

## ARTÍCULOS ORIGINALES

# Teorías sobre estructura de capital y rentabilidad en las compañías

## Theories about capital structure and profitability in companies

### RESUMEN

En este trabajo de investigación, tuvimos como propósito determinar cuáles son las teorías sobre estructura de capital y rentabilidad que vienen aplicando en las compañías en España y América Latina al fijar sus políticas de búsqueda de fondos permanentes (capital), mediante el análisis documental de veintidós investigaciones publicadas sobre el tema entre el año 2005 al 2019. Los resultados muestran que la teoría de compensación se aplica mayoritariamente, seguida de la teoría de orden jerárquico y en tercer y último lugar la teoría de la Independencia e Imperfecciones de Mercado. Las tres teorías se deben armonizarse en un solo cuerpo teórico dado que se complementan.

**Palabras claves:** Capital estructural; política de financiación; rentabilidad.

### ABSTRACT

In this research work, we aimed to determine what are the theories about capital structure and profitability that are being applied in companies in Spain and Latin America by setting their permanent funds (capital) search policies, through the documentary analysis of twenty-two published research on the subject between 2005 and 2019. The results show that the theory of compensation is mostly applied, followed by the theory of hierarchical order and third and lastly the theory of Market Independence and Imperfections. The three theories must be harmonized into a single theoretical body since they complement each other.

**Keywords:** Structural capital; financing policy; profitability.

**Valiente Pantaleón Ramírez Huerta<sup>1</sup>**

vramirez@yaho.com

**Edgar Vicente Armas<sup>1</sup>**

edgarvicente02@gmail.com

**Marcelino Héctor Ríos Zarzosa<sup>1</sup>**

hrios17@yahoo.es

**Luis Ángel Fabián Sotelo<sup>1</sup>**

luisfabian1501@gmail.com

**Yolanda Bustamante Sánchez<sup>1</sup>**

yobusa22@yahoo.es

<sup>1</sup>Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Ciencias Administrativas. Lima, Perú

Presentado: 07/04/2019

Aceptado: 05/12/2019

## INTRODUCCIÓN

En el actual contexto de interdependencia creciente entre países donde prima el liberalismo económico y financiero (modelo neo liberal) las compañías compiten a nivel global, sin importar el ámbito geográfico donde operan, las empresas locales (dentro de un país) y empresas transnacionales (varios países) y empresas globales (orientados al planeta como mercado único). A su vez cada uno se dedica a actividades económicas relacionadas buscando la eficiencia, esto es, integración vertical y horizontal sobre todo las transnacionales y globales buscan concentrar el mercado en su sector.

En el modelo económico neo liberal las compañías privadas son las principales protagonistas del mercado (oferta y demanda), cada uno con el objetivo de gestionar eficientemente los recursos que posee (activos) a fin de generar beneficios para sus grupos de interés (stakeholders), entre ellos sus accionistas, los acreedores, el estado, los trabajadores, los gerentes y por qué no para la sociedad en su conjunto.

Las compañías necesitan financiar sus inversiones en su objeto social (activos) ya sea mediante emisión de acciones o deuda, en cuanto a acciones se puede emitir acciones comunes y acciones preferenciales (acciones de inversión), mientras que en la deuda encontramos crédito de proveedores, préstamos de entidades financieras, arrendamiento financiero, emisión de bonos. Cualquiera sea la fuente de financiamiento empleado, necesariamente implica la incurrencia en costo de capital, la que se expresa en un tanto por ciento del principal (capital) correspondiente.

### Estructura de capital.

Cada compañía posee una estructura de capital y se forma sumado el capital propio (emisión de acciones) más los fondos aportados por los acreedores o prestamistas (emisión de deuda). Cuya característica es que dichos fondos permanecen en la empresa por mediano y largo plazo. Gitman y Zutter (2012) sostienen: "la mezcla de financiamiento a partir de fondos provenientes de acciones y de la contratación de deuda se conoce como estructura de capital." (p. 453). Generalmente dicha estructura se expresa en proporciones porcentuales tanto del

capital aportado como de la deuda permanente, considerando la suma el cien por ciento.

Existe controversia respecto a la asociación entre la estructura de capital y la generación de beneficios, como resultado se han planteado diversas teorías, entre ellas tres teorías son las más destacadas, la primera sostiene que no existe asociación, la segunda sostiene que existe asociación por lo tanto hay una estructura óptima, y una tercera que hay una prelación en la elección de fuentes de financiación. La esencia de cada teoría se muestra a continuación.

