



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE MÁSTER**  
**MÁSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN  
EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL**

**AUTOR: KAREN VIVIANA PINTADO AGILA**

**DIRECTORA:**

**Cristina del Río**

PAMPLONA- IRUÑA

27-06-2016

## **RESUMEN**

El interés a la hora de realizar este TFM es la importancia que adquieren las decisiones de estructura de capital en el valor de las empresas. Así, el objetivo del mismo es analizar en qué medida determinadas variables afectan a las decisiones tomadas sobre la estructura de capital adoptada por las empresas que cotizan en el mercado bursátil español.

Las variables y factores analizados que pueden condicionar las decisiones en torno a la financiación de la empresa (deuda vs recursos propios) no se ciñe únicamente a variables de índole financieras. De esta forma, el trabajo aborda la relación entre la estructura de propiedad, el gobierno corporativo y la estructura de capital.

El que las condiciones de acceso de las empresas españolas al crédito bancario y a los mercados financieros haya cambiado considerablemente a partir de la crisis motiva que, en el trabajo se evalúe su repercusión sobre el nivel de endeudamiento de las empresas.

## **ABSTRACT**

The interest of performing this Master degree Thesis Work is the importance acquired by the decisions of capital structure in the value of companies. Thus, the objective is to analyze how certain variables affect decisions on capital structure adopted by companies quoted on the Spanish stock market.

The analyzed variables and factors that may influence decisions around the funding of the company (debt vs. equity) are not limited only to variables of financial nature. Hence, this thesis work addresses the relationship among the ownership structure, corporate governance and capital structure.

The fact that the conditions of access for Spaniards companies to the bank credit and financial markets have changed considerably since the Spanish crisis, therefore is compared, in this work, the impact on the level of indebtedness of companies.

# ÍNDICE

RESUMEN.....	2
INTRODUCCIÓN.....	4
<b>1. ESTRUCTURA DE CAPITAL: EVOLUCIÓN TEÓRICA.....</b>	<b>7</b>
1.1. TEORÍA DE MERCADOS PERFECTOS.....	8
1.2. TEORÍAS BASADAS EN MERCADOS IMPERFECTOS.....	9
5.1.1 <i>Corrección Miller y Modigliani (1963)</i> .....	10
5.1.2 <i>Modelo Miller (1977)</i> .....	10
5.1.3 <i>Teoría de los costes de agencia (Berle y Means, 1932 y Coase, 1937)</i> .....	10
5.1.4 <i>Información asimétrica (Stiglitz, Akerlof y Spence, 2001)</i> .....	10
5.1.5 <i>Trade-Off</i> .....	11
5.1.6 <i>Pecking Order (Jensen, 1986)</i> .....	12
<b>2. DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL: EVIDENCIA EMPÍRICA.....</b>	<b>13</b>
2.1. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS.....	13
2.2. CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES.....	15
<b>3. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD .....</b>	<b>17</b>
<b>4. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO .....</b>	<b>20</b>
<b>5. ESTRUCTURA DE CAPITAL, ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL.....</b>	<b>22</b>
5.1. ANÁLISIS DEL SECTOR NO FINANCIERO DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL.....	28
5.1.1 <i>Data base</i> .....	28
5.1.2 <i>Hipótesis y especificación del modelo</i> .....	28
5.1.3 <i>Resultados empíricos</i> .....	32
<b>6. CONCLUSIONES.....</b>	<b>38</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS .....</b>	<b>40</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>43</b>

## INTRODUCCIÓN

Toda empresa u organización se encuentra desde el momento de su creación ante el debate de cómo crear valor con el fin de alcanzar un objetivo planteado, un objetivo que puede ser tan común como independiente en cada caso, según los agentes económicos intervinientes, el mercado o el tipo de empresa. Es así como aparece la necesidad de decidir qué estructura debe ser adoptada para lograr dicho fin y a partir de aquí es cuando surgen todo tipo de supuestos y variables que condicionan, de una u otra forma, esa decisión.

Han sido numerosos los estudios sobre cómo las empresas deciden estructurar su capital de una u otra manera, con el objetivo de maximizar su valor o minimizar sus costes, además de aquellos en los que se analizan distintas variables relacionadas con la estructura de las organizaciones y el nivel de efecto que causan sobre las decisiones de dicha estructura.

Por esta razón resulta interesante y necesario ahondar y analizar la evolución que se ha producido en torno al conocimiento de las decisiones de estructura de capital. Los primeros estudios sobre esta cuestión se centraban en variables económico-financieras como principales factores que determinaban el nivel de endeudamiento de las empresas. Posteriormente, estudios más recientes han ido más allá y han tratado de explicar el papel que juega tanto la estructura de propiedad como el gobierno corporativo a la hora de obtener los recursos financieros que la empresa necesita.

En este sentido, es lógico plantear el tema en relación al periodo de crisis atravesado en los mercados en los últimos años, puesto que las decisiones financieras se han visto condicionadas a los cambios que se han producido, teniendo que recurrir al aumento de recursos propios en detrimento de la financiación ajena.

La crisis económica mundial comenzó en el año 2008 y fue originada en los Estados Unidos de América. Entre sus principales causas se encuentran los fallos en la regulación económica, la gran cantidad de delitos cometidos por los bancos, la mejora de los precios de materias primas debido a una mayor demanda de las mismas y a un mercado mundial más competitivo, la sobrevalorización del producto, la crisis alimentaria mundial y energética, y la amenaza de una recesión en todo el mundo, así como una crisis hipotecaria, crediticia y de confianza en los mercados.

En el caso de Europa, El Banco Central Europeo (BCE) fue incapaz de prever la crisis, tomó las primeras medidas con retraso, y básicamente impuso medidas de austeridad y contención del gasto público, que han hecho al crédito escaso y han dificultado el acceso a

financiación de consumidores y productores. El fenómeno se expandió rápidamente por los diversos países europeos.

La crisis dejó a los mercados en un estado delicado, sobre todo en la economía española en la que el crecimiento estaba basado en un creciente endeudamiento (Mañas, 2010).

Los efectos de la crisis económica tuvieron un fuerte impacto en el sistema financiero español. Los impagos de numerosas empresas y particulares junto a la mala gestión llevaron a la intervención de algunas entidades financieras por parte del Estado. Este hecho cambió radicalmente la moda de endeudamiento que venía predominando hasta el momento en el mercado español.

Es por ello que resulta clave analizar este periodo y conocer como las relaciones entre las distintas variables y las decisiones de estructura de capital se han visto afectadas por el periodo de inestabilidad que han sufrido los mercados financieros.

En este sentido el trabajo trata de dar luz a algunos de los interrogantes que surgen alrededor de los determinantes de la estructura de capital de las empresas que cotizan en el mercado bursátil español. Dado que el sector al que pertenece la empresa puede condicionar la estructura financiera de ésta, el análisis se realiza por sectores, atendiendo a los distintos índices sectoriales españoles: bienes de consumo; materiales básicos, industria y construcción; petróleo y energía; servicios de consumo; y tecnología y telecomunicaciones.

Como ya se ha expuesto, el interés a la hora de realizar este trabajo es la importancia que adquieren las decisiones de estructura de capital en el valor de las empresas. Adicionalmente, existe también un interés académico, planteando, contrastando y comprendiendo mejor las relaciones de las distintas variables con la estructura de capital, aportando evidencias empíricas.

El trabajo se estructura de dos partes. En la primera parte se ofrece una revisión teórica de las distintas teorías existentes al respecto, entre ellas la tesis tradicional (1950), de Miller y Modigliani (1958), Corrección de Miller y Modigliani (1963), Modelo de Miller (1977), costes de agencia (Berle y Means, 1932 y Coase, 1937), información asimétrica (Stiglitz, Akerlof y Spence, 2001), Trade Off (Myers; 1984), y Pecking Order (Jensen, 1986). También se presentan algunas de las evidencias empíricas aportadas en trabajos previos. En la segunda parte se recoge el análisis realizado para las empresas españolas por sectores, aportando la base de datos utilizada, la metodología empleada y los resultados.

De esta forma el trabajo se ha estructurado en 5 apartados: i) en el primer apartado nos centraremos en conocer la estructura de capital y las distintas teorías que han ido apareciendo con el paso de los años; ii) después analizaremos los determinantes de la estructura de capital en consonancia a las teorías analizadas en el primer apartado; iii) se analizará el efecto y relación entre la estructura de capital y estructura de propiedad; iv) se abordará el efecto y relación entre estructura de capital y gobierno corporativo; v) Estructura de capital, estructura de propiedad y gobierno corporativo de las empresas que cotizan en los índices del mercado bursátil español; vi) y por último aportaremos las conclusiones obtenidas y las reflexiones necesarias sobre el estudio realizado.

## 1. ESTRUCTURA DE CAPITAL: EVOLUCIÓN TEÓRICA

El valor de una empresa viene definido por el valor actual de los flujos de caja futuros que resulten de los activos, las inversiones y las actividades llevadas a cabo por la misma, resultados que son propiedad de los inversores que han aportado sus recursos económicos con el fin de obtener una determinada rentabilidad, refiriéndonos no sólo a accionistas o propietarios sino también a acreedores externos (Mascañeras, 2008). Por ello el valor de mercado de una empresa se representa con una función en la cual se relacionan ambas fuentes de financiación, función que parece simple al ser formulada pero que resulta realmente compleja al desglosarse:  $V = E + D$

donde V es el valor de mercado de la empresa; E, proveniente de “*Equity*”, define el capital aportado por propietarios y accionistas, los llamados fondos propios; y D, es el valor de la deuda aportada por acreedores. Es necesario dejar claro que V, a pesar de ser una variable obtenida de forma endógena, no resulta de la suma de las otras dos variables. V depende de los flujos de caja que genere la organización y es a partir de esta variable desde donde se calculan las otras dos.

Por lo tanto, nos encontramos con la estructura de capital que posee una empresa u organización y el principal problema al cual se enfrentan aquellos que toman las decisiones sobre la misma teniendo en cuenta que además, V es una variable en la cual influyen otras numerosas variables y supuestos no recogidos en esta fórmula.

Las teorías sobre estructura de capital han ido evolucionando desde 1950 partiendo del debate sobre la existencia o no de una estructura de capital óptima basado en la defensa de dos tipos de mercados distintos, mercados perfectos y mercados imperfectos (Zambrano y Acuña, 2011).

Las primeras tesis más relevantes enfocadas en ambientes que se aproximaban a posiciones de mercados perfectos fueron la Tesis Tradicional y la Tesis de Miller y Modigliani (1958), quienes defendían la existencia de una estructura de capital óptima aunque más tarde se contradecirían con sus resultados, como veremos en el siguiente apartado.

Estas primeras teorías se desarrollaron en mercados de capitales eficientes, sin embargo, aquellas teorías consideradas modernas, se basaban en la existencia de imperfecciones en el mercado que afectan de una u otra forma al valor de las empresas. Este segundo bloque de teorías hace alusión a la ventaja fiscal de la deuda, los costes de financiación, costes de insolvencia, información asimétrica y distintos conflictos que surgen entre propietarios y administradores.

## 1.1. Teoría de mercados perfectos

Las primeras teorías sobre estructura de capital aparecen bajo supuestos que consideran ambientes próximos a mercados perfectos, con hipótesis basadas en la inexistencia de costes a la información, costes de quiebra o impuestos, mercados competitivos, igualdad de oportunidades y expectativas homogéneas. Dentro de las teorías basadas en este tipo de mercados se estudian dos de las más relevantes, la Tesis Tradicional y la de Miller y Modigliani de 1958.

