1.2	Nivel de deuda	Inversa	Volatilidad de los beneficios
Hipótesis 1.3	Nivel de deuda	Directa	Presión fiscal soporta
Hipótesis 1.4	Nivel de deuda	Inversa	Nivel de créditos fiscales
Hipótesis 1.5	Nivel de deuda	Directa	Peso de los activos fijos tangibles

**Hipótesis sobre los modelos de gestión del crecimiento**

Hipótesis	Endeudamiento	Relación	Explicación
Hipótesis 2.1	Nivel de deuda	Directa	Nivel de rentabilidad
Hipótesis 2.2	Nivel de deuda	Inversa	Volatilidad de los beneficios
Hipótesis 2.3	Nivel de deuda	Directa	Peso de los activos tangibles
Hipótesis 2.4	Nivel de deuda	Inversa	Oportunidades inversión rentable
Hipótesis 2.5	Nivel de deuda	Directa	Tamaño
Hipótesis 2.6	Nivel de deuda	Directa	Diversificación
Hipótesis 2.7	Nivel de deuda	Directa	Nivel de pago de dividendos
Hipótesis 2.8	Nivel de deuda	Inversa	Excedentes de liquidez
Hipótesis 2.9	Nivel de deuda	<i>Distinta</i>	Intersectorial

**Hipótesis sobre los modelos balance estático**

Hipótesis	Endeudamiento	Relación	Explicación
Hipótesis 3.1	Nivel de deuda	Inversa	Nivel de rentabilidad
Hipótesis 3.2	Nivel de deuda	Inversa	Excedentes de liquidez
Hipótesis 3.3	Variaciones endeudamiento	Directa (+)	Déficit de fondos

(\*) Si el orden jerárquico se cumpliera con total rigurosidad esta relación directa debería ser 1 a 1, es decir, cada euro de déficit de fondos debería producir un euro de incremento de deuda



## CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

El tercer capítulo revisa la metodología empleada en el trabajo para validar empíricamente las hipótesis formuladas que se resume en la siguiente ficha técnica:

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Muestra</li>   <li>• Fecha</li>   <li>• Último ejercicio económico</li>   <li>• Tipos de cuentas</li>         <li>• Bases de datos</li> </ul>	<p>Todo el universo: <b>112 empresas cotizadas en la bolsa española</b>                  Excluidas de la investigación: <b>empresas financieras, empresas con sede social en otros países europeos y empresas integrantes del mercado Latibex, y también empresas para las que no hay información de detalle en las bases de datos empleadas</b></p> <p>Cotizadas en la bolsa española a <b>1 de enero de 2009</b></p> <p><b>Cuentas auditadas de 2008</b>, registradas durante el año 2009</p> <p><b>Cuentas anuales consolidadas (*)</b> producidas bajo las <b>Normas Internacionales de Contabilidad</b>                  (*) Excepto para Vueling Airlines, Puleva Biotech, Española de Zinc, Federico Paternina, Solaria Energía y Medioambiente, y Renta 4 Servicios de Inversión que no forman grupo de empresas a efectos de consolidación</p> <p><b>OSIRIS</b> (base de datos mundial con información financiera de empresas cotizadas)  <b>SABI</b> (base de datos de información financiera de empresas españolas y portuguesas)                  Información de mercados procedente de la <b>Sociedad de Bolsas S.A.</b></p>
--	---

**Fuente:** elaboración propia

De las 168 empresas cotizadas a 01/01/2009 se han excluido de la investigación las siguientes: las empresas financieras (13) ya que debido a su especial actividad estas compañías tienen una estructura de balance completamente diferente, las empresas con sede social en otros países europeos (5) y las empresas integrantes del mercado Latibex (33) debido a que no presentan cuentas consolidadas en España, y las empresas para las que no hay información de detalle en las bases de datos empleadas (5).

En la metodología también se ha realizado una revisión de los principales trabajos empíricos en este campo, tras la cual se han determinado las variables más apropiadas para nuestra contrastación empírica.