### Teoría de la independencia e imperfecciones.

El capital estructural y el rendimiento de la inversión en una actividad económica son independientes, contextualizando a Modigliani y Miller (1958 y 1963): el costo de la estructura de capital no está relacionada con los rendimientos que obtiene la compañía. Salvo por las imperfecciones sistemáticas del mercado, entre otros el impuesto a la renta, que incide en el rendimiento que obtienen las compañías al generar un crédito fiscal debido a que el costo del endeudamiento es gasto para efectos de dicho impuesto.

Imperfecciones sistemáticas en el mercado de capitales.

1. Sistema Tributario. - Las ganancias que obtiene una compañía se grava con el impuesto a la renta (ganancias) con una tasa del 30% generalmente. La legislación tributaria acepta como gasto deducible el costo de la financiación por deuda para hallar la base imponible del impuesto a la renta. Es allí donde surge el ahorro fiscal atribuible a la estructura de capital.
2. Dificultades financieras. - Según Casanelas (2017) "Una empresa es insolvente cuando incumple sus compromisos de pago, lo cual implica negociación y restructuración de deudas con los acreedores, empleados, etc." (p. 9). Esta situación minimiza las fuentes de financiamiento disponibles para la compañía y sobre todo eleva su costo.
3. Conflicto de intereses (costo de agencia). - Según Moreira y Rodríguez (2000):

El conflicto de intereses entre el gestor de la empresa y el proveedor de fondos (accionistas o acreedores) en ambientes donde existe asimetría en la información, se incurre en costos de agencia. En este contexto, la decisión de financiación implica: a) la estructura de capital interviene en la regulación de los conflictos de interés; b) la decisión de endeudamiento puede servir para trasladar información al mercado y mitigar el problema de selección adversa; c) la deuda puede influir en la naturaleza del producto o en la competitividad del mercado de productos o de factores; y, d) Incidencia sobre la estructura de capital de los mecanismos de toma de control corporativo (p. 2).

4. Acceso a la Información (Asimetría). - Surge debido al acceso a la información en diferente grado sobre un proyecto o situación específica de los proveedores de fondos (accionistas y acreedores) respecto a los gestores de la compañía (directores y gerentes). Dichas asimetrías de acceso a la información inciden en las políticas financieras de las compañías, para ello se han propuesto diversos modelos.

### Teoría de la compensación (trade off).

Afirma que los gestores de las compañías procuran alcanzar un nivel de endeudamiento óptimo, que compense los costos de capital por deuda con los beneficios que genera. Es decir, buscan lograr una combinación óptima entre el financiamiento por deuda y el financiamiento por aportación (acciones). Obviamente una vez alcanzado no conviene variar la cuantía del endeudamiento, porque generaría una pérdida marginal neta de ese valor.

El problema de la Estructura de Capital, interpretando a Mascarañas (2008):

el valor de una empresa es el valor neto actual (VNA) de los flujos de caja que generan sus activos y que van a parar en poder de los accionistas y acreedores, es decir, el VNA de sus activos debe coincidir con el valor de mercado de su estructura de capital. Pero el valor de sus activos debe calcularse de forma independiente

y exógena, para luego calcular el valor de la estructura de capital en forma endógena bajo el supuesto de que la estructura óptima de capital es aquella maximiza la utilidad por acción. (p. 1)

### Teoría del orden jerárquico (Pecking Order).

Según Meyers (1984): “Existe prelación de fuentes de financiamiento que establecen los gestores de la empresa basado en la asimetría de la información: primero con recursos generados internamente, luego mediante préstamo o deuda convertible y por último mediante emisión de acciones ordinarias.” (p. 589)

En el presente artículo sintetizamos los resultados a las que arribaron los investigadores sobre estructura de capital y rentabilidad en las compañías iberoamericanas, buscamos dar respuesta a la interrogante ¿Cuál es la teoría de estructura de capital y rentabilidad en las compañías predominante a la luz de las evidencias de la realidad? Con ese propósito hemos estructurado este trabajo de la siguiente manera: primero sintetizamos las conclusiones de cada artículo y determinamos su aporte empírico a una o más teorías materia de análisis, luego establecemos la teoría predominante; además discutimos y finalmente planteamos las conclusiones.

### MÉTODOS

Este documento es producto del análisis documental de veintidós artículos de investigación publicados entre el año 2005 al 2019 en España (2), México (1), Perú (6), Chile (1), Colombia (7), Venezuela (1), Bolivia (1), Ecuador (3) relacionados con el uso de las teorías sobre estructura de capital y rentabilidad en las compañías, mediante el establecimiento de políticas de financiamiento. Los artículos fueron seleccionados por su accesibilidad.