La defensa de una estructura de capital óptima aparece en 1950 con la **Tesis Tradicional o de Relevancia** que consideraba la existencia de una combinación óptima entre la deuda que podía conseguir una organización y los recursos propios que podían dedicarse a la misma de tal manera que, el coste de capital resulte mínimo y se maximice su valor. Uno de los trabajos más importantes que defendían esta teoría fue el de Durand (1952) en el cual se demostró que al maximizar los ingresos de una empresa no siempre se maximizaba su valor.

En esta primera teoría se destaca la importancia y relevancia del apalancamiento financiero como forma de aumentar el valor de la organización a través de un mayor volumen de deuda, puesto que esta disminuiría el coste de capital al ser la fuente de financiación más barata. Claro está que la deuda no siempre resultaba la mejor opción, sino que era necesario considerar los riesgos de insolvencia que harían más exigentes a los accionistas aumentando así los costes de capital, por lo que, en este caso, un exceso de deuda disminuiría el valor de la empresa.

Desde este punto de vista, el directivo debía tomar una decisión sobre la cantidad de deuda que optimizaría la estructura de capital de su organización y el valor de la misma.

Con los mercados perfectos como base aparece la **Tesis de Miller y Modigliani (1958)** o Tesis de Irrelevancia, en la cual ambos autores consideraban que la estructura financiera era irrelevante para el valor de la empresa y que ese valor dependía más bien de los resultados operativos que se obtuviesen. De esta manera se convertían al valor de la empresa y al coste en variables independientes de la estructura de capital debido a la consideración de que los mercados estaban exentos de imperfecciones. Dentro de esta teoría se realizó una puntualización en la que, a medida que apareciesen imperfecciones en el mercado, los cambios que se produjesen en la estructura financiera afectarían directamente al valor de la compañía, siendo una de las principales imperfecciones la existencia de impuestos que encarecen directamente la deuda.



Como era de esperar estas teorías sentarían la base para aquellas que irían apareciendo y resaltarían la evolución de este debate. A medida que las empresas operaban, los mercados se conocían con mayor profundidad, aparecían imperfecciones, se cuestionaban nuevos supuestos y los mismos se estudiaban desde perspectivas diferentes. Principalmente aparecieron los impuestos, los costes de quiebra, costes de agencia y demás conflictos internos y externos que afectan a las organizaciones. De esta manera se ponía en duda la idea de que existía una estructura de capital óptima, basada en mercados perfectos y que maximizase el valor de la empresa.

Las mayores críticas iban dirigidas al efecto apalancamiento financiero y a las diferencias que existen tanto entre las organizaciones como entre los individuos que toman las decisiones en ellas. Esto se refiere a que cada organización tiene necesidades distintas y recursos diferenciados los cuales deben ser utilizados por sus directivos de una u otra manera con el objetivo de maximizar su valor, teniendo en cuenta a su vez, las diferencias en los comportamientos y aspiraciones de los propios directivos.

Fue de esta forma como aparecieron teorías nuevas que consideraban escenarios de incertidumbre y comportamientos distintos, tanto de los mercados como de los individuos, estableciendo mercados imperfectos que refutaban las teorías vistas con anterioridad y marcaban el periodo de evolución de las mismas.

## **1.2. Teorías basadas en mercados imperfectos**

Varios autores han expuesto sus críticas a estas primeras teorías sobre la estructura de capital. Algunos de ellos como Eugene Fama (1978), Stiglitz (1969), Brealey y Myers (1996), critican el efecto de las decisiones financieras, del riesgo y de la política de dividendos sobre la estructura de capital. Prácticamente todas las críticas iban dirigidas a la consideración de las primeras teorías de que no existían imperfecciones en el mercado. Los mercados de capitales se destacan por la existencia de impuestos, costes y conflictos, tanto internos como externos, de las organizaciones que influyen directamente en las decisiones de los directivos sobre la estructura de capital dirigidas a maximizar su valor.

El reconocimiento de imperfecciones en los mercados da origen a teorías que recogen esas imperfecciones para explicar la estructura de capital: Corrección de Miller y Modigliani (1963), Modelo de Miller (1977), Los costes de agencia (Berle y Means, 1932 y Coase,

1937), Teoría de la información asimétrica (Stiglitz, Akerlof y Spence, 2001), Teoría del Trade Off (Myers; 1984), y la Teoría del Pecking Order (Jensen, 1986).

#### *5.1. 1 Corrección Miller y Modigliani (1963)*

Se trata de la corrección del primer artículo de Miller y Modigliani de 1958 basado en mercados perfectos. En esta corrección, siendo estos autores pioneros en la misma, se repara en la existencia de una ventaja fiscal al recurrir a la financiación externa en forma de deuda. Como consecuencia, se observaba una elevación general en el nivel de endeudamiento de las empresas. Se resaltaba la importancia de los impuestos en las organizaciones y su gran influencia en la estructura de capital. Ambos autores defendían la existencia de una estructura óptima a través un mayor nivel de endeudamiento dada la ventaja fiscal que se obtiene del impuesto al utilizar deuda externa.

#### *5.1. 2 Modelo Miller (1977)*

Una de las deficiencias que revoca la teoría de que los mercados son perfectos es el impuesto sobre las personas físicas, haciendo alusión a los costes de quiebra que podrían aparecer por el endeudamiento de las organizaciones. Esta deficiencia es tratada por Miller (1997), quien concluyó que la ventaja fiscal al endeudarse se ve anulada por este impuesto y retoma la teoría de que la estructura de capital no afecta al valor que va tener la empresa debido a que obtiene evidencias empíricas de que la reducción de impuestos por utilizar deuda no mejora la estructura de capital de las empresas.

#### *5.1. 3 Teoría de los costes de agencia (Berle y Means, 1932 y Coase, 1937)*

Los conflictos a los que hacen referencia este tipo de costes surgen de los contratos realizados entre los diferentes grupos de interés de una empresa, debido a que cada parte se dirige hacia la maximización de su propio beneficio. Así se estudia la estructura de capital desde este tipo de conflictos en los que se ven involucrados tanto socios y directivos como acreedores, todos aquellos que aportan capital a la organización. A pesar de estos conflictos que dan origen a los llamados costes de agencia, se concluye en que es posible encontrar una estructura de capital óptima que consiga compensar estos costes con los beneficios de la deuda, todos ellos derivados de las relaciones de agencia (Jensen y Meckling, 1976).

#### *5.1. 4 Información asimétrica (Stiglitz, Akerlof y Spence, 2001)*

En este caso se hace frente a otra de las deficiencias que aparecen en los mercados debido al coste y desigualdad en el acceso a la información de los distintos agentes económicos que

participan en los mismos. Tanto los administradores en relación a los propietarios, como los inversores internos en relación a los externos, cuentan con una ventaja en la toma de decisiones debido a que tienen acceso a información privilegiada dentro de la empresa. Estas diferencias crean conflictos entre los diferentes agentes y causan un efecto directo sobre la decisión de estructura de capital. Esta desventaja de ciertos agentes les lleva a tomar decisiones erróneas dentro de los mercados, causando problemas a sus empresas y aumentando el coste de las transacciones. A su vez, la ventaja que otorga a los otros agentes intermediarios, que poseen mayor información, les permite aprovechar oportunidades llevando a la creación de mayores desequilibrios en el mercado.

Además se debe tener en cuenta que el tamaño de las empresas es clave en la aparición de este tipo de problemas de información. Autores como Rajan y Zingales (1995) analizaron que el efecto de asimetría de información es menor en las empresas de mayor tamaño dado que su acceso a la información es mayor, puesto que tienen mayor presencia en los mercados financieros que empresas más pequeñas y además sus costes de emisión de la deuda son menores.

#### *5.1. 5 Trade-Off*

También llamada la Teoría del equilibrio o de la estructura de capital (*Myers; 1984*).

Tal y como se ha ido comentado con anterioridad las dos formas que la empresa tiene para financiarse son los recursos propios y la deuda, teniendo distintos agentes participantes en dependencia de la estructura elegida. Partiendo de esta base, aparece una tercera deficiencia en los mercados llamada costes de agencia, provenientes de los conflictos entre los accionistas y administradores, más visibles en empresas sin deuda, y entre los accionistas y acreedores, al recurrir a la financiación con deuda.

Considerando tanto los costes de agencia como los costes de las dificultades financieras, que se presentan en los mercados y que compensan las ventajas fiscales de las que se hablaba al principio; esta teoría defiende la existencia de una combinación óptima de ambas fuentes de financiación, que maximice el valor de la empresa, equilibrando tanto los costes como los beneficios de la deuda. La defensa de esta teoría se basa en que una empresa alcance el nivel de endeudamiento óptimo, que será una financiación con deuda externa hasta aquel punto en el que las ventajas fiscales de la misma empiecen a verse minoradas por los costes resultantes de este tipo de financiación (*Cruz, 2003*).

A pesar de que esta teoría ha tenido innumerables defensores y explica de forma explícita y coherente un punto óptimo de endeudamiento, aún existen ejemplos de empresas que consiguen maximizar su valor sin recurrir a deuda y sin aprovecharse de las ventajas fiscales de la misma. Es aquí donde aparecen otras variables y supuestos diferentes a las deficiencias de los mercados que se han ido analizando hasta el momento y que influyen de una u otra forma en la estructura de capital y por ende en la rentabilidad de la organización.

#### *5.1. 6 Pecking Order (Jensen, 1986)*

Esta teoría es también conocida como la Teoría de jerarquía de preferencias y es muy defendida en los mercados actuales, debido a que ya no existe la creencia de una combinación óptima de financiación, sino que las empresas recurren más a recursos propios para llevar a cabo sus proyectos, evitando la incertidumbre y los costes asociados a la deuda que existen en los mercados.

Jensen (1986) sostiene que las decisiones de financiación se basan en una jerarquía de preferencias y no existe un ratio de endeudamiento óptimo, supuestos que entran en contraste con la Teoría Trade-Off. Las empresas deben seguir una política de financiación que minimice los costes asociados a la deuda provenientes de los problemas de la información asimétrica. En este sentido las empresas siguen una estructura de jerarquías para tomar las decisiones de financiación, recurriendo en primer lugar a fuentes internas y después, solo si es necesario, a fuentes externas como la deuda o la emisión de acciones.

Baskin (1989) señala que los gerentes pueden preferir las fuentes internas porque tienen un coste más bajo que las externas y solo recurrirán al financiamiento externo si es necesario, tomando como segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

Cabe destacar que a pesar de que los estudios refuerzan esta teoría, sobre todo en los mercados actuales, existen otros factores que influyen en el resultado de optar por una u otra financiación y que son los que desvían las teorías principales y muestran soluciones empíricas distintas.

## 2. DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL: EVIDENCIA EMPÍRICA

A partir de las primeras teorías, en las que destacan Miller y Modigliani (1958) y su defensa de la neutralidad de los impuestos, aparecieron un gran número de estudios y trabajos en busca de los determinantes de la estructura de capital y el efecto de los mismos sobre el valor de las empresas.

Se podrían analizar diferentes determinantes de la estructura de capital que ya venían apareciendo a lo largo de los años en las distintas teorías que surgían, pero que no han sido estudiados con mayor profundidad hasta el momento. Retomando estudios empíricos realizados en empresas estadounidenses en los que se compara los resultados con los de empresas españolas, dando consistencia a las principales teorías que hablaban de impuestos y dificultades financieras como determinantes clave de la estructura de capital; se puede analizar su apoyo a las teorías del Pecking Order y del flujo de caja libre; y evidenciar el impacto de las características institucionales (Pindado, 2001).

El primer paso es analizar la evolución que se ha producido en el estudio de esta problemática a partir de un primer marco teórico, analizando las características de las empresas y las características institucionales, que determinan sus estructuras de capital, para después abordar los determinantes no financieros que también afectan a éstas, el gobierno corporativo y la estructura de propiedad.

