

# La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española

---

**REALIZADA POR** Ana Vendrell Vilanova.

**DIRIGIDA POR** José Luis Gallizo Larraz.

**LUGAR DE CELEBRACIÓN** Universitat de Lleida.

**FECHA DE LECTURA** 20 de junio de 2007.

**TRIBUNAL** Joaquim Rabaseda Tarrés (Presidente).  
Ramón Saladrigues Solé (Secretario).  
Manuel Salvador Figueras (Vocal).  
Ricard Monclús Guitart (Vocal).  
Natividad Blasco de las Heras (Vocal).

---

## RESUMEN

El debate sobre la existencia de una estructura de capital óptima y la manera de determinarla se remonta a las últimas cuatro décadas desde que el trabajo seminal de Modigliani y Miller (1958) introdujera sus proposiciones de irrelevancia de la deuda sobre el valor de la empresa. La decisión de endeudamiento adquiere nueva relevancia y mayor desarrollo al relajar progresivamente las hipótesis de partida de dicho trabajo, a través de la introducción de las distintas imperfecciones del mercado de capitales —la existencia del sistema impositivo, las dificultades financieras y los costes de agencia— que afectan al comportamiento financiero de las empresas.

En este sentido, factores tales como los costes de quiebra contrarrestan las ventajas asociadas a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros de la deuda en el impuesto de sociedades, y contribuyen a la existencia de ratios óptimos de endeudamiento. Sin embargo, la existencia de conflictos de intereses entre accionistas, directivos y proveedores de fondos confiere un nuevo papel a la estructura de capital como resolutive de los mismos, añadiendo otra razón para reconsiderar la existencia de un nivel óptimo de la misma.

La consideración de las anteriores imperfecciones se recoge en una de las principales teorías sobre la estructura de capital; es la denominada teoría del equilibrio estático o trade-off según la cual la empresa puede alcanzar un nivel de endeudamiento óptimo o una estructura de capital óptima.

La incorporación de una nueva imperfección, la asimetría informativa, da lugar al nacimiento de la otra teoría sobre la estructura de capital de gran importancia: la de la clasificación jerárquica o *pecking order*. Dicha teoría establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar, sino que siguen un orden jerárquico en la utilización de la financiación decantándose, en primer lugar, por la financiación interna y recurriendo a la financiación con deuda, en caso de insuficiencia de la anterior, siendo la emisión de capital, la opción que ocupa el último lugar.

Dentro del ámbito de investigación de la estructura financiera de las empresas se desarrolla una línea que contempla el estudio de los factores que influyen en la decisión de endeudamiento de las mismas. Los factores considerados observan diferentes aspectos o características socio-económicas propias de la empresa y/o de su entorno económico e institucional. El estudio

particular de los factores determinantes de la decisión de endeudamiento pretende responder a la cuestión siguiente «¿Por qué las empresas tienen diferentes niveles de endeudamiento y de qué depende?» o, dicho de otro modo, «¿Cuáles son las características o factores que influyen más decisivamente en el nivel de endeudamiento de una empresa?».

Sin embargo, todavía no existe consenso pleno, entre los diferentes autores, acerca de cuáles son los factores realmente significativos a la hora de determinar el endeudamiento empresarial y de cuál es el efecto definitivo del mismo sobre el endeudamiento.

Los factores determinantes utilizados en nuestro trabajo de investigación son los considerados como más influyentes por los estudios de revisión más significativos, esto es: los escudos fiscales de la deuda, la rentabilidad económica, los escudos fiscales alternativos a la deuda, el crecimiento, las garantías patrimoniales o colateral, el tamaño, el riesgo empresarial, la edad, el sector de actividad, el coste financiero, la emisión de nueva deuda y el entorno económico e institucional.

El hecho de que las principales aportaciones teóricas y empíricas se centren en el estudio de la decisión de endeudamiento total y de las empresas de gran tamaño nos ha incentivado a abrir el campo de estudio hacia otros horizontes no tan explorados. Nos referimos al estudio de la estructura de madurez de la deuda y al análisis diferenciando los distintos tamaños empresariales.

Nuestra hipótesis de trabajo ha consistido en esperar que las decisiones de endeudamiento tomadas por las empresas manufactureras españolas sean explicadas en su mayor parte por los factores o variables de tipo socio-económico que fundamentan la teoría del orden jerárquico. Que la madurez de la deuda y el tamaño empresarial provocan la existencia de diferentes estructuras de endeudamiento. Y, finalmente, que las empresas de menor tamaño tienen dificultades de acceso a la financiación con deuda bancaria, en el vencimiento a largo plazo. La existencia de restricciones a la financiación en el grupo de empresas de pequeño y mediano tamaño la contrastamos a través de las variables que han sido reconocidas por la literatura como detectoras de dicha problemática: el tamaño, las garantías patrimoniales, el coste financiero, la emisión de nueva deuda, el

entorno económico y el número de empresas que obtienen financiación con deuda.

El estudio empírico se lleva a cabo a partir de la base de datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) con una muestra de 1.320 empresas manufactureras españolas, durante el periodo de 1993-2001.

Llevamos a cabo un estudio empírico exploratorio preliminar con el objetivo de conocer la estructura financiera y sus factores determinantes —que incluye un análisis multidimensional cluster que identifica los patrones de endeudamiento.

Una vez conocida a fondo la decisión de endeudamiento y sus factores determinantes en las empresas manufactureras españolas hemos planteado el modelo econométrico, para evaluar simultáneamente el efecto de los diferentes factores determinantes sobre el endeudamiento de las empresas manufactureras españolas, así como sobre la estructura de madurez y para los distintos tamaños.

A nivel empírico, hemos planteado un modelo de regresión logística de forma dinámica para mejorar la capacidad predictiva del modelo y evitar las interdependencias de la variable dependiente con las independientes. Hemos incorporando los factores determinantes del endeudamiento como variables independientes y el nivel de endeudamiento de la empresa como variable dependiente para obtener los coeficientes estimados y su significatividad con contrastes estadísticos adecuados.

A raíz de haber descubierto, en el análisis exploratorio, la existencia de un grupo muy importante de empresas que no obtenían financiación con deuda a largo plazo hemos planteado modelos econométricos específicos, de regresión tobit, para las empresas endeudadas a largo plazo e introducir el análisis de las restricciones financieras que esperamos afecte a las de menor tamaño.

Los resultados obtenidos del estudio empírico han confirmado el cumplimiento de nuestra hipótesis de trabajo según la cual las decisiones de endeudamiento tomadas por las empresas manufactureras españolas están dirigidas por los factores que la teoría del orden jerárquico considera como fundamentales, es decir, por las variables de la rentabilidad y la inversión/crecimiento, y de mejor forma en las empresas pyme respecto a las grandes empresas. Demostrando, al mismo tiempo, la mejor adecuación de la teo-

ría del orden jerárquico para explicar los patrones de endeudamiento de las empresas manufactureras españolas —frente a su competidora directa, la teoría del equilibrio estático.

Hay que remarcar, también, que en el resultado que hemos obtenido el colateral se ha mostrado como una de las variables más influyentes en la

determinación del endeudamiento de las empresas manufactureras españolas.

Además, se ha constatado que las empresas pyme —aunque en mayor proporción las pequeñas— padecen dificultades financieras a la hora de obtener deuda bancaria a largo plazo —en cantidad y precio.