

Factores institucionales que influyen en la decisión de estructura de capital de las empresas en México

MYRIAM ARIAS URIBE¹
LUIS ARIAS FLAVIO FIERRO²
MARCELA DE GUADALUPE PELAYO VELÁZQUEZ³
SANDRA COBIÁN VELASCO⁴

Resumen

El propósito de este trabajo es el análisis de los determinantes institucionales de la estructura de capital de las empresas en México, con base en la revisión de trabajos empíricos realizados a nivel internacional sobre el tema, con el fin de desarrollar un marco de referencia para futuros estudios de los factores que influyen en las decisiones de financiamiento de las empresas mexicanas. Del análisis anterior encontramos que los aspectos legales, las características de los mercados financieros y de gobierno corporativo del país influyen en las tendencias de financiamiento de las operaciones de inversión de las corporaciones.

Palabras clave: estructura de capital, endeudamiento, factores institucionales.

-
1. Profesora del Departamento de Contaduría Pública del Centro Universitario de la Costa Sur, Universidad de Guadalajara. Correo electrónico: miriam.uribe@cucsur.udg.mx.
 2. Profesor del Departamento de Contaduría Pública del Centro Universitario de la Costa Sur, Universidad de Guadalajara. Correo electrónico: ifarias@cucsur.udg.mx.
 3. Profesora del Departamento de Contaduría Pública del Centro Universitario de la Costa Sur, Universidad de Guadalajara. Correo electrónico: marcela@cucsur.udg.mx.
 4. Profesora del Departamento de Contaduría Pública del Centro Universitario de la Costa Sur, Universidad de Guadalajara. Correo electrónico: scobian@cucsur.udg.mx.

Introducción

La estructura financiera de las empresas (EF) está formada por la combinación de recursos propios y ajenos que les permiten efectuar las inversiones necesarias para la realización de sus operaciones de negocios. Estos recursos financieros pueden obtenerse de fuentes externas mediante el endeudamiento o la emisión de nuevas acciones; o bien, de fuentes internas como el autofinanciamiento. Esta relación existente entre recursos propios y ajenos, a largo plazo será el argumento que defina la estructura de capital (EC) de la empresa (Azofra, 1987).

Aspectos relacionados con el riesgo y la toma de decisiones con información limitada están presentes en la elección de la EC. Al decidir financiar sus operaciones con capital o deuda, las empresas deben considerar el riesgo relacionado con la posibilidad de quiebra, o bien la pérdida de la propiedad y el control de la firma. Esta elección resulta crítica dentro de una organización de negocios (Simerly y Li, 2000); en ella influyen tanto factores internos como externos a la empresa.

Es importante analizar los factores externos o institucionales que influyen en la decisión de EC de las empresas mexicanas, ya que este análisis será de utilidad para conocer de qué forma las características del entorno de negocios determinan las decisiones de financiamiento. El presente trabajo permitirá desarrollar un marco de referencia que podrá ser empleado en futuros estudios empíricos sobre el tema.

Aun cuando diferentes corrientes del área financiera han realizado análisis de los determinantes de la EC, no se ha llegado a resultados concluyentes sobre el tema. Los trabajos de investigación han sido realizados principalmente en países desarrollados; sin embargo, en el caso de países en desarrollo aún existe mucho trabajo por realizar para encontrar cuáles son realmente los factores que influyen en la EF.

El objetivo general que persigue este documento es desarrollar un marco de referencia sobre los factores institucionales que influyen en las decisiones de financiamiento de las empresas en México. Para la realización de este trabajo se llevará a cabo una revisión de diversos estudios sobre el tema realizados a nivel internacional, que realizan aportaciones sobre los aspectos determinantes de la EC de las empresas en países desarrollados y en países en vías de desarrollo, analizando particularmente aquellos aspectos institucionales característicos de cada país (Chui, et al., 2002; Gosh, et al., 2000; Rajan y Zingales, 1995; Atkin y Glen, 1992).

Posteriormente se analizarán los factores propuestos por estos trabajos y la importancia de los mismos para determinar su relevancia en la EC de las empresas mexicanas. Una vez identificados estos factores, se llevará a cabo una discusión sobre las condiciones que prevalecen en México y que pueden influir en las decisiones de financiamiento de las empresas ubicadas en este país. Es importante analizar las condiciones existentes en el ambiente en el que operan las empresas y la influencia de los mismos en las decisiones de financiamiento, debido a que estas actividades de financiamiento están relacionadas con la inversión empresarial, que a su vez es fuente de desarrollo económico (Torre y Schmulkler, 2007).

En el siguiente apartado se presenta una definición del concepto de EC que será de utilidad para contextualizar la variable de estudio.

Concepto de estructura de capital

La EC es la combinación de los diferentes títulos emitidos por la empresa (Brealey y Myers, 2003), títulos de deuda o emisión de acciones. Azofra (1987), en su tesis doctoral sobre el tema, la define como la combinación de recursos propios y ajenos que emplea una empresa para financiar sus actividades de inversión.

Partiendo de lo anterior, la empresa en sus decisiones de financiamiento puede considerar el empleo de recursos generados internamente, o bien obtenidos de forma externa a la organización.