### 2.1. Características de las empresas

Una de las principales características a estudiar es el **aspecto fiscal** por parte de las empresas, centrándonos en el debate entre la deducción de impuestos al recurrir a deuda externa (característica institucional) y los escudos fiscales provenientes de no acudir a la misma sino apostar por los recursos internos de la organización (característica empresarial). Vemos que entre ambos factores existe una relación inversa (Barton, 1989 y Prowse, 1990), pero para analizar esa relación más a fondo es necesario diferenciar dos partes dentro de esos escudos fiscales, ya que cada una tiene una relación diferente con el nivel de deuda. Así por un lado estarían los créditos fiscales a la inversión y por otro las pérdidas fiscales de la misma (Mackie-Manson's, 1990).

Otras características importantes que deben ser analizadas son la **información asimétrica** y los **problemas de agencia** provenientes de los mercados de crédito a los que acuden las empresas. Para ello debemos recordar la idea de que los propietarios tienen como prioridad recuperar su inversión frente a los accionistas, prioridad que crea conflicto de intereses entre ambos y da lugar a la información asimétrica. A este problema se añade la predisposición de los accionistas a inversiones más arriesgadas debido a la exigencia que existe sobre los mismos de maximizar los beneficios a expensas de los riesgos (Myers, 1977). Con el objetivo de determinar a que nivel este aspecto afecta a la estructura de capital se establece como variable a estudiar la partida de activos fijos tangibles ya acometidos por la organización, ya que el Inmovilizado Material tiene una relación directa con el nivel de deuda.

Debemos conocer que además los activos intangibles tienen un valor residual bajo, lo que afecta de forma directa a la estructura financiera de las empresas y son partidas desconocidas para potenciales inversionistas externos. Por esto, el nivel de la deuda debe ser muy bajo para evitar que la presencia de información asimétrica cree un problema de riesgo moral, puesto que los accionistas estarían dispuestos a asumir riesgos mayores, siempre y cuando el valor de liquidación de los activos fuese menor que el valor de la deuda. Es por ello que se percibe una relación inversa entre la proporción de los activos intangibles y el nivel de deuda (Jensen, 1992).

Con la existencia de información asimétrica aumenta la tendencia de las empresas a dar prioridad a los recursos que ya tienen en su poder, los recursos propios, haciendo alusión a la teoría de jerarquía de preferencias, más conocida como Pecking Order (Jensen, 1986), teoría de la que hemos hablado en el primer apartado.

Los **flujos de caja** (Jensen, 1986), recursos propios generados gracias a la propia operativa de la organización, también se consideran importantes. La existencia de flujos de caja libres tiene un impacto directo sobre los proyectos de inversión, ya que puede dirigir a los accionistas a llevar a cabo proyectos de inversión con un valor actual neto negativo. Por otro lado la baja inversión da lugar a un problema de selección adversa para los inversores que desean adquirir deuda o acciones, circunstancia que también puede conducir a la empresa a no realizar proyectos de inversión con un valor actual neto positivo. Para que esto último no suceda, debe existir un equilibrio entre la sobreinversión y la desinversión, para evitar así, los problemas de información asimétrica de los que ya hemos hablado (Myers y Majluf, 1984).

Aunque los flujos de caja resulten indispensables en la estructura de capital de las organizaciones, esta característica no va a tomar demasiada relevancia en este apartado debido a que los estudios que introducen esta variable no respetan el origen de la misma aportada por Jensen (1986) y, por lo tanto, es difícil interpretarla correctamente como variable explicativa de la estructura de capital.

Otro aspecto muy importante que afecta a la estructura de capital son las **dificultades financieras** que puede atravesar cualquier organización en determinadas etapas o momentos. Este aspecto surge de la obligación de pago que se adquiere con la adquisición de la deuda externa. De esta forma aparecen los costes de las dificultades financieras que, en algunos casos, obliga a las empresas con menores recursos y mayores riesgos, a contratar un nivel menor de deuda, pero no es un teoría que se haya demostrado en todas las situaciones.

Además resulta necesario analizar el paso de la independencia, de la que hablaban Miller & Modigliani (1958), a la **interdependencia** entre las decisiones de inversión y financiación.

El estudio empírico realizado por Azofra y Miguel (1990), obtuvo una relación directa entre la inversión y la deuda. Esto significa que las empresas buscan y obtienen fondos del exterior cuando tienen que financiar proyectos de inversión y también, que la realización de estos proyectos ayuda al acceso de una empresa a la financiación, ya que hay un aumento de garantías que contribuyen al cumplimiento de las obligaciones financieras.

## 2.2. Características institucionales

Aunque las empresas de un mismo mercado pueden tener características similares en sus estructuras de capital, hay diferencias bastantes significativas dignas de ser estudiadas y, entre ellas, las más importantes son las características institucionales de cada país.

Las principales características institucionales que tienen impacto sobre la estructura de capital son: el código de impuestos, leyes de quiebra o bancarrota, estado de desarrollo de los mercados de bonos y los patrones de propiedad (Rajan y Zingales, 1995).

Las características institucionales españolas se ven relacionadas directamente con los problemas de información asimétrica y de agencia pero no así con la interdependencia entre inversión y deuda, por lo que esta última no ha sido analizada en este apartado del trabajo (Saá-Requejo, 1996).

En primer lugar vamos a analizar aquellas características institucionales relacionadas

directamente con los **aspectos fiscales** procedentes del mercado y el país en el que operan las empresas.

Es necesario aclarar que existe una diferencia clave entre el caso español, ya que las empresas españolas cuentan con mayores escudos fiscales por la deuda tributaria que otros países, como por ejemplo EE.UU. En España se ofrecen varios tipos de créditos fiscales para la inversión e incentivos a la contratación de trabajadores, incluso mayores que a nivel europeo y mayores que en EE.UU.

En segundo lugar, Rajan y Zingales (1995) no encuentran diferencias significativas o a niveles demasiado altos en el caso de las características institucionales relacionadas con la **información asimétrica** y los **problemas de agencia**.

En este caso hay dos puntos que se deben tener en cuenta: uno es el uso de la deuda privada en lugar de la deuda pública y otro que la utilización de deuda privada disminuye los costes de agencia.

En el primer caso es muy importante el desarrollo del mercado de bonos en cada país, así el de EE. UU. se encuentra mucho más desarrollado que el de España; EE.UU. con un 108'1% de su PIB y España con un 91'8% en 2013 . Es por esto que la tendencia hacia la deuda pública es menor en el caso español, pero esto es en parte beneficioso, debido a que la deuda pública da lugar a mayores costes de transacción, que harán que las empresas estadounidenses tengan más dificultades para ajustar el nivel de endeudamiento real con el nivel de endeudamiento objetivo (Cantillo and Wright, 2000).

En el segundo caso, el recurrir a deuda privada disminuye los problemas de riesgo moral que puedan surgir debido a que los prestamistas privados tienen prioridad en cumplir los contratos de bonos y mayores incentivos en monitorizar todo el proceso. Además el problema de selección adversa se ve mitigado porque los prestamistas privados tienen acceso a información no pública y por lo tanto hay menos asimetría de información entre las empresas y estos prestamistas (Best y Zhang, 1993).

En consecuencia, con la deuda privada disminuyen los costes de agencia de la deuda y hay una menor dependencia de los flujos de caja. Sin embargo, las empresas que utilicen la deuda pública tiene la ventaja de acceso al mercado de bonos, por lo tanto, pueden reducir sus limitaciones financieras y ser menos sensibles a las fluctuaciones en sus recursos internos. Por ello, cuando el mercado de bonos es inadecuado, como en el caso español, es importante estudiar qué tipo de deuda tiene más ventajas.



En tercer y último lugar, es relevante analizar las características institucionales relacionadas con las **dificultades financieras** que atraviesan las empresas.

Rajan y Zingales (1995) hacen alusión a las diferencias en los problemas de quiebra que aparecen en el caso de países del G-7 y estadounidenses. En su estudio aparecen dos extremos: por una parte el código de bancarrota de EE.UU. da lugar a derechos sustanciales como el de ejecutar la empresa en el procedimiento de quiebra, por otra parte, en países como Alemania o Reino Unido la gestión se sustituye por un administrador jurídico. En este caso la situación española estaría más cercana al segundo de los extremos, y es, en este caso, el Derecho Concursal Español el que sustituye la gestión a través de un grupo de acreedores principales. En este sentido se debe ampliar la investigación para corroborar ambos extremos y constatar el efecto de los mismos sobre la estructura de capital de las empresas en el caso español.

### **3. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD**

En este tercer apartado vamos a abordar otro de los puntos latentes sobre estructura de capital, aquel en el que la estructura de propiedad se muestra determinante de las decisiones de los gestores sobre como estructurar el capital de las empresas. Desde el punto de vista de la propiedad, la estructura de capital de una empresa viene determinada por los objetivos y los incentivos que posean aquellos que tienen el control de la misma, además de que se encuentran evidencias de una fuerte interacción entre propiedad gerencial y concentración de la propiedad, que explicaremos más adelante en nuestro estudio empírico.

La relación que existe entre estructura de capital y estructura de propiedad es difícil de establecer de forma clara y precisa, y es necesario abordarla desde distintas perspectivas y situaciones por las cuales puede pasar una organización. La idea es que las decisiones entre deuda y recursos propios dependen de los gestores de las empresas, aquellos que tienen el control y toman las decisiones, pero los inversores deben estar siempre presentes en esas decisiones, ya que es su dinero el que está en juego, y es por esta razón que podrían surgir problemas en la relación entre ambos (Pindado y De La Torre, 2011).

Es importante hacer una puntualización en esta parte del trabajo sobre el caso español, puesto que España es un país de derecho civil en el cual la protección del inversor es menor que en otros países como en el caso EE.UU.. Esta característica específica produce

un aumento del riesgo de expropiación de accionistas minoritarios, riesgo que aumenta a medida que la protección de los inversores es más débil (La Porta et al., 1999).

Los resultados de estudios empíricos previos muestran que la estructura de propiedad de la empresa no afecta al nivel de deuda, siempre y cuando los intereses de los inversores y los gestores estén alineados. Sin embargo, esta situación ideal no ocurre siempre y es entonces cuando surgen problemas entre ambos. Cuando los gestores se encuentran arraigados, tienden a reducir el nivel de deuda para evitar acciones disciplinarias futuras y limitar el nivel de riesgo que van a asumir. Por el contrario, la concentración de la propiedad fomenta la financiación a través de deuda, aunque cuando los propietarios mayoritarios expropián las rentas a los minoritarios, el uso de la deuda se ve minorado (Pindado y De La Torre, 2011).

Además se han encontrado evidencias de que la relación entre la propiedad gerencial y la deuda no se ve afectada por el nivel de concentración de la propiedad. De hecho, cuando los gerentes, que controlan las decisiones, están altamente concentrados, cualquier intento externo de supervisión por parte de los propietarios resulta ineficaz. En contraste, el nivel de deuda si se vería afectado por la concentración gerencial, habiendo mayores incrementos de deuda promovidos por los propietarios cuando los gerentes están más concentrados.

Como hemos visto en el apartado anterior, existen varios determinantes financieros de la estructura de capital que ejercen efecto sobre el valor de la empresa, pero además existen otros determinantes no financieros que afectan al nivel de apalancamiento de la misma. Tanto los administradores como los propietarios e inversores ejercen una influencia significativa en la toma de decisiones de las organizaciones y, por ende, en las decisiones de financiación.

Si nos centramos en los inversores de las empresas, es necesario indicar que una parte importante de la financiación de las empresas proviene de inversores institucionales.