Por un lado se han propuesto **seis indicadores de medición del endeudamiento corporativo** con diferentes características en relación a si consideran toda la deuda o sólo la deuda a largo plazo, si valoran los fondos propios por su valor en libros o los valoran a precios de mercado, o si se trata de mediciones del volumen de deuda o de su variación. Estos seis indicadores sobre el endeudamiento corporativo son:

<b>Variables medición endeudamiento</b>	<b>Total deuda / Deuda a LP</b>	<b>Valor libros / Valor mercado</b>	<b>Nivel deuda / Variación deuda</b>	<b>Algunas investigaciones empíricas que las han empleado</b>
D1. Ratio de endeudamiento	<b>Total deuda</b>	<b>Valor libros</b>	<b>Nivel deuda</b>	RAJAN y ZINGALES (1995), WELCH (2004)
D2. Ratio de endeudamiento a largo plazo	<b>Deuda a LP</b>	<b>Valor libros</b>	<b>Nivel deuda</b>	SCHWARTZ y ARONSON (1967), MARSH (1982), AUERBACH (1983), JALILVAND y HARRIS (1984)
D3. Ratio de endeudamiento a largo plazo a valor de mercado	<b>Deuda a LP</b>	<b>Valor de mercado</b>	<b>Nivel deuda</b>	TAGGART (1977), BRADLEY, JARRELL y KIM (1984), TITMAN y WESSELS (1988) MackIE-MASON (1990)
D4. Ratio de endeudamiento a largo plazo sobre ventas	<b>Deuda a LP</b>	<b>No aplica</b>	<b>Nivel deuda</b>	SHYAM-SUNDER y MYERS (1999)
D5. Indicador diferencia del ratio de endeudamiento a largo plazo	<b>Deuda a LP</b>	<b>Valor libros</b>	<b>Variación deuda</b>	FAMA y FRENCH (2002), LEARY y ROBERTS (2005)
D6. Variación neta del endeudamiento a largo plazo	<b>Deuda a LP</b>	<b>No aplica</b>	<b>Variación deuda</b>	SHYAM-SUNDER y MYERS (1999), FRANK y GOYAL (2003)

**Fuente: elaboración propia**

Por otro lado se ha propuesto emplear **doce indicadores explicativos del endeudamiento** derivados del análisis de los tres modelos teóricos descritos.

<b>Variables explicativas</b>	<b>BE</b>	<b>GC</b>	<b>OJ</b>	<b>Fórmulas</b>	<b>Algunas investigaciones empíricas que las han empleado</b>
Rentabilidad	X	X	X	Benef. Oper. / activos	KIM y SORENSEN (1986)
Volatilidad rentabilidad	X	X		Des.Est. (B.Op.) / activos	MARSH (1982)
Presión fiscal	X			Imp. Sociedades / BAI	WELCH (2004)
Nivel de créditos fiscales	X			CF Acum. / activos	MackIE-MASON (1990)
Inversión en AF tangibles	X	X		AF tangibles / (DLP+FP)	LONG y MALITZ (1983)
Oportunidades de inversión		X		Ratio Q	BARCLAY y SMITH (1995)
Oportunidades de inversión		X		Beta IBEX-35 a 1 año	KORAJCZYK y LEVY (2003)
Tamaño		X		Ln (ventas netas)	TITMAN y WESSELS (1988)
Indicador de diversificación		X		Número de subsectores	-
Indicador pago dividendos		X		Dummy (0,1)	GRAHAM (2000)
Liquidez		X	X	Liquidez / activos	CHEN y JIANG (2001)
Déficit/superávit fondos			X	Divid. + Inver. + Incr.FM – flujos caja operativos	SHYAM-SUNDER y MYERS (1999)

**Fuente: elaboración propia**

## **CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO**

El análisis empírico ha consistido en la aplicación de diferentes métodos estadísticos y econométricos a los datos disponibles sobre las empresas cotizadas en el mercado bursátil español. De esta manera se han podido contrastar las hipótesis planteadas sobre los modelos teóricos que explican las decisiones de financiación corporativa.

El análisis realizado en esta validación empírica se ha dividido en tres partes:

### **Parte 1. Análisis estadístico básico**

En esta primera parte se ha realizado un análisis estadístico básico de las variables para medir el endeudamiento y de las variables explicativas del mismo. Se han calculado y analizado el promedio, la mediana, la varianza, la desviación estándar, el máximo, el mínimo, etc. Estos estadísticos también se han calculado para diferentes grupos de empresas según tamaño (índice bursátil) y sector de actividad en el que operan.