- *El financiamiento interno* proviene de los excedentes de flujo de efectivo que genera la operación del negocio. La empresa, al financiar sus actividades de inversión con estos recursos está recurriendo a fondos propiedad de accionistas actuales; por lo tanto, éstos son quienes enfrentarán el riesgo derivado de las operaciones que realice la empresa con ellos; de esta manera la propiedad de la empresa no se verá afectada (Rodríguez, 2003). Otras fuentes de financiamiento interno son las reservas, amortizaciones, provisiones y previsiones (Brealey y Myers, 2003; Azofra, 1987).
- *El financiamiento externo* está formado por aquellos recursos que la empresa obtiene de forma externa mediante la emisión de acciones, o bien por la contratación de deuda, ya sea con instituciones de crédito o por la emisión de títulos en el mercado de valores. Otra fuente de recursos financieros es el crédito comercial, esto es, el crédito otorgado por los proveedores.

Específicamente la EC la integran las deudas a largo plazo y el capital de los accionistas, lo que constituye el financiamiento permanente de la empresa (Cruz, et al., 2003). La elección entre las diferentes modalidades de financiamiento a las que tiene acceso una empresa, es un problema que ha sido estudiado ampliamente en el contexto de los negocios, las finanzas y la estrategia (Salloum y Vigier, 1999). Cada una de estas modalidades tiene ventajas y desventajas para la firma; la elección de la combinación adecuada de las mismas es importante para optimizar recursos y obtener mayores beneficios económicos para toda la organización.

A continuación se realiza un análisis de las principales aportaciones teóricas sobre el tema y de trabajos empíricos relacionados con los determinantes institucionales de la EC de la empresa.

Análisis de estudios previos

Aportaciones teóricas sobre la decisión de EC de las empresas

Teorías desarrolladas en el área de finanzas y de administración estratégica abordan el tema relacionado con la decisión sobre la EC de la corporación. En el área financiera, dos corrientes de pensamiento plantean tesis diferentes. Por un lado, los trabajos de

Modigliani y Miller (MM) constituyen las aportaciones más importantes sobre el tema (Azofra, 1988; Gordon, 1989). El modelo MM, como se le conoce, se fundamenta en dos proposiciones: a) el valor de mercado de una empresa es independiente de su EC , y b) la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente respecto a la razón de endeudamiento expresada en valores de mercado (Brealey y Myers, 2002).

Una de las implicaciones de las proposiciones de MM es que el apalancamiento financiero no está relacionado con la riqueza de los accionistas, por lo tanto el valor corriente de una corporación no tiene relación alguna con el método de financiamiento de sus inversiones. La teoría de MM se fundamenta en el supuesto de la existencia de un mercado perfecto de capitales. Esta teoría describe un estado ideal para el cual la evidencia empírica no ha sido concluyente (Gordon, 1989).

El trabajo de MM surge como respuesta a la posición tradicional, de la cual los pioneros fueron Benjamín Graham y David L. Dood (Azofra, 1988). Los tradicionalistas sostenían que un grado moderado de apalancamiento financiero puede incrementar la rentabilidad esperada de capital propio. Esta teoría nos dice que existe una EC óptima, la cual se determina en el punto en donde se minimiza el costo de capital promedio ponderado.⁵ El argumento fundamental es que la minimización del costo promedio ponderado se presenta en forma concurrente con la maximización del valor de la empresa (Rodríguez Puente, 2003). Para los tradicionalistas la suposición de MM sobre mercados perfectos de capitales constituye una fuente de error en las predicciones. Esta corriente supone que estas imperfecciones hacen que el endeudamiento sea costoso y poco conveniente para los individuos (Brealey y Myers, 2003), quienes tendrán preferencia por el endeudamiento corporativo (Gordon, 1989).

Al existir imperfecciones en el mercado tales como asimetrías en la información, costos de agencia, impuestos corporativos y personales, así como costos de quiebra, existen diferentes enfoques posteriores a MM y a los tradicionalistas para analizar este tema.

Un enfoque que considera la información asimétrica, es la teoría de la clasificación jerárquica de las decisiones de financiación o *pecking order* (Brealey y Myers, 2003). La hipótesis principal sugiere la existencia de un orden en la elección de fuentes de financiamiento, considerando como supuesto básico la existencia de costos relacionados con las asimetrías de la información. Estos costos influyen en la preferencia de las empresas por el financiamiento interno como fuente primaria para la obtención de recursos, empleando el endeudamiento como fuente secundaria y, como última opción, la emisión de acciones (Salloum y Vigier, 1999). Se ha encontrado evidencia empírica que respalda esta teoría en el caso de países desarrollados; pero los resultados han sido contradictorios en países como México, en donde en la década de los ochenta las empresas financiaron sus actividades de inversión emitiendo acciones antes que deuda (Atkin y Glen, 1992); posteriormente, durante los noventa el comportamiento fue

5. El costo de capital promedio ponderado es la rentabilidad esperada de la cartera de todos los títulos de la empresa. Se utiliza como tasa mínima para una inversión de capital (Luherman, 1997).

variable pero prevaleció el empleo de fondos internamente generados (Rodríguez, 2003).