Los inversores institucionales son los principales jugadores de los mercados financieros y ejercen una influencia significativa sobre los gobiernos corporativos, como resultado de una política privativa que han ido adoptando los países a lo largo de los últimos años (Al-Najjar y Taylor, 2008).

Los inversionistas institucionales juegan un rol de monitorización en las empresas en las que han invertido y tienen entre sus derechos, junto con el resto de propietarios, la libre elección de los gestores, aquellos que serán los responsables de tomar las decisiones en esas empresas. Además existe una transmisión de información entre inversionistas

institucionales y propietarios, ya que los segundos pueden obtener mayor información privada para aportársela a los primeros (Chidambaran y John, 2000).

Según Jensen y Meckling (1976), los directivos tienden a tomar decisiones en su propio interés, interés que puede ser distinto al de los propietarios o inversores de la empresa.

Los administradores estarán interesados en reducir la deuda de sus empresas a un nivel por debajo del nivel de la maximización del valor. Sin embargo, a medida que aumenta la gestión de los propietarios, los conflictos entre los directivos y los accionistas tienden a resolverse (Jensen y Meckling 1976) y, en consecuencia, los directivos tienen incentivos para no reducir los niveles de deuda.

Por otra parte, debido a la dispersión de la propiedad, se crean problemas de “*free-riding*”<sup>1</sup> y la monitorización por parte de los gestores resulta más complicada, no así, la concentración de la propiedad reduce el alcance del oportunismo gerencial (Shleifer y Vishny 1986).

En consecuencia, cuando existe monitorización de los grandes accionistas, los administradores no son capaces de ajustar el apalancamiento a sus propios intereses, y la relación de la deuda será mayor que cuando se disperse la propiedad.

En la relación entre propiedad y deuda aparece una complejidad adicional, el fenómeno de expropiación. Cuando hay una elevada concentración de la propiedad, aparece un conflicto en la relación entre los propietarios más controladores y los accionistas minoritarios, pudiendo el primero expropiar las rentas del segundo debido a que su poder en la empresa es mayor. Para evitar un exceso de disciplina sobre el nivel de apalancamiento y facilitar la expropiación, se espera que los grandes accionistas promuevan niveles de deuda más bajos de lo que deberían. Así, se modifica la relación positiva entre concentración de la propiedad y deuda de la que hablábamos antes, viéndose ésta debilitada cuando aparece el fenómeno de expropiación.

Por último, se aprecia una relación moderada entre la estructura de propiedad y capital de las empresas debido a la interacción entre los gestores y propietarios de la misma.

Los argumentos vistos anteriormente consideran por separado el efecto de la propiedad gerencial y la concentración de la propiedad, de la elección sobre la estructura de capital. Sin embargo, podrían haber ciertas interacciones entre ellos que debemos estudiar. Por ejemplo, cuando existe una elevada monitorización por parte de los propietarios, niveles

---

<sup>1</sup> “*Free-rider*” es aquella persona que recibe un beneficio por utilizar un bien o un servicio pero evita pagar por él.

elevados de propiedad reducen el oportunismo de gestión y, en consecuencia, dan lugar a una mayor deuda.

En este escenario, ¿cuál es el papel que desempeñan los directivos de la empresa?

Si tienen un comportamiento de maximización del valor, los incentivos de monitoreo de los propietarios puede complementarse con el efecto de convergencia de intereses. Por el contrario, si los gestores están arraigados y preocupados únicamente por la obtención de beneficios privados, los intereses de los propietarios entrarán en conflicto con el comportamiento de no maximización del valor de los gestores arraigados.

#### **4. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO**

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la palabra gobierno corporativo se refiere a la forma en que los negocios son dirigidos y controlados. El gobierno corporativo abarca la relación de poder que existe entre los accionistas, los integrantes del consejo de administración, la administración de la empresa y otras partes interesadas. La OCDE afirma que un buen gobierno corporativo hace referencia a los estándares mínimos adoptados por una sociedad para: administrar honestamente, proteger los derechos de los accionistas, definir la responsabilidad del consejo, definir la responsabilidad de la administración, dar fluidez a la información y regular las relaciones con los grupos de interés (Guajardo y Andrade, 2008).

Por lo tanto, uno de los principales objetivos de un buen gobierno corporativo es asegurar que aquellos que aportan los fondos necesarios a la empresa para su desarrollo reciban la rentabilidad correspondiente de los mismos y esta no sea expropiada por los directivos internos, en cuyo caso denominaríamos a esa rentabilidad “beneficios privados” (Shleifer y Vishny, 1997).

Partiendo de la base de que uno de los objetivos del gobierno corporativo es asegurar la igualdad de reparto de beneficios, la literatura precedente ha diferenciado ese objetivo, más bien genérico, en tres objetivos específicos en dependencia de los distintos conflictos de intereses que surgen entre los distintos participantes. Esos tres objetivos serían: evitar que los directivos usen los beneficios aportados por los accionistas y acreedores para su propio beneficio, evitar la expropiación de rentas de los directivos mayoritarios y su abuso de poder sobre los minoritarios, y evitar acciones inadecuadas por parte de los directivos en

busca de expropiar las rentas de los acreedores (González, 2013). La intensidad de estos conflictos afecta directamente al rendimiento que vayan a obtener los inversores y afectará también a su disposición a aportar fondos a la empresa y, por tanto, a la estructura financiera de la misma. Es aquí donde aparece una relación directa entre estructura de capital y gobierno corporativo.

La relación que vamos a estudiar en este apartado resulta clave para concretar todos los determinantes de la estructura de capital. Debido a que nuestro estudio se va centrar en el mercado español, resulta esencial estudiar la relación de la estructura de propiedad con el gobierno corporativo desde el punto de vista de empresas que cotizan en el mercado bursátil español.

Analizando diferentes trabajos, se aprecia que la estructura financiera de las empresas españolas está caracterizada por un elevado peso del crédito bancario frente a la financiación que se puede obtener en el mercado (capital y deuda no bancaria). A esto se debe añadir la repercusión de la grave crisis económica y financiera, que afectó sobre todo al sector bancario y de forma directa a la tendencia de financiación de las empresas que cotizaban en este mercado. Pero esta rotura de la tendencia debe ser analizada con cautela y será uno de los objetivos de este trabajo (González, 2012).

Respecto a la tendencia precedente a la crisis, la literatura hace referencia a que un aumento de financiación por parte de las empresas a través de acciones, requiere realizar cambios en el gobierno corporativo con el fin de disminuir las posibilidades de expropiación de riqueza de las que hablábamos antes. Además existen otra serie de características del sistema empresarial y financiero que dificultan la financiación de las empresas vía acciones o mercado y afectan directamente a la estructura del gobierno corporativo. Un ejemplo de la repercusión de estas dificultades financieras en España, es la abundancia e importancia de PYMES, muy superior a la media europea.

Una de las conclusiones más claras a las que llega la literatura precedente es que, un mayor porcentaje de deuda está asociado a una menor protección de los derechos de los accionistas, particularmente de los minoritarios, tanto por los mecanismos internos de gobierno de la empresa como por las características del sistema legal e institucional existente en el país. Para apoyar esta teoría, se han aportado dos argumentos válidos: uno es que si los accionistas no tienen asegurados sus rendimientos, no están dispuestos a aportar muchos más fondos a la organización (La Porta et al., 1997), y otro que recurriendo

a la deuda externa se puede controlar mejor a los accionistas mayoritarios y directivos por el pago continuado de principal e intereses (Jensen, 1986).

Además de favorecer la aportación externa de fondos, existe evidencia empírica de que un buen gobierno corporativo promueve: una mayor velocidad de ajuste a la estructura óptima de capital (Öztekin y Flannery, 2012), una mayor dispersión de la propiedad (La Porta et al., 1999), un mayor pago de dividendos (La Porta et al., 2000), una mayor liquidez de las acciones (Chung et al., 2010), menores niveles de diversificación empresarial (Hoechle et al., 2012) y, como reflejo de todo ello, un mayor valor de las acciones y de la empresa (Gompers et al., 2003).

Tal y como hemos comprobado, el debate sobre estructura de capital ha estado latente desde Miller y Modigliani (1958) atrayendo a innumerables investigadores a estudiar las principales variables que determinan las decisiones sobre la misma y como repercuten en el valor de las empresas.

En la parte que prosigue en este trabajo abordaremos todos estos determinantes y relaciones con el objetivo de aportar mayor claridad a esta problemática y sacar conclusiones propias sobre la misma.

## **5. ESTRUCTURA DE CAPITAL, ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL**

En este apartado presentamos el trabajo empírico realizado para las empresas españolas cotizadas, siendo estas clasificadas por índices sectoriales excluido el sector financiero.

Antes de proceder al análisis presentamos una panorámica general del sector no financiero español, datos agregados, en lo relativo a: número de empresas, capital social, estructura de propiedad (tipo de accionista predominante) y consejo de administración (tipología de consejeros, % tipología, % no consejeros y % miembros del consejo). Para ello utilizaremos los datos aportados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)<sup>2</sup> para el periodo comprendido entre 2007 y 2014<sup>3</sup>.

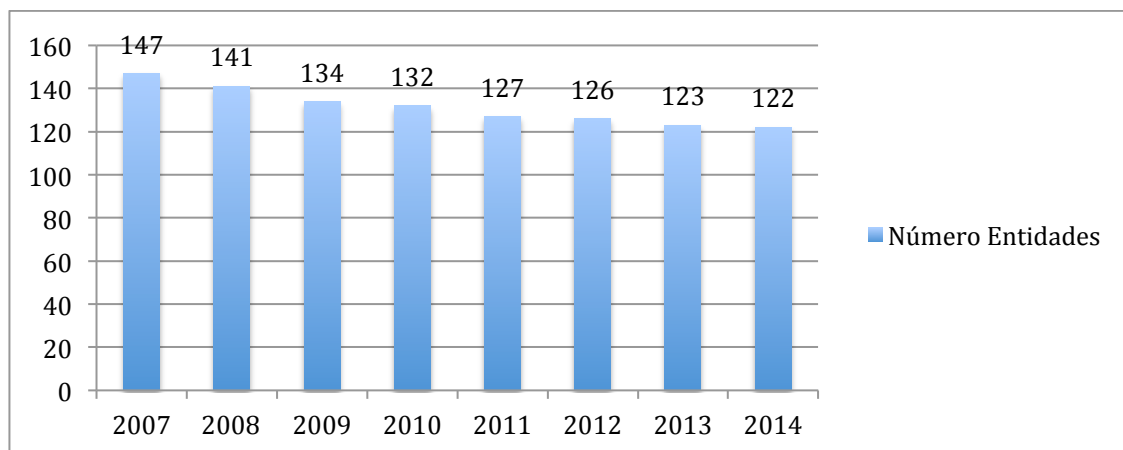
---

<sup>2</sup> <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/estadisticas.aspx>.

<sup>3</sup> El intervalo temporal está sujeto a la disponibilidad de los datos, no habiendo datos publicados anteriores a 2007.