### RESULTADOS

A continuación, mostramos la síntesis cronológica de las conclusiones más relevantes de las investigaciones analizadas respecto la aplicación de las teorías financieras sobre capital y rentabilidad:

Blásquez y Verona (2005) concluyen: “el problema de agencia entre directivos y accio-

nistas condicionan el endeudamiento y el valor de la empresa. Por ello los directivos prefieren financiar las oportunidades de crecimiento con los recursos generados internamente, adquiriendo relevancia, la teoría de pecking order.” (p. 96). Este artículo está basado en el estudio de trecientas treinta y siete empresas domiciliadas en las Islas Canarias, periodo 1994-2002. Además, hace referencia a catorce estudios realizados por otros autores entre 1980 y 2002 a diferentes tamaños de muestras de empresas, aporta evidencia a la teoría del orden jerárquico (Pecking Order.)

Maquiería, Olavarrieta y Zutta (2007) sostienen: “Las empresas buscan recursos internos para financiar sus proyectos de corto plazo, en lugar de recurrir al endeudamiento. Las empresas tienden a incrementar sus endeudamientos al poseer activos colaterales que la respalden.” (p. 190). Los autores estudiaron a ciento trece compañías inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago que operaron entre el año 1992 al 1998, constituye evidencia para la teoría de orden jerárquico (Pecking Order).

Alejandra y Tresierra (2009) sentencian: “dadas las características de las PyMEs [pequeña y mediana empresa] y los hallazgos de los estudios empíricos realizados hasta la fecha, la Teoría de la Jerarquía Financiera parece proporcionar una mejor explicación sobre el comportamiento de las fuentes de financiamiento utilizadas por las PyMEs”. (p. 77). Los autores analizaron dieciséis trabajos de investigación publicados por diversos autores entre el año 1984 al 2006, los resultados constituyen prueba a favor de la teoría de orden jerárquico (Pecking Order).

Rodeiro, Fernández, Otero, y Rodríguez Sandías (2010) afirman: “las teorías de la jerarquía financiera y de la agencia son las más adecuadas para explicar el endeudamiento a largo plazo de las USO, sin haber encontrado evidencias empíricas de cuál sería la más apropiada.” (p. 93). Este artículo trata sobre setentidos spin offs universitarios (USO) españolas creadas hasta el año 2005, las USO son emprendimientos a cargo de los miembros de la comunidad universitaria. Prueba que contribuye a la teoría del orden jerárquico (Pecking Order) e Independencia e imperfecciones.

Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Teply (2010) afirman: “las empresas latinoamericanas se comportan más de acuerdo con el modelo del apalancamiento objetivo en sus estructuras de capital.” (p. 182). Los autores estudiaron ciento sesenta y tres empresas latinoamericanas compuesto por: 20 de Argentina, 53 de Brasil, 27 de Chile, 45 de México y 18 de Perú; el periodo de análisis fue 1995 al 2007. Constituye evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Zambrano y Acuña (2011) concluyen: “La evidencia empírica reconoce los grandes beneficios derivados de la deducibilidad fiscal de intereses y así mismo la contraparte negativa representada por los costos de las dificultades financieras, los costos de agencia y la asimetría de la información.” (p. 98). Refieren a los resultados de cuatro estudios realizados a las empresas colombianas que comprenden periodos de estudio entre 1996 y 2004. Es una evidencia a favor de la teoría de independencia e imperfecciones.

Mateos-Ronco y Lajara (2013) indican: “la teoría del Pecking Order y apoyando la hipótesis planteada inicialmente de que son el endeudamiento y la capitalización, ante la ausencia de autofinanciación, las fuentes de financiación predominantes en las cooperativas agroalimentarias.” (p. 15). Estudio realizado a una muestra de ciento ochenta y un cooperativas españolas dedicadas a actividades agroalimentarias, correspondiente a los periodos 2007 al 2009. Evidencia a favor de la teoría del orden jerárquico (Pecking Order).

Mejía (2013) sostiene que:

Las fricciones en los mercados financieros de tipo normativo, político o económico tienen incidencia en la estructura de capital de las empresas, que se comporta de acuerdo con estos cambios, puesto que son presiones del entorno a las cuales debe responder. (p. 157).