Trabajos empíricos realizados internacionalmente sobre los determinante de la EC de las empresas

Dentro de esta sección se analizarán los trabajos realizados por Arvin Gosh, Francis Cai y Wenhui Li (2000); Michael Atkin y Jack Glen (1992); Raghuram G. Rajan y Luigi Zingales (1995); Andi C. W. Chui, Alison E. Lloyd y Chuck C. Y. Kwok (2002) sobre los determinantes de la EC de las empresas. Estos trabajos han sido realizados considerando diferentes aspectos, ya sean internos o externos que influyen en las decisiones de financiamiento de una organización. Sin embargo, los resultados no han sido concluyentes. Este problema ha sido abordado desde diversos puntos de vista (Barton y Gordon, 1987), considerando tanto aspectos internos como externos a la empresa.

Dentro de los trabajos sobre el tema que consideran aspectos externos a la empresa, se encuentra el estudio realizado por Atkin y Glen (1992), quienes llevaron a cabo un análisis comparativo de las estructuras de capital corporativas a nivel internacional. Empleando datos correspondientes a firmas de los países del grupo de los siete (G-7) y de nueve economías en desarrollo,⁶ estos autores se plantearon un doble objetivo: a) analizar las estructuras de capital corporativas y las diferencias entre los patrones de financiamiento de las empresas de estos países, y b) analizar la posible influencia de las características institucionales o macroeconómicas de cada país. Los autores establecieron como hipótesis básica de trabajo que las estructuras financieras de las empresas diferirían de un país a otro por los objetivos particulares de las empresas y por el ambiente macroeconómico en el que se desenvuelven.

Dentro de los hallazgos de esta investigación, los autores reportaron que el financiamiento de las corporaciones de los países del G-7 se realiza principalmente con recursos internos (utilidades retenidas), posteriormente se emplea financiamiento bancario, y en tercer lugar se encuentra la emisión de nuevas acciones. Estos hallazgos coinciden con la teoría de la clasificación jerárquica de las decisiones de inversión. Sin embargo, en el caso del financiamiento de los países en desarrollo los resultados fueron diferentes. Para estos países el capital externo desempeñó un papel más importante en las estructuras financieras de las corporaciones y los recursos generados internamente se emplearon en menor grado que en los países desarrollados. No obstante, no existió homogeneidad en los resultados obtenidos para estos países; en general puede decirse que en el periodo de estudio (la década de los ochenta) el financiamiento interno no fue suficiente y en algunos países como México se recurrió principalmente al mercado accionario con el fin de obtener recursos.

6. Los países en desarrollo analizados en el trabajo son Corea, Pakistán, India, Malasia, México, Tailandia, Jordania, Turquía y Zimbabue.

Derivado del análisis anterior, los autores plantean que las características institucionales propias de cada país cumplen un papel importante en las decisiones de financiamiento de sus empresas. Aspectos como el marco legal, el sistema financiero y las características de gobierno corporativo tienen un gran impacto en la decisión de financiamiento (Atkin y Glen, 1992).

Considerando la propuesta anterior, se esperaría que las estructuras de capital de las empresas variaran entre países. Rajan y Zingales (1995) llevan a cabo un análisis empírico con el objetivo de investigar los determinantes de la elección de la EC con base en las diferencias institucionales entre países. En este estudio se examinan las decisiones de financiamiento de empresas que cotizan en los mercados de valores de los países integrantes del “Grupo de los Siete”, considerando los aspectos institucionales inherentes a cada país, revisando las diferencias en las normas contables, los códigos fiscales, la ley de quiebras de cada país y el grado de desarrollo de su mercado de valores.

Los resultados obtenidos aparentemente contradicen lo esperado por la teoría. El grado de endeudamiento de las firmas de los diferentes países en los que se llevó a cabo el estudio es casi similar, aun cuando varían considerablemente en sus procedimientos de quiebra y leyes fiscales. Sin embargo, antes de llegar a una conclusión debemos considerar las características de los países integrantes de la muestra.

Estos países tienen características institucionales similares; por lo tanto, no resulta sorprendente que existan similitudes en su nivel de endeudamiento. Por esta razón en el estudio se realiza un análisis de los aspectos institucionales que pueden ser determinantes en la decisión de financiamiento de una empresa. Entre los aspectos institucionales que los autores consideran que deben ser analizados con mayor profundidad se encuentran el marco legal, la concentración de la propiedad y el estado de desarrollo de los mercados de valores de cada país (Rajan y Zingales, 1995).

Aparentemente la decisión de EC entre los países del G-7 es similar y las características institucionales no ofrecen una explicación clara para este resultado (Atkin y Glen, 1992; Rajan y Zingales, 1995). Sin embargo, no se pueden extraer conclusiones definitivas con los resultados de los estudios anteriores. Los países pertenecientes a este bloque son países desarrollados que pueden tener muchas características en común (Chiu, et al., 2002).

Un trabajo que complementa este punto fue desarrollado por Chiu, Lloyd y Chuck (2002). En esta investigación se considera a la cultura nacional como un factor determinante en la decisión de EC de las empresas de un país determinado. La hipótesis principal de este estudio es que la cultura es un factor importante en la determinación del financiamiento corporativo, debido a que afecta la percepción de la dirección de la empresa sobre los aspectos relacionados con el costo y el riesgo de las diferentes opciones de financiamiento. Para realizar esta investigación se definieron dos dimensiones culturales básicas: a) el nivel de conservadurismo de un país, y b) el nivel de tecnificación. La razón de endeudamiento de la empresa estará negativamente correlacionada con estas dos dimensiones. Así, los hallazgos significativos sugieren que la cultura nacional puede ser una pieza faltante en el análisis de la determinación de la EC.