### **Parte 2. Análisis bivalente**

Esta segunda parte del análisis empírico se ha centrado en:

- Análisis de las relaciones de dependencia lineal entre cada par de las doce variables explicativas del nivel de endeudamiento identificadas.
- Análisis bivalente, mediante el cálculo de la correlación simple entre cada una de las variables dependientes que mide el endeudamiento corporativo, y cada una de las variables independientes identificadas.

### **Parte 3. Modelos de regresión para los tres modelos teóricos**

Finalmente se ha planteado un modelo de regresión específico para cada uno de los tres modelos teóricos sobre financiación corporativa presentados:

- Modelos de balance estático. No se ha podido generar un modelo de regresión ya que sólo se ha mostrado significativa una variable explicativa.
- Modelos de gestión del crecimiento. Correlación múltiple del ratio endeudamiento a largo plazo a precios de mercado con el subconjunto de las variables independien-

tes identificadas que han demostrado mayor poder explicativo (tamaño y volatilidad de los beneficios operativos).

- Modelos de clasificación jerárquica. Correlación simple entre la variación neta del endeudamiento a largo plazo y el déficit/superávit de fondos. Este modelo también se ha preparado sólo para las 61 empresas con déficit de fondos.

## **CAPÍTULO V. CONCLUSIONES**

### **Conclusiones generales**

Este trabajo de investigación empírica sobre la estructura óptima de endeudamiento corporativo realizado con las empresas españolas cotizadas aborda un tema de actualidad e interés. En primer lugar, por referirse a un problema que a pesar de ser considerado clásico sigue siendo muy actual. Una estructura de financiación poco apropiada a las características y circunstancias de una empresa puede poner en peligro su sostenibilidad a medio y largo plazo. Y en segundo lugar por la cada vez mayor relevancia que actualmente tiene la investigación empírica en este campo al estar disponible más información financiera de las empresas, ser ésta más fácilmente accesible, y resultar mucho más sencillo su procesamiento y análisis.

El trabajo de investigación además supone una aportación al conocimiento sobre las prácticas de financiación de las empresas españolas cotizadas. En nuestro país no se han realizado suficientes trabajos de evidencia empírica en este campo, y hay un limitado conocimiento sobre los motivos finales que más influyen en las empresas al determinar su estructura de financiación.

Las principales aportaciones de la investigación en lo relativo a revisión de las explicaciones teóricas, datos usados y metodología empírica empleada pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Tras la revisión teórica realizada ha sido posible encuadrar las múltiples y variadas explicaciones teóricas formuladas sobre la estructura óptima de capital en tres grandes modelos teóricos. Este marco teórico integrador es sobre el que se han definido las hipótesis a contrastar empíricamente.

- Se han propuesto seis indicadores de medición del endeudamiento corporativo con diferentes características en relación a si consideran sólo la deuda a largo plazo o todo el endeudamiento (a largo plazo y a corto plazo), si valoran los fondos propios por su valor en libros o los valoran a precios de mercado, o si se trata de mediciones del volumen de deuda o de su variación. Las mediciones obtenidas se han comportado tal y como se esperaba al definir las, es decir, los valores obtenidos están dentro de los posibles rangos anticipados al presentarlos, por lo que son consistentes con su definición.
- También se ha propuesto emplear doce indicadores explicativos del endeudamiento que se han derivado del análisis de las diferentes aportaciones teóricas revisadas. Las correlaciones parciales obtenidas entre las variables explicativas empleadas son bastante bajas, lo que nos confirma que las variables explicativas elegidas no son redundantes, y que los modelos de regresión empleados no tienen problemas de multicolinealidad.
- El presente trabajo de investigación empírico se ha centrado en empresas cotizadas. No obstante, la medición de endeudamiento a precios de mercado empleada ha obtenido unas conclusiones similares a la medición por valoración según libros contables. Además las variables explicativas que se han mostrado significativas no incorporan datos financieros de los mercados bursátiles, si no que sólo contienen datos financieros provenientes de los estados contables. Existe por tanto la oportunidad de profundizar en este tipo de investigaciones empíricas sobre la estructura de capital de las empresas considerando en la muestra de trabajo también empresas no cotizadas.