El trabajo consiste en la clasificación de once investigaciones llevadas a cabo por diferentes autores y en diferentes países entre el año 2005 al 2010 como aportes de la teoría Trade Off, de Pecking Order, de la combinación de ambos y teoría de grupos de interés. También clasifica siete trabajos de investigación realiza-

dos por varios autores entre el año 2008 al 2010 como nuevos paradigmas. Evidencia a favor de la combinación de la teoría de compensación (Trade Off) y la teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order).

Alarcón (2014) afirma que:

Las relaciones negativas entre rentabilidad y ratios de deudas a largo y corto plazo, así como las positivas con las variables de crecimientos de los activos, aportan evidencia de una preferencia, en las empresas de la muestra, por fuentes de financiación internas como pronostica la teoría del orden jerárquico. (p. 16).

El estudio comprendió a trescientos treinta y ocho empresas españolas de diferentes giros de negocio con información de ocho años. Evidencia a favor de la teoría de orden jerárquico (Pecking Order)

Gaytan, De Jesús, Fregoso y Vargas (2014) concluyen:

En el modelo ajustado se consideró como variable dependiente al Pasivo a Largo Plazo; y como variables independientes se consideraron a las Ventas que representan el crecimiento en las industrias, La Utilidad de Operación y el Impuesto Sobre la Renta (ISR). Los resultados obtenidos son útiles para generar normatividad y directriz, facilitando la toma de decisiones al incorporar deuda en la estructura de capital de las empresas del sector de la construcción en México. (p. 231).

Los autores analizan a empresas del sector construcción de México del periodo comprendido entre el año 2000 al 2011. Es una evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Vargas (2014) dice: "Se pudo comprobar que cuando únicamente se incorporan las cargas impositivas a las utilidades, es decir, sin tomar en cuenta otras imperfecciones de mercado, el valor económico de una empresa se incrementa." (p. 63). El autor analiza una empresa industrial cementera domiciliada en Bolivia que no cotiza en bolsa de valores simulando once escenarios, cuyo resultado constituye evi-

dencia a favor de la teoría de independencia e imperfecciones.

Cornejo (2014) indica que: "A nivel de los factores determinantes del endeudamiento, se encuentra que el sector minería e hidrocarburos está más relacionado con factores del mercado que de la empresa, siendo lo contrario para el sector manufactura." (p. 132). El autor analizó el financiamiento por deuda de ciento cuarenta y seis empresas peruanas que cotizaban en la bolsa de valores de Lima, entre el año 1998 al 2013. Evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Hennings (2014) afirma que: "las excepciones, vinculadas a la preferencia de ampliar capital (emitir nuevas acciones) antes de optar por mayor deuda, se da ante la eventualidad que tal orden de priorización financiera, dificulte su viabilidad económica." (p. 46). El trabajo consistió en el análisis a un conglomerado empresarial peruano compuesto por quince empresas dedicado a prestar servicios de carga y transporte, almacenaje e infraestructura portuaria y aeroportuaria, etc., el periodo de análisis fue del año 2009 al 2011. Es una evidencia a favor de la teoría de orden jerárquico (Pecking Order).

Gómez (2014) concluye:

Estos resultados no establecen si la teoría del trade-off prevalece sobre la teoría del pecking order, porque la relación existente entre tamaño empresarial y estructura de capital es sostenida por la teoría del trade-off, las relaciones encontradas entre el valor colateral de los activos y la liquidez con la estructura de capital son explicadas desde la posición de la teoría del pecking order. (p. 17)

El estudio comprendió a una muestra de ochenta compañías que cotizan sus instrumentos financieros en la bolsa de valores de Lima, con base en la información del periodo 2005 al 2012. Su resultado aporta evidencia empírica a favor de la teoría de orden jerárquico (Pecking Order).

Padilla, Rivera y Ospina (2015) afirman: "Las empresas son eficientes en el manejo de sus activos, pueden lograr una mayor rentabi-

lidad y facilitar así la reinversión de utilidades. Tales hallazgos apoyan directamente la teoría del pecking order.” (p. 376). El estudio lo hicieron a una muestra de cuarenta y dos empresas colombianas compuesto por micro empresas, pequeñas empresas y medianas empresas postuladas al Premio Innova entre el año 2007 al 2011. Los resultados apoyan a la teoría de orden jerárquico (Pecking Oder).