Otro trabajo realizado sobre el tema, pero a un nivel nacional entre sectores industriales, es la investigación de Gosh, Cai y Li (2000). En este documento se analizan los determinantes de la EC en las industrias manufactureras de Estados Unidos, considerando aspectos internos y el riesgo de negocios. Este estudio muestra una relación significativa entre el riesgo de negocios y el grado de endeudamiento de las empresas. Los hallazgos concuerdan con las propuestas de la teoría tradicional. El riesgo de negocios está asociado tanto con aspectos internos como con aspectos externos a la empresa.

Considerando los resultados de los trabajos analizados anteriormente, existen aspectos institucionales cuya influencia sobre las decisiones de financiamiento de las empresas debe ser estudiada con el fin de aportar evidencia sobre aquellos factores que son importantes para las decisiones de financiamiento de las inversiones de las empresas. Dentro de estos factores importantes se encuentran el marco legal, el mercado de valores y las características de gobierno corporativo encontradas en un país.

Estos factores que influyen en las decisiones de financiamiento de las empresas se encuentran interrelacionados, son afectados por diversos factores económicos y culturales pertenecientes a cada país. A continuación se presenta un análisis de estos determinantes y se argumenta el porqué de su influencia en la estructuración del capital de las empresas.

Influencia de los factores institucionales en la determinación de la estructura de capital de las empresas

Del análisis anterior surge la propuesta de analizar el marco legal, el mercado de valores y las características de gobierno corporativo de las empresas como factores determinantes de la EC, aspectos considerados como imperfecciones del mercado y analizados en el trabajo de MM (Azofra, 1988). A continuación se presenta un análisis del financiamiento de la inversión de empresas no financieras que cotizan en la BMV,⁷ y posteriormente una discusión sobre los aspectos externos que influyen en esta decisión según los resultados obtenidos por los trabajos empíricos anteriores.

Financiamiento de la inversión en México en el periodo 1999-2003

Es importante conocer cuáles han sido las fuentes de financiamiento de la inversión en México. El trabajo realizado por Rodríguez (2003) sobre EC en empresas mexicanas presenta una exposición de los flujos de fondos para el financiamiento del sector privado, empleando datos provenientes de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. En este trabajo se exponen las preferencias en las decisiones de financiamiento, las cuales han presentado un comportamiento variable.

7. Datos tomados del balance general de las empresas no financieras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, eliminando aquellos pertenecientes a los corporativos.

Durante los años de 1990 a 1994 las preferencias fueron variando del empleo de fondos internos hacia el endeudamiento, que alcanzó su punto máximo en 1994, para caer posteriormente durante el inicio del periodo de crisis económica en México. A partir de 1995 el financiamiento con fondos generados internamente cobró importancia y constituyó en algunos años la principal fuente de obtención de fondos para la inversión y la liquidación de pasivos. Es también a partir de esta fecha que las emisiones de capital decrecen y presentan una tendencia irregular.

¿Qué factores influyen en el comportamiento registrado por estas empresas? ¿Por qué el sector empresarial ha recurrido al autofinanciamiento de la inversión? ¿Han influido los factores institucionales como el marco legal, el mercado financiero y los aspectos de propiedad corporativa en este comportamiento?

En el cuadro 1 se presentan los datos en porcentajes de la composición de la EF de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores; para ello se realizó a nivel agregado un promedio de la composición del pasivo y del capital, como medida aproximada para analizar el porcentaje de financiamiento propio y ajeno de estas empresas. Podemos comprobar cómo a partir del año 1999 en promedio las empresas continúan empleando el financiamiento a corto plazo, el cual es principalmente con sus proveedores. Sin embargo, se incrementa la proporción de financiamiento a largo plazo, al recuperarse de la crisis el sector bancario. El empleo de capital propio continúa siendo relevante, disminuyendo la emisión de capital en los mercados de valores.

Cuadro 1
Estructura financiera de las empresas que cotizan en la BMV (%)

<i>Año</i>	<i>Pasivo</i>		<i>Capital</i>	
	<i>Corto plazo</i>	<i>Largo plazo</i>	<i>Minoritario</i>	<i>Mayoritario</i>
1999	20.24	20.12	9.43	50.22
2000	26.35	19.53	12.57	41.55
2001	26.06	22.60	11.85	39.49
2002	23.53	25.73	8.93	41.80
2003	23.38	26.14	8.73	41.75

Fuente: cálculos propios basados en estados financieros de las empresas de la muestra, tomados de la base de datos de *Infosel financiero*.

Cuadro 2
Fuentes de financiamiento por sector industrial.
Promedios para el periodo 1999-2003 (%)

<i>Sector</i>	<i>Pasivo</i>		<i>Capital</i>	
	<i>Corto plazo</i>	<i>Largo plazo</i>	<i>Externo</i>	<i>Interno</i>
Comercio	30.28	7.32%	0.25%	62.15%
Comunicaciones y transportes	25.67	28.10	15.61	30.62
Construcción	24.22	25.19	8.36	42.22
Extractiva	15.85	32.74	10.49	40.91
Servicios	10.56	22.47	7.45	59.53
Transformación	21.58	20.47	9.60	48.35

Fuente: cálculos propios basados en estados financieros de las empresas de la muestra, tomados de la base de datos de *Infosel financiero*.