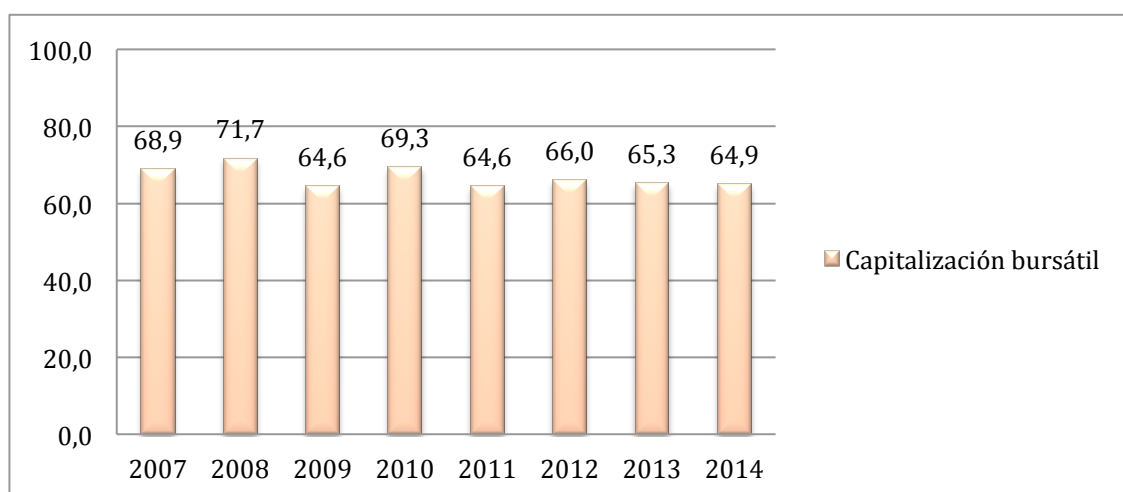
El gráfico 1 y el 2 recogen el número de empresas y la capitalización bursátil del sector no financiero<sup>4</sup>:

▪ **Gráfico 1. Número de Empresas Cotizadas del Sector No Financiero**



Fuente: CNMV y elaboración propia

▪ **Gráfico2. Capitalización bursátil**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Como podemos comprobar con los datos extraídos de la CNMV, el número de entidades del Sector No Financiero ha disminuido de forma continua desde el año 2007 hasta el 2014 (de 147 a 122 entidades).

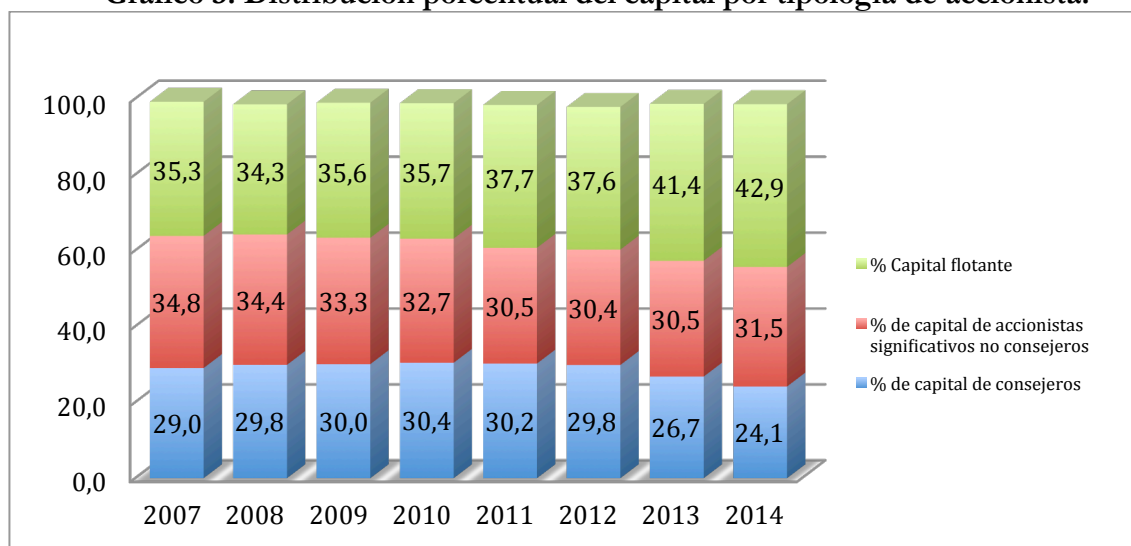
En dichas entidades destaca el fuerte porcentaje que representa la capitalización bursátil, estando siempre por encima del 60% del capital, lo que nos indica que hay una fuerte tendencia de las empresas, que cotizan en los índices del mercado bursátil español, a recurrir al mercado en busca de financiación. Frente a este resultado debemos tener

<sup>4</sup> Los gráficos y cuadros con los datos desglosados por sectores y años aparecen en el Anexo 1.

especial cuidado puesto que la capitalización bursátil depende, tanto del precio por acción como del número de acciones, por ello puede ocurrir que se haya producido un aumento del precio y no del número de acciones.

En cuanto a la distribución del capital atendiendo a la tipología del accionista, el gráfico 3 recoge la distribución porcentual:

▪ **Gráfico 3. Distribución porcentual del capital por tipología de accionista.**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Los datos muestran que el capital en el Sector No financiero está bastante repartido entre estos tres tipos de accionistas sin que ninguno de ellos destaque sobre los demás. Los tres tipos son capital flotante (capital que está libre para negociarse), accionistas significativos no consejeros y consejeros. Si bien es cierto que el que menor porcentaje tiene de los tres es el consejero, mientras que el accionista mayoritario en el sector ha sido el accionista no consejero, pero como hemos dicho, sin distanciarse demasiado del resto.

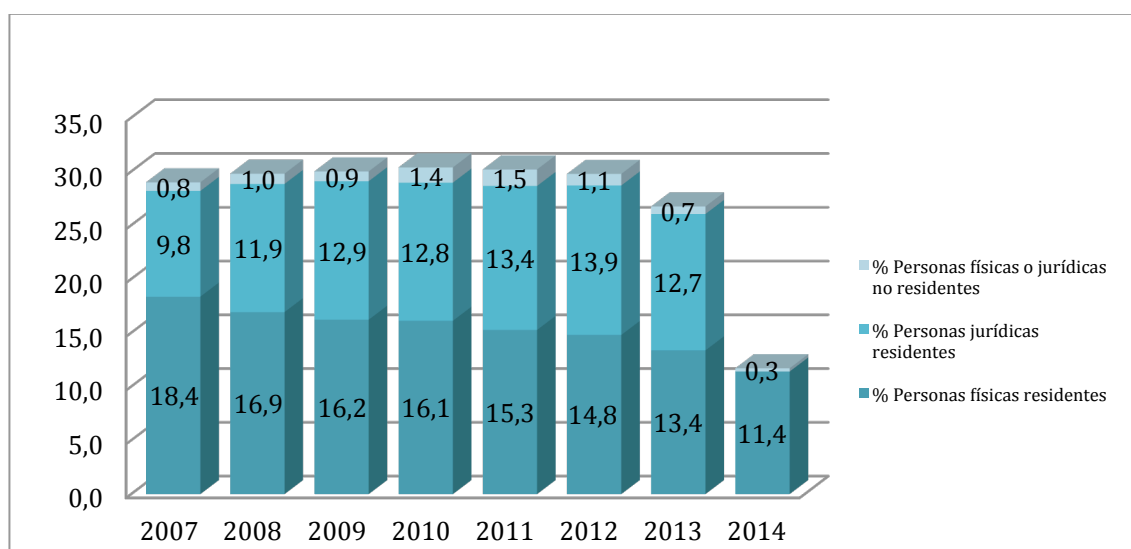
Si analizamos cada sector por separado, podemos ver que hay alguno que se distancia de la media (Cuadro A02, Anexo 1). Así, por ejemplo, el sector de transportes y telecomunicaciones tiene un bajo porcentaje de accionistas consejeros, rondando este entre el 15-8% en estos 8 años, y repartiéndose el resto del % de propiedad de forma muy similar entre los otros tipos de accionistas.

Por otra parte, los datos recogidos en el gráfico 4 dejan claro que la mayoría de los consejeros accionistas de las empresas del Sector No financiero son personas físicas residentes, aunque esta tendencia ha ido disminuyendo a lo largo de estos años, de tal forma que, según datos del último año disponible (2014), hay más consejeros que sean



personas jurídicas residentes que consejeros que sean personas físicas residentes. Esto quiere decir que los consejeros, propietarios de las empresas que cotizan en el mercado bursátil español dentro de este sector, son mayoritariamente empresas residentes del país.

▪ **Gráfico 4. Distribución porcentual del capital por tipología de consejeros.**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Otro dato destacable es el bajo porcentaje de consejeros no residentes, ya sean personas físicas o jurídicas, que sean accionistas de las empresas de este sector.

Es necesario resaltar que nuevamente en el caso individual del Sector de Transportes y Telecomunicaciones, al igual que en la tipología de accionistas, los datos se diferencian de la media. El sector muestra que no existen consejeros no residentes accionistas de las empresas del mismo en los años en los que comprende el estudio (Cuadro A03, Anexo 1).

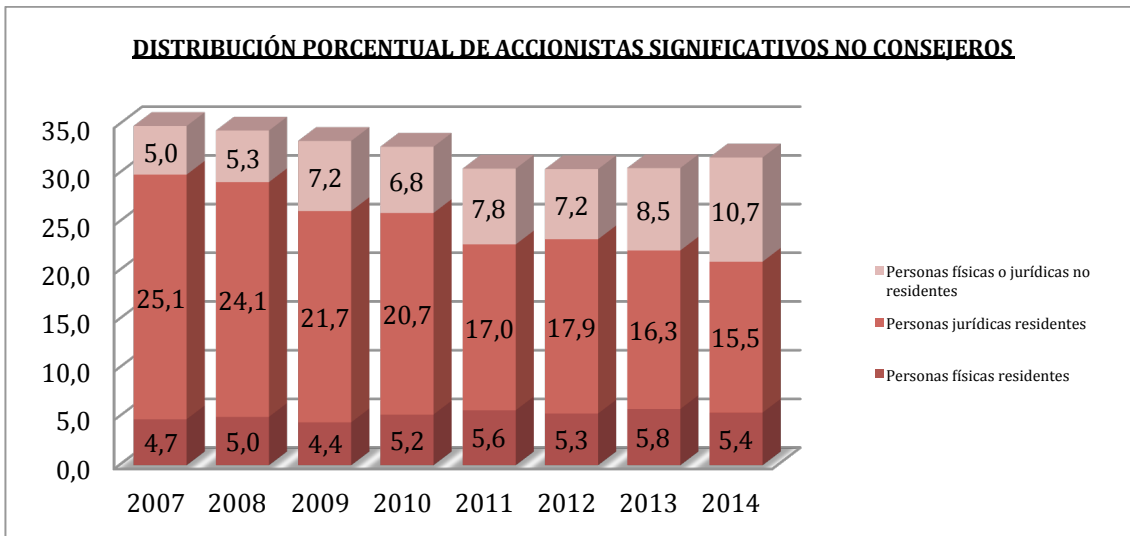
En cuanto a la distribución del capital comunicado por accionistas no consejeros (ver gráfico 5) la mayor parte son personas jurídicas residentes.

En el caso de los accionistas significativos no consejeros en el Sector No Financiero, la mayor parte son personas jurídicas residentes.

A diferencia de los consejeros, los accionistas significativos no residentes, ya sean personas físicas o jurídicas, predominan ante las personas físicas residentes.

Los resultados nos aportan una información clave, debido a que una buena parte del capital de las empresas de los sectores no financieros se encuentra en manos de accionistas que son personas jurídicas residentes.