Las conclusiones básicas de la contrastación empírica realizada con las empresas españolas cotizadas sobre los tres grandes modelos teóricos de la estructura óptima de capital podrían resumirse de la siguiente manera:

### **Modelos de balance estático**

Los modelos de equilibrio estático han encontrado muy poco soporte en nuestra investigación empírica, especialmente en la parte relativa a las ventajas fiscales de la financiación mediante deuda, ya que ni el nivel de rentabilidad, ni el grado de presión fiscal,

ni la existencia de créditos fiscales, se han mostrado explicativos del nivel de endeudamiento corporativo.

En cambio sí que se ha mostrado significativa la existencia de alto riesgo de no poder hacer frente a la carga de una elevada deuda.

Parece, por tanto, que no se puede confirmar la existencia de un óptimo u objetivo de financiación de la empresa resultado de un equilibrio entre las ventajas y los costes del endeudamiento como defienden los modelos de balance estático.

### **Modelos de gestión del crecimiento**

Los modelos de gestión del crecimiento han encontrado relativo soporte en nuestra investigación empírica:

- El tamaño de las empresas y la variabilidad de sus beneficios operativos se han mostrado altamente determinantes de los niveles de endeudamiento corporativo, lo cual soporta la idea de que las empresas más grandes y con flujos de caja estables tendrán más tendencia a asumir niveles más elevados de deuda.
- Las empresas con bajo endeudamiento han mostrado tendencia a tener políticas de dividendos más restrictivas y mayores excedentes de liquidez que las empresas más endeudadas, lo que confirma su mayor preocupación por la flexibilidad financiera.
- Además se han obtenido niveles de deuda significativamente distintos entre sectores económicos, lo que también es pronosticado por los modelos de gestión del crecimiento.
- Las otras variables identificadas para contrastar estos modelos explicativos (rentabilidad operativa, oportunidades de inversión rentable, peso de los activos fijos tangibles y diversificación) no han podido ser confirmadas empíricamente, si bien es verdad que al menos no han sido rechazadas.

Todo lo anterior soporta las tesis básicas de los modelos de gestión del crecimiento sobre las diferentes políticas de endeudamiento y de retribución de los accionistas que realizan cada tipo de empresa.

Los resultados obtenidos son consistentes con la abundante evidencia empírica que muestra que las empresas maduras que financian muchos activos reales, usan relati-

vamente más deuda y retribuyen más sus accionistas que las empresas más pequeñas y con oportunidades de crecimiento. Estas últimas prefieren la financiación mediante fondos propios, llevar políticas más restrictivas de dividendos y mantener mayores niveles de liquidez, para así no comprometer su flexibilidad financiera.

### **Modelos de clasificación jerárquica**

Los modelos de clasificación jerárquica también han encontrado relativo soporte empírico en nuestra investigación. Se ha obtenido una elevada significancia estadística entre el déficit de fondos y la variación del endeudamiento a largo plazo. Esto confirma la tesis básica planteada por estos modelos de que muchas empresas cubren el posible déficit entre las necesidades de fondos y los fondos generados internamente preferentemente con nuevo endeudamiento.

Existe un relativo consenso en pensar que, en el corto plazo, las empresas siguen un cierto orden jerárquico, y que este modelo explica mejor el comportamiento puntual de las empresas en sus continuas decisiones de financiación.

Efectivamente, en el corto plazo, las empresas de nuestra investigación han mostrado que siguen un cierto orden jerárquico, que es además más acusado en las situaciones de déficit de fondos que en las situaciones de superávit. Parece que los modelos de clasificación jerárquica explican bastante bien el comportamiento puntual de las empresas en sus continuas decisiones de financiación, especialmente en situaciones de necesidad de fondos.

### **Conclusión final**

A modo de resumen se podría concluir que la evidencia empírica obtenida en nuestra investigación nos muestra que la estructura de financiación de las empresas españolas cotizadas es claramente dependiente de su tamaño y de la volatilidad de resultados. El sector de actividad en el que operan, la política de dividendos que siguen y los niveles de liquidez que mantienen parecen tener también cierto poder explicativo sobre la política de financiación. No obstante, en el corto plazo, especialmente cuando se dan situaciones de déficit de fondos, sus decisiones parecen responder a un cierto orden jerárquico.