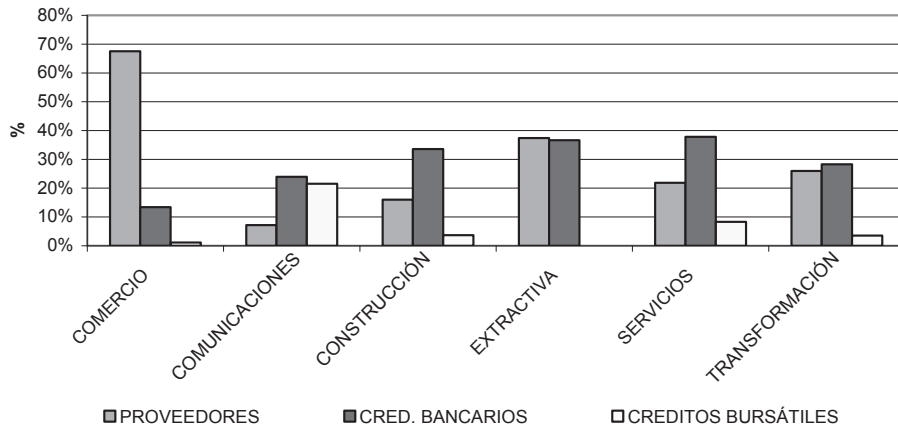
Analizando las fuentes de financiamiento por sector, encontramos que éstas presentan una tendencia similar a la encontrada en la muestra a nivel agregado; sin embargo, el sector comercio en promedio presenta un endeudamiento a largo plazo considerablemente menor que el resto de los sectores industriales, teniendo en promedio mayor capital dentro de su EF. Un punto interesante para analizar esta diferencia sería considerar la competitividad del sector y los aspectos existentes en su ambiente de negocios particular, así como la concentración de la propiedad corporativa dentro de estas empresas y los aspectos relacionados de gobierno corporativo. El sector servicios, por el contrario, presenta un menor promedio en el endeudamiento a corto plazo.

La composición del financiamiento a corto plazo de las empresas de la muestra presenta variaciones, dependiendo del sector industrial al que éstas pertenecen (véase gráfica 1). El crédito con proveedores ha sido una importante fuente de recursos para la totalidad de las empresas mexicanas a partir de la segunda mitad de la década de los noventa debido a la crisis mexicana de 1994. A partir de este periodo el crédito bancario fue restringido, propiciando que las empresas buscaran fuentes alternativas de financiamiento (López, 1999). Las empresas comerciales emplearon un mayor financiamiento con proveedores que el resto de las empresas, con una proporción de 68% del total de su endeudamiento corriente. Por el contrario, el sector comunicaciones y transportes empleó la menor proporción de financiamiento con proveedores entre el total de la muestra: 8% de su pasivo a corto plazo.

Los créditos bursátiles a corto plazo no han representado un porcentaje importante del financiamiento para estas empresas, con excepción del sector comunicaciones y transportes, el cual ha empleado el mayor porcentaje de deuda bursátil. El desarrollo del mercado de valores en México ha sido en forma lenta y son pocas las empresas las que lo consideran como opción de financiamiento. Los créditos bancarios a corto plazo compiten con el financiamiento de proveedores, al ser este último más barato y accesible para las empresas, especialmente en el sector comercio.

Gráfica 1

Financiamiento a corto plazo de las empresas de la muestra. Periodo 1999-2003



Fuente: cálculos propios basados en estados financieros de las empresas de la muestra, tomados de la base de datos de *Infosel financiero*.

Sin embargo, aun cuando el financiamiento con proveedores es importante, ha presentado una tendencia ligeramente decreciente en el sector comercio y muy marcada en la industria extractiva, contrario al comportamiento de las empresas de la industria de la transformación, las cuales han incrementado el uso de este financiamiento, y en los otros sectores en los que ha mantenido una tendencia estable durante el periodo de análisis.

No pueden extraerse conclusiones apresuradas partiendo de los datos anteriores. Las decisiones de financiamiento del sector privado en México no han presentado un comportamiento homogéneo. Pueden explicarse aparentemente por cuestiones relacionadas con el ambiente macroeconómico o institucional característico del país, según los estudios empíricos analizados anteriormente, sin embargo es necesario realizar estudios más profundos que consideren relaciones de causalidad para emitir algún juicio al respecto. Estos estudios exceden el propósito de este trabajo; no obstante, a continuación se presenta un análisis sobre los factores institucionales que pueden ser determinantes en las decisiones de financiamiento del sector corporativo en México.

Marco legal

Los impuestos corporativos y personales, así como los costos de quiebra derivan de las leyes fiscales y mercantiles de cada país. Dentro del marco legal de un país, las cuestiones que son importantes para la decisión de financiamiento de una empresa son las leyes fiscales y las leyes de quiebra. La teoría establece que la financiación mediante deuda tiene una ventaja al existir impuestos que gravan las utilidades empresariales.