▪ **Gráfico 5. Distribución porcentual del capital de accionistas no consejeros**

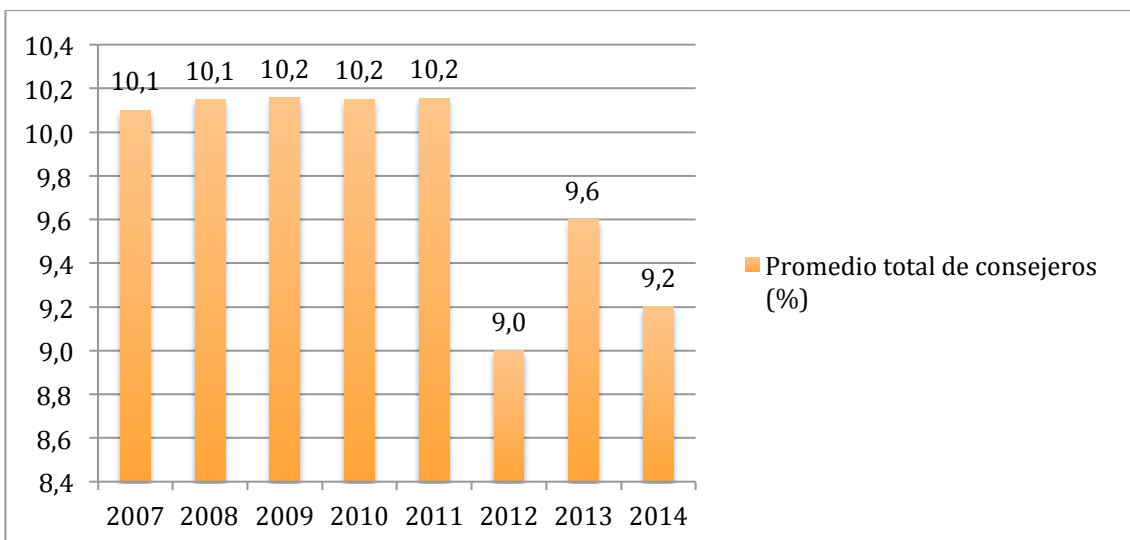


Fuente: CNMV y elaboración propia.

Una vez más el Sector de Transportes y Telecomunicaciones se muestra diferente puesto que, en este caso, podemos observar que no hay personas físicas residentes que sean accionistas significativos de las empresas de este sector (Cuadro A04, Anexo 1).

A continuación se ofrecen los datos relativos al consejo de administración: promedio de consejeros (gráfico 6) y distribución por miembros del consejo (gráfico 7).

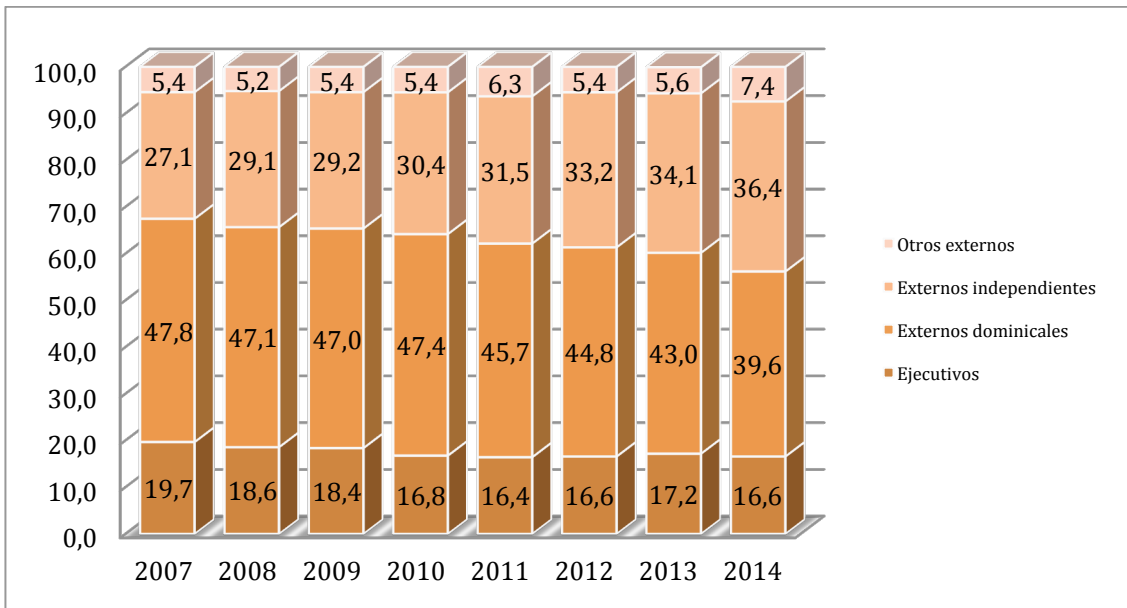
▪ **Gráfico 6. Promedio de consejeros del sector no financiero<sup>5</sup>**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

<sup>5</sup> El gráfico con los datos por año y sectores no financieros aparece en Gráfico 6', Anexo 1.

▪ **Gráfico 7. Distribución porcentual miembros del consejo.**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Como se puede apreciar el promedio de consejeros de las empresas del Sector No Financiero ha ido decreciendo desde el 2007, aunque rondando cifras similares, entre el 9 y el 11%. Dentro de esta proporción de consejeros, predominan los externos dominicales, aquellos que forman parte del consejo de administración por su condición de accionista de la sociedad.

Los externos independientes son miembros del consejo de administración que no representan a los grupos de accionistas que controlan y dominan una sociedad ni tampoco al equipo directivo de la entidad pero deben defender los intereses de todos los accionistas, en especial de los minoritarios. Estos representan un porcentaje importante, acercándose continuamente a una tercera parte de los consejeros.

Algo que puede extrañar es que los ejecutivos representen un bajo porcentaje dentro del consejo debido a que son uno de los principales pilares de las empresas, sobre todo, en las empresas más modernas.

En este apartado, no se observan desviaciones de la media resaltables por parte de ningún sector.

## 5.1. Análisis del Sector No Financiero del Mercado Bursátil español

### 5.1. 1 Data base

Las empresas con las que se ha realizado el análisis son aquellas incluidas en los índices bursátiles sectoriales, la información se encuentra disponible en la web de la Bolsa de Madrid<sup>6</sup>:

**Tabla 1. Número de empresas cotizadas en cada sector<sup>7</sup>.**

SECTOR	Nº DE EMPRESAS
Bienes de Consumo	34
Mat.Basicos, Industria y Construcción	42
Petróleo y Energía	16
Servicios de Consumo	23
Tecnología y Telecomunicaciones	10
<b>TOTAL</b>	<b>125</b>

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

Tanto las variables financieras como las relativas a estructura de propiedad han sido obtenidas de la base de datos SABI. El periodo temporal disponible comprende del 2003 al 2014.

Acudiendo a la CNMV<sup>8</sup> se ha obtenido la información necesaria de las variables requeridas para la parte del estudio referente al gobierno corporativo y consejo de administración, con un periodo disponible del 2007 al 2014.

### 5.1. 2 Hipótesis y especificación del modelo

Las hipótesis de trabajo a contrastar y las variables tomadas atienden a lo realizado por Al-Najjar y Taylor (2008), Pindado y de la Torre (2011) y Bokpin y Arko (2009) en sus respectivos trabajos.

Al-Najjar y Taylor (2008) investigan la relación entre la estructura de capital y la propiedad en manos de inversores institucionales (bancos, fondos de inversión, planes de pensiones) a través las relaciones que se esperan de un conjunto de variables financieras:

<sup>6</sup> <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000>

<sup>7</sup> En la Tabla 1'-Anexo 2, aparecen las empresas cotizadas pertenecientes a cada uno de los sectores.

<sup>8</sup> <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/estadisticas.aspx>

- Dividendos; el pago de dividendos por parte de una empresa representa una señal de buena salud financiera y de capacidad de emisión de deuda, por lo que cabría esperar una relación positiva entre pagos de dividendos y apalancamiento. Además, las empresas que recurren al pago de dividendos son supervisadas por el mercado de capitales y la propiedad institucional puede actuar como dispositivo de vigilancia alternativa. Es por ello que se sugiere un trade-off entre los dividendos y la propiedad institucional, es decir, una relación negativa.
- Rentabilidad; de acuerdo con la teoría de jerarquías, una empresa prefiere la financiación propia por encima de otras fuentes. Este tipo de empresas son aquellas más rentables, con mayor propensión a la retención de ganancias, por lo que se espera una relación negativa entre el apalancamiento y la rentabilidad del pasado. Así, los inversores institucionales prefieren invertir en empresas rentables debido a que la probabilidad de incumplimiento es menor y, por esto, se espera una relación positiva entre la rentabilidad y la propiedad institucional.
- Riesgo del negocio; necesario para establecer el posible efecto de las situaciones de dificultades financieras. Según la teoría de quiebra, hay una relación negativa entre el riesgo del negocio y la estructura de capital. Los inversores institucionales tienden a invertir en empresas con bajo riesgo, ya que las empresas con una alta volatilidad en sus rendimientos suelen tener una alta probabilidad de impago y quiebra. Por lo tanto, se espera una relación negativa entre el riesgo de negocio y la propiedad institucional.
- Estructura de los activos; de acuerdo con la teoría de costes de agencia, una empresa con activos más tangibles utiliza tales activos como garantía de pago y evita comportamientos oportunistas. Es por ello que se espera una relación positiva entre activos tangibles y deuda. Además, la teoría de agencia sugiere que las estructuras de capital y de propiedad óptimas se pueden utilizar para minimizar los costes de agencia, esperándose una relación negativa entre la tangibilidad de activos y la estructura de propiedad.
- Liquidez; primero, las empresas con altos índices de liquidez pueden tener coeficientes de deuda relativamente más altos debido a su mayor capacidad para cumplir con las obligaciones a corto plazo. Este argumento sugiere una relación positiva entre liquidez y deuda. Como alternativa, las empresas con activos más líquidos pueden recurrir a ellos como fuente de financiación para futuras

oportunidades de inversión. Por lo tanto, la posición de liquidez de una empresa tendría un impacto negativo sobre su ratio de apalancamiento.

En adición, una proporción alta de liquidez puede ser considerada como una señal negativa para los inversores institucionales, ya que indica que la empresa se enfrenta a problemas relacionados con oportunidades de inversión a largo plazo. Sin embargo, un alto ratio de liquidez puede ser considerado una señal positiva por parte de la empresa, ya que indica que puede pagar fácilmente sus obligaciones y enfrentarse a un menor riesgo de incumplimiento. La alta liquidez sería una señal positiva para los inversores institucionales.

- Crecimiento; es probable que los problemas de agencia sean mayores para las empresas en crecimiento, debido a que son más flexibles en su elección de futuras inversiones. De esta forma, se espera una relación negativa entre la tasa de crecimiento y el apalancamiento a largo plazo.

Por otra parte, las empresas con oportunidades de alto crecimiento proporcionan una señal positiva sobre el rendimiento futuro de la empresa. De ahí que los inversores institucionales prefieran invertir en empresas de alto crecimiento, por lo que, las oportunidades de crecimiento de una empresa se consideran una señal positiva para los inversores institucionales.

- Tamaño; existe evidencia considerable de que el tamaño de una empresa juega un papel importante en la decisión de la estructura de capital. Las empresas grandes tienden a ser más diversificadas y menos propensas a la quiebra. Por lo tanto, se espera una relación positiva entre el tamaño de una empresa y su endeudamiento. Los inversores institucionales prefieren invertir en las grandes empresas con la creencia de que estas tienen un riesgo de quiebra bajo.

Al-Najjar y Taylor (2008) toman como variable de estructura de propiedad el porcentaje de propiedad de inversores institucionales (II).

Por otro lado, Pindado y de la Torre (2011) parten del trabajo de Jensen y Meckling (1976), establecen que los gestores tienden a tomar las decisiones en visión de su propio interés, pudiendo crearse un conflicto de intereses con los propietarios e inversionistas afectando, de una u otra forma, al valor de la organización. Además el oportunismo por parte de quienes tienen en sus manos la toma de decisiones, debe estar controlado y regulado para evitar que los que posean mayor poder perjudiquen a los que posean menos. En este contexto Pindado y de la Torre (2011) establecen las siguientes hipótesis:

- Elevados niveles de concentración de la propiedad dan lugar a elevados niveles de deuda.
- Elevados niveles de concentración de gestores y ejecutivos en la propiedad dan lugar a elevados niveles de deuda.
- La tipología de los miembros del consejo da lugar a niveles de deuda distintos.
- Bajo atrincheramiento, la propiedad en manos de los gestores puede afectar negativamente al nivel de deuda. Cuando los gestores se encuentran arraigados, tienden a reducir el nivel de deuda para evitar acciones disciplinarias futuras y limitar el nivel de riesgo que van a asumir.
- El periodo de crisis afecta negativamente a las relaciones interpersonales dentro de las empresas y da lugar a serias modificaciones en la estructura de capital de las mismas.