Mejía (2015) sostiene: “Las variables tangibilidad de los activos, riesgo, crecimiento en ventas y rentabilidad del patrimonio, fueron las únicas que mostraron una relación importante con la determinación de la estructura de capital, de acuerdo con los resultados de los diferentes modelos aplicados.” (p. 203). El estudio se refiere a una muestra de veintitrés de un total de veintinueve medianas empresas del departamento de Boyacá – Colombia, el periodo de análisis fue 2007 al 2011. El resultado aporta evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Novoa, y Acevedo (2016) sostienen:

La estructura de capital de la industria de servicios petroleros tiene una alta influencia los ingresos propios. También, se observó cómo la capacidad de endeudamiento es un medidor del riesgo de las compañías, debido a que, si bien muchas compañías manejan deudas razonables, existen otras donde los niveles de endeudamiento son extremadamente altos. Se pudo percibir que las empresas con altos niveles de endeudamiento son compañías grandes (nacionales o extranjeras) que entraron al mercado colombiano o tuvieron contratos con una inversión significativa. (p. 20)

El estudio analizó datos desde año 1995 al 2012 obtenidos de la Superintendencia de Sociedades referidas a las empresas petroleras filtradas por el CIU que operan en Colombia, el resultado aporta evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Sinche (2016) afirma:

Partimos de la hipótesis uno, decimos que la velocidad de ajuste se encuentra en el intervalo de cero a uno, de acuerdo con

un modelo dinámico de apalancamiento. Los ajustes medios alcanzan aproximadamente el 25,67% y 47,74% anual en el corto y largo plazo y varían en función de costos de transacción, [los] mismos que son más altos en el largo plazo en un 22% con respecto al corto plazo cuyos coeficientes son significativos y se cumple la teoría de del equilibrio de la estructura de capital. (p. 41)

El estudio está referido a las empresas ecuatorianas, agrupadas en once sectores con base en la información financiera publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros entre 2007 al 2013. El resultado es un aporte a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Arévalo, Arévalo, Guadalupe y Palacio-Fierro (2018) concluyen “La correlación significativa entre la utilidad per cápita y la estructura de capital per cápita entre las industrias del cultivo de cereales (excepto arroz), legumbres y semillas oleaginosas, cultivo de arroz, cultivo de frutas tropicales y subtropicales.” (p. 11). El estudio comprende a diecisiete empresas del sector agrícola ecuatoriano, con datos del Censo Nacional Económico 2010 realizado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Constituye un aporte a la teoría de compensación (Trade Off).

Herrera (2018) sentencia: “Se comprueba que la estructura de capital óptima maximiza el valor de la firma y el precio de la participación de cada socio (acciones o participación societaria), a la vez que minimiza el costo promedio ponderado del capital.” (p. 182). El estudio se centra en el análisis de una empresa industrial de producción de leche y sus derivados, buscando hallar el máximo valor de la compañía. Es un aporte a la teoría de compensación (Trade Off).

Pacheco (2018) sostiene: “De calcular y analizar el comportamiento de la rentabilidad del patrimonio y su estructura financiera o de capital de cada empresa de la muestra se concluye que el ROE y la estructura financiera han mostrado fluctuaciones con tendencias decrecientes.” (p. 287). Este estudio se aboca a las compañías mineras cuyas acciones cotizan en la bolsa de valores de Lima con información correspondiente al periodo 2004-2013 rela-

cionando la estructura de capital con el rendimiento sobre los activos. Constituye por lo tanto evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Cueva, Armas y Rojas (2019) afirman: “Existe una relación negativa entre la estructura de capital de las empresas con respecto de la rentabilidad económica y financiera de las empresas.” (p. 445). Los investigadores analizaron el efecto de la estructura de capital en el desempeño económico y financiero de veintisiete empresas pertenecientes al índice bursátil español FTSE4Good Ibex 35, durante el periodo 2007-2017, con información del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos. Constituye evidencia a favor de la teoría de compensación (Trade Off).

Cómo podemos apreciar de los trabajos de investigación antes citados todos aportan evidencia de la realidad a favor de alguna de las tres teorías sobre estructura de capital y rentabilidad en las compañías, es decir, a la teoría de la Independencia e Imperfecciones del Mercado (irrelevancia del financiamiento en el rendimiento), a la teoría de compensación (estructura óptima que maximiza los beneficios) y/o a la teoría del orden jerárquico (prelación de fuentes de financiamiento y control sobre los beneficios empresariales), pero muchas de ellas sin afirmar contundentemente, sino en términos condicionales, lo cual nos indica que no se consolida ninguna de las teorías para describir, explicar y predecir este fenómeno.

Planteada la esencia de cada teoría en la tabla 1, inferimos indicadores asociados con cada uno de ellas, en forma de lluvia de ideas, a fin encontrar elementos comunes y complementarios que conduzcan a comenzar con la armonización teórica.