El interés que pagan las empresas puede ser deducible para efectos fiscales, lo cual da lugar a un ahorro fiscal proporcionado por la deuda (Brealey y Myers, 2003). Las empresas debieran recurrir tanto como sea posible al endeudamiento, por el ahorro impositivo que éste genera. El impuesto sobre la renta de las empresas puede actuar como un incentivo para el endeudamiento; según la corrección que MM hicieron a su modelo, es la imperfección de mercado más importante a considerar (Azofra, 1988; Cruz, et al., 2003).

Un aspecto a considerar sobre el endeudamiento es el incremento del riesgo de quiebra. Según E. Han Kim (citado en Azofra, 1988):

[...] los costos de quiebra engloban tres componentes principales: 1) Las pérdidas resultantes de la liquidación de la empresa o los costos de reorganización de la misma; 2) Los diversos gastos administrativos que la empresa debe satisfacer durante el proceso de quiebra, y 3) La pérdida de la deducción de impuestos a cuenta que la empresa hubiese percibido en situación de solvencia.

De lo anterior deriva la importancia de las condiciones establecidas en la ley de quiebra de cada país, que deben ser consideradas como un aspecto integral de un contrato de deuda (Harris y Raviv, 1991). Estos aspectos significarán ventajas o desventajas del endeudamiento para la empresa, dependiendo de sus características particulares (Diamond, 1994; O'Brien, 2003).

La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) realizaron un estudio sobre aspectos legales y su relación con las finanzas de las empresas. En su trabajo examinan las leyes que cubren a los accionistas corporativos y a los acreedores, el origen de estas leyes y su cumplimiento en una muestra de 49 países. Los autores dividen a los países según el origen de sus leyes: derivadas del sistema inglés o bien del código francés. En el estudio se encontró que aquellos países cuyas leyes derivan del sistema inglés ofrecen una mayor protección tanto a los accionistas como a los acreedores, mientras que los países con leyes derivadas del código francés ofrecen una menor protección a los proveedores de financiamiento externo.

México ha sido clasificado como un país cuyas leyes mercantiles fueron influenciadas por el sistema francés, por lo tanto es considerado como débil en la protección de los derechos de los accionistas y acreedores (La Porta, et al., 1998, 1999), lo cual incrementa el costo del endeudamiento. Lo anterior es importante ya que significa que el financiamiento externo es más costoso para una empresa que el financiamiento interno, lo cual es una explicación para la dependencia que tienen en México las empresas de los recursos generados internamente. Esto origina contradicciones, ya que si bien el endeudamiento permite obtener beneficios fiscales, debe llegarse a un equilibrio que permita a la empresa aprovechar estos beneficios contrastados con los costos que el mismo endeudamiento genera a la empresa. Este análisis no puede hacerse en forma general, sino que deben estudiarse particularmente las características existentes en los diferentes sectores empresariales para extraer conclusiones.

Propiedad corporativa

Los aspectos de propiedad corporativa son importantes para las decisiones de financiamiento de las empresas. Al existir una propiedad dispersa, surgirán problemas de agencia⁸ entre accionistas minoritarios y mayoritarios (Fama, 1980); a su vez, da también lugar a relaciones de agencia entre propietarios y administradores de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Una solución propuesta al problema de agencia es la elección de una EC corporativa con un mayor nivel de endeudamiento (Jensen y Meckling, 1976) como una medida para que los acreedores ejerzan control sobre los proyectos de la firma. Sin embargo, la solución a este problema generado por la dispersión de la propiedad no es así de simple, intervienen muchos factores internos y externos a la firma.

En países con una ley que prevea la protección de los derechos del accionista minoritario se espera una mayor dispersión de la propiedad (La Porta, et al., 1998). En el caso de México, en donde aparentemente los derechos de los accionistas minoritarios no están protegidos al cien por ciento, la concentración de la propiedad es mayor (La Porta, et al., 1999). En el trabajo realizado por La Porta, et al. (1999), los resultados del análisis de la propiedad de un conjunto de países presentan que la propiedad de las empresas mexicanas recae principalmente en familias, y el control de la empresa lo ejerce un miembro de la familia en la mayor parte de las situaciones.

Por lo tanto, la decisión de EC debe analizarse tanto desde el punto de vista de las relaciones de agencia, como de la aversión o gusto personal del director por el endeudamiento. Aparentemente en el caso de México esto puede determinar la preferencia por el empleo de recursos generados internamente para el financiamiento de la inversión. No obstante, es necesario realizar un análisis empírico más profundo para extraer conclusiones al respecto. Otro aspecto importante es que el efecto de la instrumentación de una política monetaria restrictiva que empeora las condiciones de crédito es más pronunciado para las empresas cuya propiedad corporativa se encuentra muy concentrada (Castillo, 2003), que es el caso de las empresas en México (La Porta, 1999). Derivado de lo anterior, es importante estudiar las condiciones existentes en el mercado financiero del país.

Mercados financieros

Las condiciones existentes en los mercados financieros pueden determinar el acceso al financiamiento externo de las empresas, ya sea por la emisión de títulos o bien por la contratación de créditos bancarios. En países con un sistema financiero centrado en las instituciones bancarias, el financiamiento externo estará compuesto principalmen-

8. Jensen y Meckling (1976) definen una relación de agencia como un contrato bajo el cual una o más personas —principal(es)— comprometen a otra persona —agente— a desempeñar algún servicio en su nombre, el cual conlleva la delegación al agente de alguna autoridad para toma de decisiones. De esta manera pueden surgir relaciones de agencia entre accionistas-directivos, acreedores-accionistas y accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios.

te por deuda bancaria, mientras que en un país con un sistema financiero centrado en el mercado, el financiamiento recaerá principalmente en la emisión de acciones o deuda (La Porta, et al., 1999).