Por último, en la línea de lo expuesto en el apartado 4, Bokpin y Arko (2009) en relación con el gobierno corporativo introducen variables tales como: número de consejeros, consejeros ejecutivos, consejeros independientes y consejeros externos dominicales.

Una vez establecidas las posibles relaciones e identificadas las variables, el modelo (modelo III)<sup>9</sup> estimado es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 LEV = & \beta_0 + \beta_1 DPO + \beta_2 ROE + \beta_3 \sigma ROE + \beta_4 TANG + \beta_5 LIQ + \beta_6 MOB \\
 & + \beta_7 SIZE + \beta_8 H5 + \beta_9 II + \beta_{10} B + \beta_{11} NC + \beta_{12} E + \beta_{13} ED \\
 & + \beta_{14} EI + \beta_{15} DBC + \beta_{16} DMB + \beta_{17} DPE + \beta_{18} DSC \\
 & + \beta_{19} D_{2008-2014}
 \end{aligned}$$

donde:

LEV: nivel de endeudamiento calculado como el total de la deuda entre el total de activos.

DPO: dividendos por acción.

ROE: rentabilidad financiera.

$\sigma$ ROE: riesgo del negocio, medido por la desviación estándar de la rentabilidad financiera.

TANG: activo tangible expresado como inmovilizado material entre activo total.

LIQ: liquidez del activo corriente entre pasivo corriente.

MOB: indica el crecimiento de oportunidades de las empresas.

SIZE: tamaño, tomando el logaritmo del activo.

H5: variable que mide la concentración de propiedad. Se ha calculado el índice Herfindhal, siendo H5 el índice de concentración de los 5 accionistas mayoritarios.

---

<sup>9</sup>Previamente a la estimación de este modelo estimamos dos modelos adicionales (modelo I y modelos II) los cuales se encuentran en el Anexo3.

II: porcentaje de propiedad de inversores institucionales.

B: porcentaje de propiedad de bancos.

NC: número de consejeros.

E: porcentaje de ejecutivos.

ED: porcentaje de externos dominicales<sup>10</sup>.

EI: porcentaje de externos independientes<sup>11</sup>.

Para controlar el efecto del sector en el modelo introducimos 4 variables dummy: DBS, DMB, DPE y DSC, que toman el valor 1 si la empresa pertenece al índice sectorial correspondiente (Bienes de Consumo, Materiales Básicos, Industria y Energía, Petróleo y Energía y Servicios de Consumo) y cero si no pertenece.

Por último con la variable dummy D2008-2014 medimos el efecto que el periodo “crisis” ha podido tener sobre el nivel de endeudamiento. Así la variable toma el valor 1 para el periodo 2008-2014 y cero para el periodo anterior.

### 5.1. 3 Resultados empíricos

A continuación presentamos, en primer lugar, los valores medios de las variables atendiendo al sector y al periodo precrisis y postcrisis.

**Tabla 2. Valor medio del endeudamiento.**

Sector	LEV <sub>2003-2007</sub>	LEV <sub>2008-2014</sub>
Bienes de Consumo	<b>0,4164</b>	<b>0,5082</b>
Mat.Basicos, Industria y Construcción	<b>0,5394</b>	<b>0,6360</b>
Petróleo y Energía	<b>0,5044</b>	<b>0,4038</b>
Servicios de Consumo	<b>0,5370</b>	<b>0,7057</b>
Tecnología y Telecomunicaciones	<b>0,6961</b>	<b>0,7230</b>

Fuente: elaboración propia.

En la tabla 2 se recoge el valor medio del nivel de endeudamiento (LEV)<sup>12</sup>. Como se puede apreciar hay cierta estabilidad a lo largo de los años en todos los sectores, aunque se puede

<sup>10</sup> Son aquellos que forman parte del consejo de administración por su condición de accionista de la sociedad.

<sup>11</sup> Son miembros del consejo de administración que no representan a los grupos de accionistas que controlan y dominan una sociedad ni tampoco al equipo directivo de la entidad pero deben defender los intereses de todos los accionistas, en especial de los minoritarios.



destacar que el nivel de deuda en media es mayor durante la crisis que antes de ella. Una excepción es el caso del Sector de petróleo y energía, en el cual el nivel de endeudamiento medio durante la crisis es menor que antes de la misma.

Del mismo modo, en la tabla 3, recogemos el valor medio del resto de variables financieras<sup>13</sup> de nuestro modelo de estimación, dentro del mismo periodo temporal.

**Tabla 3. Valor medio de las variables financieras.**

Sector	BPO <sub>2</sub>	BPO	ROE	ROE	$\sigma ROE$	$\sigma ROE$	TAN	TAN	LIQ <sub>2</sub>	LIQ <sub>2</sub>	MOB	MOB	SIZE	SIZE
	003-2007	2008-2014	2003-2007	2008-2014	2003-2007	2008-2014	G2003-2007	G2008-2014	003-2007	008-2014	2003-2007	2008-2014	2003-2007	2008-2014
<b>Bienes de Consumo</b>	0,974	0,880	11,46	313,4	3,04	8,76	0,1593	0,1467	1,185	1,03	6,229	3,874	5,296	5,465
<b>Mat.Basicos, Industria y Construcción</b>	2,1688	1,817	20,91	9,392	3,07	6,26	0,0712	0,0634	1,83	1,63	2,817	1,774	5,695	5,961
<b>Petróleo y Energía</b>	1,3632	1,551	17,43	3,562	2,66	6,10	0,3164	0,1199	1,06	1,68	2,330	1,424	6,205	6,565
<b>Servicios de Consumo</b>	0,6113	0,144	18,99	-14,0	3,58	66,2	0,0953	0,1025	0,96	1,26	4,267	5,065	5,749	5,946
<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	0,398	0,501	3,144	2,516	2,81	9,78	0,0190	0,0109	1,00	2,13	5,533	3,470	5,933	6,065

Fuente: elaboración propia.

En el resto de variables no se observan grandes cambios a lo largo de estos años dentro de los distintos sectores, exceptuando el caso de la rentabilidad de los recursos propio (ROE). En los 5 sectores se aprecia un cambio radical de un extremo del periodo a otro, pasando de una rentabilidad media menor a una mayor en los Sectores de bienes de consumo, servicios de consumo y tecnología y telecomunicaciones. El dato que más destaca es el paso de un ROE medio de 7,2940 en 2003 a 2249,7783 en 2014, en el Sector de bienes de consumo. En el resto de sectores el cambio ha sido a la inversa, de un ROE mayor a uno menor, incluso con rentabilidades negativas en los años 2010 y 2011.

La tabla 4<sup>14</sup> muestra la media de las variables de propiedad. En los resultados comprobamos que la estructura de propiedad está repartida de forma desigual predominando mayoritariamente los accionistas con una media mucho mayor que los otros

<sup>12</sup> Los valores medios del nivel de deuda LEV para cada año se encuentran en el Anexo 4.

<sup>13</sup> las medias del resto de variables financieras analizadas para cada sector se encuentran en Anexo 4.

<sup>14</sup> Los valores medios para cada año y cada sector se encuentran en el Anexo 4.

dos, en segundo lugar, pero muy lejano de los primeros, estarían los inversores institucionales y por último, con la media más baja de los tres, los bancos.

**Tabla 4. Valores medios de las variables de propiedad.**

Sector	Variable	2003-2007	2008-2015
<b>Bienes de Consumo</b>	<b>H5</b>	1299,84	1457,76
	<b>II</b>	18,65	32,74
	<b>B</b>	4,38	7,20
<b>Mat.Basicos, Industria y Construcción</b>	<b>H5</b>	1344,38	1926,96
	<b>II</b>	22,21	34,61
	<b>B</b>	4,62	6,24
<b>Petróleo y Energía</b>	<b>H5</b>	1373,36	2368,79
	<b>II</b>	39,13	43,75
	<b>B</b>	15,49	11,79
<b>Servicios de Consumo</b>	<b>H5</b>	910,62	2374,86
	<b>II</b>	20,83	35,74
	<b>B</b>	3,90	7,44
<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	<b>H5</b>	513,74	553,63
	<b>II</b>	19,44	35,84
	<b>B</b>	9,13	11,87

Fuente: elaboración propia.

Si analizamos la concentración de los accionistas, podemos observar que uno de los sectores destaca sobre los demás, es el Sector de bienes de consumo, con lo que podemos pensar que es un sector más concentrado que el resto en cuanto a accionistas.

En el caso de los inversionistas institucionales, tanto el Sector de servicios de consumo como el de tecnología y telecomunicaciones, presentan en media una concentración de los mismos mayor que el resto.

Al analizar la propiedad por parte de los bancos, vemos que los mismos son mayoritarios en el Sector del petróleo y la energía, seguidos por el de la tecnología y telecomunicaciones.

Una vez más comprobamos que el periodo de crisis modifica los resultados, puesto que los mismos son mayores en el periodo de crisis que antes de él, sin excepción de ningún sector ni variable.

Al tratar las variables de **consejo**, acudimos a la tipología que existe dentro del mismo. La tipología (ver tabla 5) está bastante repartida, no existe ningún tipo de consejero que destaque del resto en la mayoría de los sectores.

**Tabla 5. Valores medios de las variables de consejo<sup>15</sup>.**

Sector	Variable	2003-2007	2008-2014
<b>Bienes de Consumo</b>	Nº Consejeros	26,71	27,26
	% Ejecutivos	6,89	7,11
	% Externos Dominicales	7,21	9,01
	% Externos Independientes	6,52	8,42
<b>Mat.Basicos, Industria y Construcción</b>	Nº Consejeros	22,66	25,08
	% Ejecutivos	3,57	3,17
	% Externos Dominicales	12,44	13,03
	% Externos Independientes	4,43	6,47
<b>Petróleo y Energía</b>	Nº Consejeros	8,76	12,04
	% Ejecutivos	0,76	0,93
	% Externos Dominicales	3,91	6,15
	% Externos Independientes	2,86	3,64
<b>Servicios de Consumo</b>	Nº Consejeros	25,24	29,53
	% Ejecutivos	4,32	5,53
	% Externos Dominicales	6,58	10,74
	% Externos Independientes	5,40	8,49
<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	Nº Consejeros	12,92	22,18
	% Ejecutivos	1,42	4,90
	% Externos Dominicales	2,92	6,08
	% Externos Independientes	4,26	8,09

Fuente: elaboración propia.

Si analizamos cada uno de los sectores por separado si que podemos observar como en el caso del Sector de materiales básicos, industria y construcción, los externos dominicales tienen una mayor representación que los independientes o ejecutivos.

En este caso, observamos de nuevo cómo la crisis económica y financiera afecta a los resultados en la mayoría de los casos, aunque de forma mínima, sin destacar en ninguno de ellos. Los resultados son en media mayores en el periodo de crisis que antes del mismo.

La tabla 6 presenta los valores de las estimaciones de las variables del modelo<sup>16</sup> junto con la probabilidad.

<sup>15</sup> Los valores medios para cada año y cada sector se encuentran en el Anexo 4.

<sup>16</sup> Los resultados de la estimación del modelo se encuentran en el Anexo 3.