Con base a las conclusiones citadas se procedió a relacionar con cada una de las teorías, a fin de establecer la frecuencia de aportes para cada una de ellas, cuyos resultados mostramos en la tabla 2.

Se observa en la tabla 2, que la teoría de la compensación ha obtenido 45.8% de evidencias empíricas a su favor, lo cual indica que los directivos financieros de esas empresas definen la política de financiamiento convencidos de la existencia de una estructura de capital que es capaz de maximizar los beneficios en la compañía, también podemos inferir de los artículos analizados que la estructura óptima se logra con el correr de tiempo a dicho proceso se denomina velocidad de ajuste.

Por su parte la teoría del orden jerárquico ha sido respaldada por el 41.7% de las pruebas de la realidad, lo cual nos permite afirmar que los funcionarios encargados de la política de financiación de este grupo de empresas consisten en establecer una prelación a priori de las fuentes de financiación, es decir, prefieren en primer lugar el financiamiento mediante retención de utilidades o creación de reservas, en segundo lugar, mediante endeudamiento y finalmente a través de aportes de capital. Sin embargo, cabe resaltar, que algunos autores manifiestan que existen empresas en las que el aporte de capital antecede al endeudamiento.

Por otra parte, la teoría de la independencia e imperfecciones fue respaldada por el 12.5% de las pruebas de campo, ello nos muestra que existen empresas que definen su política de financiamiento asumiendo que la estructura de capital no está relacionada con la generación de beneficios, salvo por las imperfecciones sistemáticas del mercado financiero, entre ellos el

**Tabla 1.**

*Principales teorías sobre estructura de capital y rentabilidad en las compañías.*

	<b>Independencia e imperfecciones</b>	<b>Compensación (Trade off)</b>	<b>Orden Jerárquico (Perking order)</b>
Esencia	La estructura de capital no se encuentra relacionada con los rendimientos generados por las empresas. Excepto por las imperfecciones en el mercado financiero	Existe una estructura de capital óptima que permite maximizar los beneficios económicos generados en la compañía.	Existe una prelación en la elección de las fuentes de recursos financieros por parte de los gestores para orientar los beneficios generados en la empresa
Indicadores	Costo de capital, escudo fiscal, rentabilidad económica y financiera	Costo de capital, rentabilidad económica y financiera, tamaño y edad de la empresa.	Costo de capital, liquidez, solvencia, rentabilidad económica y financiera, riesgo, control

**Fuente.** *Elaboración propia*

**Tabla 2.**  
Evidencia para las teorías de estructura de capital y rentabilidad en compañías.

Nº	Autor (es)	Año	País	a)	b)	c)
1	Blásquez y Verona	2005	Perú			1
2	Maquiería et al	2007	Chile			1
3	Alejandra y Tresierra	2009	Venezuela			1
4	Rodeiro, et al	2010	España	1		1
5	Mongrut et al	2010	Colombia		1	
6	Zambrano y Acuña	2011	Colombia	1		
7	Mateos-Ronco y Lajara	2013	España			1
8	Mejía	2013	Colombia		1	1
9	Alarcón.	2014	España			1
10	Gaytan et al.	2014	México		1	
11	Vargas	2014	Bolivia	1		
12	Cornejo	2014	Perú		1	
13	Hennings	2014	Perú			1
14	Gómez	2014	Perú			1
15	Padilla et al	2015	Colombia			1
16	Mejía	2015	Colombia		1	
17	Novoa y Acevedo	2016	Colombia		1	
18	Sinche	2016	Ecuador		1	
19	Arévalo et al	2018	Ecuador		1	
20	Herrera	2018	Colombia		1	
21	Pacheco	2018	Perú		1	
22	Cueva, et al	2019	Ecuador		1	
Frecuencia absoluta				3	11	10
Frecuencia porcentual				12.5%	45.8%	41.7%

Teorías: a) Independencia e imperfecciones, b) Trade off y c) Pecking Order.

Fuente. *Elaboración propia.*

impuesto a las ganancias, problemas de quiebra, acceso a la información (asimetría), etc.

También podemos observar en la tabla 2 que en el horizonte del tiempo, los estudios publicados en el último quinquenio (2014-2019) muestran evidencias a favor de la teoría de compensación, lo cual nos permite afirmar que la teoría de la independencia e imperfecciones pierde relevancia, sin embargo la teoría del orden jerárquico, no pierde vigencia.

Además, consideramos importante señalar que las teorías analizadas han sido planteadas para mercados financieros maduros y principalmente para grandes corporaciones, ello nos permite inferir que las evidencias no son contundentes, debido a que los artículos analizados

en su gran mayoría se refieren a mercados en desarrollo como son las de América Latina.