En México, durante la década de los ochenta las grandes empresas financiaron sus actividades de inversión principalmente con la emisión de acciones (López, 1999). Esto contradice lo previsto por la teoría del *pecking order*, expuesta anteriormente, en la cual las empresas elegirán primero el financiamiento interno antes que el externo (Brealey y Myers, 2003; Rodríguez, 2003). Una explicación proporcionada por López (1999) consiste en que las compañías de mercados en desarrollo, más carentes de efectivo y con menores posibilidades de obtener capital de deuda, recurren a menudo antes al financiamiento accionario externo. Lo que a su vez incrementa sus posibilidades de obtener créditos en el futuro, debido a que comienzan a ser monitoreadas en sus estados financieros y la propiedad corporativa se diluye (Pagano, et al., 1998).

La proporción de las deudas en la EC de la compañía se incrementó en los noventa cuando la apertura de la economía mexicana introdujo a las empresas a los mercados internacionales de capitales y a la deuda en moneda extranjera (López, 1999). Sin embargo, a partir de 1995 existió una reversión de la tendencia de financiamiento, las empresas comenzaron a emplear más el financiamiento interno que el externo y las emisiones de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores disminuyeron (Rodríguez, 2003).

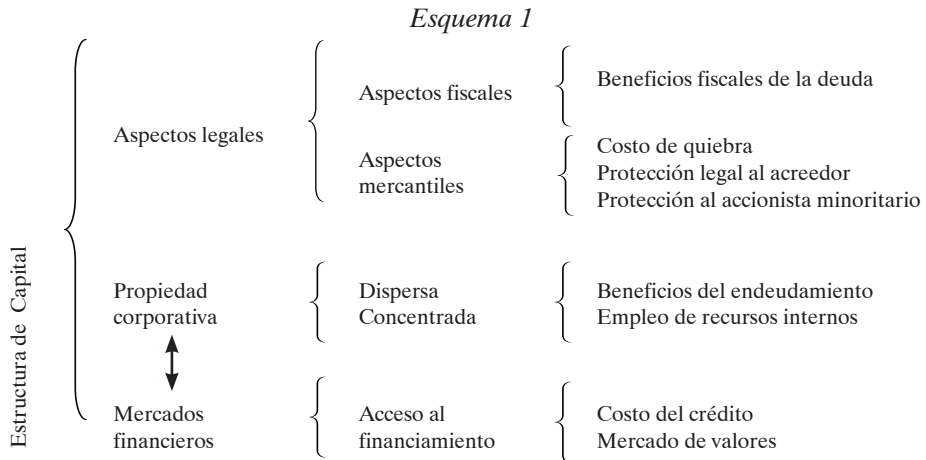
Lo anterior sugiere una relación entre las preferencias de financiamiento de las empresas mexicanas y las condiciones y características del mercado financiero en México. Aún más importante, surge la pregunta: ¿cómo se ha integrado el mercado de valores mexicano con los mercados internacionales ante el efecto de la globalización? Las empresas amplían sus opciones de inversión y elección de fuentes de financiamiento. La elección entre el mercado nacional y el mercado internacional tiene efectos positivos y negativos para la empresa. Al entrar en un mercado internacional, ésta debe transparentar sus actividades de tal forma que puede ser un aliciente para futuros inversionistas (De la Torre y Schmulkler, 2007) y en el largo plazo traer beneficios a la empresa.

Discusión

El análisis de los factores institucionales que pueden definir la EC en un país no puede realizarse de forma aislada, sino que deben analizarse en conjunto debido a la interdependencia existente entre los mismos. Los aspectos legales son determinantes en el mercado financiero y en los aspectos de propiedad corporativa, los cuales a su vez pueden influir en la elección de las fuentes de financiamiento de las empresas.

A continuación se presenta una propuesta de la relación existente entre los determinantes institucionales y la decisión de EC de las empresas. Estas relaciones propuestas deben ser analizadas con mayor profundidad en posteriores estudios empíricos, considerando además características internas de las empresas. Aspectos como su orientación estratégica (Barton y Gordon, 1987, 1988), el grado de inversión en activos altamente específicos (O'Brien, 2003; Simerly y Li, 2000), su orientación de

mercado, entre otros, considerando además los aspectos institucionales existentes en México y que son parte del ambiente de negocios en el que operan las empresas.



Conclusión

Dentro de este rompecabezas no hay un resultado definitivo que explique las razones que llevan a una empresa a elegir financiar sus actividades con deuda o por emisión de nuevas acciones. Del análisis de los estudios anteriores se puede concluir que no hay nada escrito en relación con el tema de la EC de las empresas, por lo que debe realizarse más investigación, especialmente en países en vías de desarrollo, en los cuales sus características institucionales y culturales difieren de las características encontradas en países desarrollados.