Como se puede observar las variables que resultan estadísticamente significativas son: TANG, LIQ, MOB, SIZE, DBC, DPE, DSC. Ni las variables de estructura ni las de consejo parecen tener un efecto sobre el nivel de endeudamiento. Además podemos ver como estas variables significativas afectan a niveles distintos a la estructura de capital.

**Tabla 6. Estimación modelo III.**

Variables	Coefficientes	Probabilidad
Constante	-0,3080	0,2040
DPO	-0,0001	0,9710
ROE	0,0001	0,8180
$\sigma$ ROE	-0,0006	0,1540
TANG	<b>0,3847*</b>	<b>0,0000</b>
LIQ	<b>-0,0491*</b>	<b>0,0000</b>
MB	<b>0,0161*</b>	<b>0,0020</b>
SIZE	<b>0,1241*</b>	<b>0,0010</b>
II	0,0000	0,9880
B	-0,0004	0,7850
H5	0,0000	0,9380
NC	0,0054	0,4380
CE	0,0038	0,3070
ED	0,0014	0,3310
EI	0,0019	0,4640
DBC	<b>-0,2384*</b>	<b>0,0180</b>
DMB	0,0773	0,1660
DPE	<b>-0,2164*</b>	<b>0,0000</b>
DSC	<b>-0,1517*</b>	<b>0,0190</b>
D2008-20015	0,0138	0,7440

**\*Variables significativas. P<5%**

Fuente: elaboración propia.

Si analizamos los tres modelos en conjunto vemos que el tipo de relación de las variables con el nivel de deuda no se ha visto modificado al incluir las variables de propiedad y de consejo. Algo que si podemos observar es que ha disminuido el nivel de efecto de prácticamente todas las variables, excepto DBC, en el que la relación negativa con el endeudamiento se ha visto aumentada, pasando de -15,7% a -23,84%.

También podemos comprobar que al añadir la variables de propiedad y de Consejo al modelo, el mismo se ajusta mucho mejor a los datos que los dos modelos anteriores, estando más cercano a 1 que a 0 ( $R^2= 0,5974$ ). Así la variable dependiente LEV está explicada en un 59,74% por las variables financieras, de estructura y de Consejo.

Respecto a las hipótesis planteadas, los resultados muestran que muchas de las relaciones esperadas de determinadas variables con el endeudamiento, no se dan en nuestro estudio.

Por una parte, los dividendos, la rentabilidad y el riesgo de negocio no parecen afectar a las decisiones sobre estructura de capital de las empresas del mercado. Así la teoría de Al-Najjar y Taylor (2008) se ve refutada por estos resultados. Si bien la estructura de los activos, la liquidez, el crecimiento y el tamaño, son variables que muestran determinado nivel de efecto sobre esas decisiones.

La estructura de los activos parece tener una relación positiva (38,47%) con el endeudamiento, por lo que la relación esperada entre activos tangibles y deuda, proveniente de la teoría de los costes de agencia, se cumple en este caso. Aunque no parece existir una relación entre la tangibilidad de los activos y la estructura de propiedad, puesto que esta última no resulta significativa en nuestro estudio.

La liquidez presenta una relación negativa (-4,91%) con el nivel de endeudamiento, resultado que confirma una de las hipótesis planteadas sobre la misma. Así las empresas con activos más líquidos recurren a los mismos para financiarse en inversiones futuras sin necesidad de recurrir a la deuda. No encontramos evidencia empírica de una relación de la liquidez con la proporción de inversores institucionales, puesto que nuestro estudio no encuentra a esta última como variable significativa.

El crecimiento de las empresas parece afectar a la estructura de propiedad pero de forma positiva (1,61), no negativa como preveíamos en un principio, aunque a un nivel bastante bajo. No encontramos relaciones significativas entre el crecimiento y los inversores institucionales.

Los resultados nos aportan evidencias de que el tamaño juega un papel importante en las decisiones sobre estructura de capital de las empresas, mostrando una relación positiva (12,41%) con la misma.

Por otra parte, hemos visto como Pindado y de la Torre (2011) establecían una serie de hipótesis que no se cumplen en nuestro estudio. La concentración de la propiedad y la tipología de los miembros del consejo no parecen afectar a las decisiones de estructura de capital tomadas en las empresas. Tampoco se encuentra evidencias sobre una relación entre el atrincheramiento de gestores, el control por parte de accionistas y del consejo de administración y de la posible expropiación de rentas, con la estructura de capital de las empresas del mercado.

Con los resultados de las variables dummy, observamos que el pertenecer a determinados sectores bursátiles del mercado, afecta a las decisiones de estructura de capital de las empresas. Las empresas que pertenecen a los Sectores de bienes de consumo (-23,84%), petróleo y energía(-21,64%), y servicios de consumo (-17,17%), afectan de forma negativa a su nivel de endeudamiento. Por lo tanto el sector es importante en la toma de decisiones de la estructura de capital de estas empresas.

Uno de los resultados más sorprendentes de nuestro estudio es el de la variable dummy que recoge el efecto de la crisis. En este caso, los resultados nos muestran que el periodo de crisis no ha afectado significativamente a la estructura de capital de las empresas, como se había previsto en un principio.

## **6. CONCLUSIONES**

Con los resultados de nuestro estudio podemos extraer una serie de conclusiones interesantes que aporten claridad sobre el tema tratado y nos ayuden a comprender mejor las relaciones existentes dentro de una organización, entre distintas variables, las cuales dirigen las decisiones sobre estructura de capital, en uno u otro sentido.

En primer lugar, la relación esperada entre determinadas variables financieras y la estructura de capital se ha visto refutada por los resultados del estudio. Encontramos que variables como el reparto de dividendos, la rentabilidad y el riesgo de negocio, variables muy importantes a la hora de tomar decisiones dentro de una organización, no parecen afectar al nivel de endeudamiento, resultado sorprendente en cuanto a la importancia dada a las mismas en los estudios sobre valor de las empresas.

En segundo lugar, hemos visto que la estructura de propiedad y de consejo no afectan a las decisiones sobre estructura de capital, en contradicción con innumerables trabajos y estudios realizados hasta la fecha, de los cuales hemos visto algunos anteriormente.

En tercer lugar, dentro del mercado bursátil español, los sectores parecen ser claves en la toma de decisiones sobre estructura de capital.

Por último, con el periodo temporal analizado, era necesario comprobar el efecto de la crisis sobre las distintas relaciones y variables. Para ello establecimos la hipótesis de que, dicho periodo afectaría negativamente las relaciones interpersonales dentro de las empresas y daría lugar a serias modificaciones en la estructura de capital de las mismas. El resultado

ante esta creencia ha sido uno de los más inesperados y sorprendentes, puesto que, al contrario de lo que se pudo extraer de la literatura y de las previsiones planteadas, el periodo de crisis no ha resultado significativo en el estudio y su nivel de efecto sobre la estructura de capital es irrelevante.

Los resultados han sido, en algunos casos, contrarios a nuestras previsiones. Esto se puede deber a que el estudio se ha realizado con empresas que cotizan en los sectores bursátiles del mercado español, que son empresas con buen rendimiento y que posiblemente no han notado la crisis de la misma forma que el resto. En este sentido, se podría realizar un estudio más exhaustivo valorando las diferencias en los resultados de estas empresas y los resultados de empresas no cotizadas que operen en el mercado.

Otra aspecto a tener en cuenta es el periodo de crisis que hemos tomado para el estudio, ya que es posible que los resultados se vean modificados si los contrastamos con los posibles resultados del periodo de estallido de la crisis (2008-2009), por si se hubiese producido un efecto rebote en el mismo.

Nuestro estudio arroja luz ante determinadas creencias y previsiones sobre las decisiones que son tomadas en las empresas sobre como estructurar el capital y sirve de base para estudios posteriores sobre este asunto. Así, solo hemos establecido una parte de todas las posibles relaciones que podrían afectar al nivel de endeudamiento y los efectos de la crisis pero no hemos extendido nuestro estudio a todo el mercado o mercados externos, por lo que aún queda mucho materia por analizar.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Azofra, V., Miguel, A. (1990). La interrelación de las decisiones financieras en la gran empresa industrial española. *Investigaciones Económicas*. 159–166.
- Barton, S.L., Hill, C.H., Sundaram, S. (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure. *Financial Management*, 18. 36–44.
- Base de datos SABI
- Basil Al-Najjar and Peter Taylor (2008). The relationship between capital structure and ownership structure. New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34 (12). 919-933.
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order theory. *Financial management*, 18. 26-35.
- Berle, A. A. y Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and the Private Property. *Macmillan*.
- Best, R., Zhang, H. (1993). Alternative information sources and the information content of bank loans. *Journal of Finance*, 40. 1385–1401.
- Bokpin, G.A. y Arko, A.C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms. *Studies in Economics and Finance*, 26 (4). 246-256.
- Brealey, R. y Myers, S. (1996). Principios de finanzas corporativas. *Política de dividendos y estructura de capital*, cap. 15.
- Cantillo, M., Wright, J. (2000). How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *The Review of Financial Studies*, 13. 155–189.
- Chidambaran, N.K. y John, K. (2000). ‘Managerial compensation, voluntary disclosure, and large shareholder monitoring. *Unpublished paper, New York University, New York, NY*.
- Chung, K., Elder, J., Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45. 265-291.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4. 386-405.
- Cruz, J. S., Villarreal, y Rosillo, J. (2003). Finanzas corporativas. Valoración, política de financiamiento y riesgo. *Bogotá: Thomson*.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *National Bureau of Economic Research*. 215-262.



- Fama, E. (1978). The Effects of a firm's investment and financing decisions. *American Economic Review*, 68 (3). 272-284.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118. 107-55.
- González, F. (2013). Desapalancamiento y crecimiento en España: prioridades estratégicas sectoriales en el camino hacia una economía equilibrada / Domingo J. García Coto (aut.). 119-130.
- Guajardo, G. y Andrade, N. E. (2008). La administración de las sociedades desde la perspectiva del gobierno corporativo. *Contabilidad Financiera*. 12-14.
- Hoehle, D., Scgmid, M., Walter, I., Yermack, D. (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 103. 41-60.
- <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/estadisticas.aspx>
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determinants of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76. 323-329.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3. 305-360.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52. 1131-1150.
- Mackie-Mason, J.K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Finance*, 45. 1471-1492.
- Mañas, A. T. (2010). La crisis financiera y sus efectos sobre la economía española. *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social Documento de Trabajo*, 13, 1-27.
- Mascareñas, J. (2008). La estructura de capital óptima. *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, ISSN: 1988-1878, 1-44.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32. 261-275.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3). 639-655.
- Myers, S. (1984). Presidential Address: The Capital Structure Puzzle. *Journal of*

*Finance*, 39 (3). 575-592.

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5. 147–175.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investors don't have. *Journal of Financial Economics*, 13. 77–107.
- Öztekin, Ö., Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103. 88- 112.
- Pindado, J. y de la Torre, C. (2011). Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure. *International Review of Finance*, 11 (2). 213-226.
- Pindado, J. y de Miguel, A. (2001). Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data. *Journal of Corporate Finance*, 7 (1). 77-99.
- Prowse, S. D. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the US and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27. 43–66.
- Rajan, R. y Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of finance*, 50 (5). 1421-1461.
- Saá-Requejo, J. (1996). Financing decisions: lessons from the Spanish experience. *Financial Management*, 25. 44–56.
- Shleifer, A., y Robert W. V. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52 (2). 737-783.
- Shleifer, A., y Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94. 461–88.
- Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, 59 (6). 784-793.
- [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)
- Zambrano Vargas, S. M. y Acuña Corredor, G. A. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica. *Criterio Libre*, 9 (15). 81-102 .