## DISCUSIÓN

La teoría de compensación plantea que existe una estructura óptima de capital que maximiza la generación de beneficios en la compañía, en la realidad hemos encontrado que el 45.8% de las investigaciones que hemos analizado sostienen que las empresas aplican dicha teoría en sus políticas de financiamiento (tabla 2), esto es, buscan lograr una estructura de capital que maximiza las ganancias.

La teoría del orden jerárquico plantea que la estructura de capital es producto de una prelación establecida en la elección de las fuentes



de recursos financieros por parte de los gestores para orientar los beneficios generados en la empresa, en la realidad hemos encontrado que el 41.7% de las investigaciones analizadas sostienen que las empresas aplican esta teoría en sus políticas de financiamiento (tabla 2). Por lo tanto, este grupo de empresas primero recurren a financiamiento interno (retenciones de utilidades), segundo al endeudamiento (crédito, préstamo) y en última instancia al aporte de capital (acciones).

La teoría de la independencia e imperfecciones plantea que la estructura de capital no está asociada con los rendimientos generados por las compañías, excepto por las imperfecciones en el mercado financiero, en la realidad hemos encontrado que el 12.5% de las investigaciones analizadas aportan evidencias a su favor (tabla 2), es decir, hay un grupo de empresas que aplican dicha teoría en sus políticas de financiamiento.

## CONCLUSIONES

Respecto a la asociación entre la estructura de capital y la generación de beneficios (rentabilidad) en las compañías latinoamericanas y españolas se vienen aplicando tres teorías: a) teoría de la independencia e imperfecciones, b) teoría de compensación, y c) teoría del orden jerárquico. Dichos planteamientos proceden de autores estadounidenses desarrolladas con base en un mercado financiero desarrollado. Las imperfecciones del mercado financiero más estudiadas son cuatro: a) sistema impositivo (tributario), b) dificultades financieras, c) problemas de conflicto de intereses (agencia), y d) acceso a la información (asimetría).

En España y América Latina entre el año 2005 al 2019 hemos determinado que la teoría de compensación obtuvo el 45.8% de evidencias empíricas a su favor principalmente en los últimos seis años (2014-2019), la teoría de orden jerárquico ha sido respaldada por el 41.7% de las pruebas de la realidad y por último la teoría de la independencia e imperfecciones fue respaldada por el 12.5% de las pruebas de campo; estas últimas con los trabajos publicados entre el 2004 al 2014.

A nuestro juicio según los indicadores inferidos en tabla 1, las teorías no son excluyen-

tes, más bien complementarias, en ese sentido consideramos que es necesario consolidarlos en un solo cuerpo teórico sobre asociación de la estructura de capital y rentabilidad en las compañías.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alarcón, S. (2014). Efectos dinámicos y no lineales de los determinantes de la estructura de capital de las empresas. pp. 1-18. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/267217798>.
- Alejandra, M. y Tresierra, A. (2009). Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital. Compendio N° 22, pp. 65-83. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/44897242>
- Arévalo, P., Arévalo, F., Guadalupe, J., y Palacio-Fierro, A. (2018). El sector agrícola en Ecuador: análisis de correlación entre utilidad, participación de mercado y estructura de capital. Economía Institucional. DOI: 10.29019/eyn.v9i1.430.
- Blásquez, F. y Verona, M. C. (2005). Incentivos fiscales, crecimiento empresarial y estructura de capital. Gestión en el Tercer Milenio. Vol. 8 N° 15, pp. 89-99. <https://www.researchgate.net/publication/255628293>
- Casanellas, R. (2017). Guía de actuación de la empresa ante la insolvencia. (2ª Ed). Madrid: Consejo General de Economistas y Confederación Española de Organizaciones Empresariales. Recuperado de [https://contenidos.ceoe.es/CEOE/var/pool/pdf/publications\\_docs-file-349-guia-de-actuacion-de-la-empresa-ante-la-insolvencia-abril-2017.pdf](https://contenidos.ceoe.es/CEOE/var/pool/pdf/publications_docs-file-349-guia-de-actuacion-de-la-empresa-ante-la-insolvencia-abril-2017.pdf)
- Cornejo, R. H. (2014) Estructura de capital en mercados emergentes. Velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa (tesis de PhD) universidad Ramon LLull.
- Cueva, D. F., Armas, R. y Rojas, D. M. (2019). Rentabilidad y estructura de capital de empresas que demuestran prácticas sociales y medioambientales: Caso FTSE4Good Ibex 35. Revista Inclusiones. Vol: 6 N° Especial 2019, pp. 434-447. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/330738956>
- Gaytan, J. De Jesus, A., Fregoso, G. S. y Vargas, J. A. (2014). La estructura de capital de las Industrias de la Construcción en México. En La competitividad y los factores determinantes en la globalización (pp. 213- 234).

- Gitman, L. J. y Zutter, C. J. (2012). Principios de administración financiera (12ª Ed). México: Pearson Educación.
- Gómez, L. G. (2014). Factores determinantes de la estructura de capital: evidencia del mercado de valores peruano. XIX Congreso Internacional de Contaduría Administración e Informática. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/270583322>
- Hennings, J. A. (2014). Estructura de capital para el crecimiento corporativo: Caso el holding andino. Quipukamayoc. Vol. 22, N° 41, pp. 41-46. DOI: <http://dx.doi.org/10.15381/quipu.v22i41.10067>
- Herrera, H. (2018). Estructura óptima de capital para empresas en mercados maduros de economías emergentes: una aplicación. Universidad & Empresa. Vol. 20 N° 34, pp. 157-191. Doi: <http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.5463>.
- Novoa, A. & Acevedo, E. (2016). Análisis cuantitativo de la estructura de capital para empresas del sector de servicios petroleros. Colombia. Económicas CUC, 37 (2), pp. 9-22. DOI: <http://dx.doi.org/10.17981/econuc.37.2.2016.01>
- Maquiería, C., Olavarrieta, S. y Zutta, P. (2007). Determinantes de la estructura de financiación. Evidencia empírica para Chile. El Trimestre económico. Vol. 74, No. 293, pp. 161-193. DOI: 10.20430/ete.v74i293.361
- Mascarañas, J. (2008). La estructura de capital óptima. Universidad Complutense de Madrid. Recuperado por <http://webs.ucm.es/info/jmas/mon/17.pdf>
- Mateos-Ronco, A. y Lajara, N. (2013). Incidencia de las condiciones macroeconómicas en la estructura de capital de las sociedades cooperativas agrarias españolas. DOI: 10.13140/2.1.1440.0963
- Mejía, A. F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. Finanzas y Política Económica. Vol. 5 N° 2, pp. 141-160. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/fype/v5n2/v5n2a08.pdf>
- Mejía, A. F. (2014). La estructura de capital en las medianas empresas del departamento de Boyacá, Colombia. Apuntes del CENES. Vol. 34 N° 59, pp. 185-206. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/cenes/v34n59/v34n59a08.pdf>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443, recuperado de <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G. y Teply, Z. (2010) Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. Cuadernos de Administración. Vol. 23, núm. 41, pp. 163-184. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=20516983008>
- Moreira, C. A. y Rodríguez, J. A. (2000). Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas. Universidad de Valladolid. España: recuperado de [https://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75182/1/DAEE\\_01\\_06\\_ContrastedelaTeor%C3%ADa.pdf](https://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75182/1/DAEE_01_06_ContrastedelaTeor%C3%ADa.pdf)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance. Vol. 39. N° 3 pp. 575-592. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.472.3863&rep=rep1&type=pdf>
- Pacheco, R. R. (2018). ROE y estructura financiera de las empresas mineras periodo 2004-2013. Pensamiento crítico. Vol 23, N° 2; pp. 273-290. DOI: <http://dx.doi.org/10.15381/pc.v23i2.15815>
- Padilla, A. y Rivera, J. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las mipyes del sector real participantes del premio innova. Finanz. polit. econ., Vol. 7, No. 2, pp. 359-380 DOI: 10.14718/revfinanzpolitecon.2015.7.2.8
- Rodeiro, D., Fernández, S., Otero, L., y Rodríguez, A. (2010). Factores determinantes de la estructura de capital de las spin-offs universitarias. Revista Latinoamericana de Administración, vol. 44, núm. 2010, pp. 65-98. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/49587986>
- Sinche, R. I. (2016). Análisis Dinámico de la Estructura de capital de las empresas de Ecuador: Modelo de ajuste parcial
- Vargas, A. (2014). Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. Investigación & desarrollo, Vol. 1, No. 14, pp. 44 - 66. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/303783932>.
- Zambrano, S. M. y Acuña, G. A. (2011). Estructura de Capital evolución teórica. Criterio Libre. Vol. 9 N° 15 pp. 81-102. DOI: 10.18041/1900-0642/criteriolibre.2011v9n15.1203 . Source: RePEc