Los resultados de los estudios empíricos sobre el tema, realizados a nivel internacional, no han sido consistentes. Es necesario realizar investigación especializada relacionada con este tema en las empresas mexicanas con el fin de lograr un mayor entendimiento de sus decisiones de financiamiento, a efecto de diseñar instrumentos adecuados a las necesidades de las mismas que les permitan crecer y generar empleos y bienestar para la sociedad en general. Especialmente tratándose de micro y pequeñas empresas, en las cuales el riesgo de inversión es mayor y el acceso a recursos externos está limitado; por lo tanto, éstas recurren principalmente al financiamiento con proveedores. Una limitante importante para estos trabajos es la falta de datos relacionados con las decisiones de financiamiento de las pequeñas empresas a nivel desagregado, ya que esto representa una barrera para el análisis de casos en sectores específicos.

Debemos considerar que las características de las empresas mexicanas y las condiciones del ambiente en el cual operan, son diferentes de aquellas encontradas en otros países. Existen diferencias en la dispersión de la propiedad, el tamaño y la diversidad

de los mercados financieros, en leyes fiscales y otras instituciones, en las condiciones de la dirección de las empresas (Rodríguez, 2003), entre otros aspectos. Es por ello que existen diferencias en los patrones de financiamiento y en los determinantes de los mismos.

Partiendo de este sencillo análisis, es importante realizar estudios que consideren relaciones de causalidad entre los aspectos institucionales y las decisiones de financiamiento de las empresas en México, teniendo en cuenta las características internas de las mismas (Barton y Gordon, 1987; Vicente Lorente, 2001; O'Brien, 2003). Esto nos proporcionará evidencia sobre cuáles son los factores importantes a considerar al diseñar la estrategia de financiamiento óptima de la empresa en México.

Referencias bibliográficas

- Atkin, Michael, y Jack Glen (1992) "Comparing Corporate Capital Structures Around the Globe", *The International Executive*, núm. 34, pp. 369-387.
- Azofra Palenzuela, Valentín (1987) *La estructura de capital en la empresa: factores explicativos*. Universidad de Valladolid/Secretaría de Publicaciones, Valladolid, pp. 1-4.
- Barton, Sidney L., y Paul Gordon (1987) "Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?", *Academy of Management Review*, vol. 12, núm. 1, pp. 67-75.
- (1988) "Corporate Strategy and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, núm. 9, pp. 623-632.
- Brealey, Richard A., y Stuart Myers (2002) *Principios de finanzas corporativas*, McGraw-Hill Interamericana, España.
- Castillo Ponce, Ramón (2003) "Las restricciones de liquidez, el canal de crédito y la inversión en México", *El trimestre económico*, pp. 315-342.
- Chiu, Andy, Alison E. Lloyd, y Chuck C. Y. Kwok (2002) "The Determination of Capital Structure: Is National Culture a Missing Piece to the Puzzle?", *Journal of International Business Studies*, vol. 33, núm. 1, pp. 99-127.
- Cruz, Sergio J., Julio Villarreal, y Jorge Rosillo (2003) *Finanzas corporativas. Valoración, política de financiamiento y riesgo*, Thompson, Colombia, pp. 283-336.
- Diamond, Douglas W. (1994) "Corporate capital structure: The control roles of bank and public debt with taxes and cost of bankruptcy", *Economic Quarterly/Federal Reserve Bank of Richmond*, núm. 1, pp. 1-18.
- Fama, Eugene (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, núm. 21, pp. 288-307.
- Ghosh, Arvin, Francis Cai, y Wenhui Li (2000) "The Determinants of Capital Structure", *American Business Review*, junio, pp. 129-133.
- Gordon, M. J. (1989) "Corporate Finance under the MM Theorems", *Financial Management*, verano, pp. 19-28.
- Harris, M., y R. Raviv (1991) "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. XLVI, núm. 1, pp. 297-356.

- Jensen, M., y W. H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, núm. 3, pp. 305-360.
- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Schleifer, y Robert Vishny (1998) "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, núm. 106, pp. 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, y Andrei Schleifer (1999) "Corporate ownership around the World", *Journal of Finance*, vol. LIV, núm. 2, pp. 471-517.
- López Acevedo, Gladys (1999) "Tendencias del financiamiento de empresas en México", *El Trimestre Económico*, pp. 112-141.
- Luehrman, Timothy (1997) "What's it Worth? A general manager's guide to valuation", *Harvard Business Review*, núm. 3, pp. 132-142.
- O'Brien, J. (2003) "The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation", *Strategic Management Journal*, núm. 24, pp. 415-431.
- Pagano, Marco, Fabio Panetta, y Luigi Zingales (1998) "Why do Companies go Public? An empirical Analysis", *The Journal of Finance*, vol. 53, núm. 1, pp. 27-65.
- Rajan, Raghuram G., y Luigi Zingales (1995) "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*, vol. 50, núm. 5, pp. 1421-1460.
- Rodríguez Puente, Eduardo (2003) *Modelos y prácticas en las decisiones de estructura de capital*, IMEF, Monterrey. Consultado el 11 de julio de 2004 en: <http://www.imefmy.org.mx/docs/reportefinal031112.pdf>.
- Salloum, Carlos Damián, y Hernán Pedro Vigier (1999) *Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa*, Asociación Argentina de Economía Política. Consultado el 10 de noviembre de 2004 en: http://www.aaep.org.ar/espa/anales/pdf_99/salloum_vigier.pdf.
- Simerly, R. L., y M. Li (2000) "Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test", *Strategic Management Journal*, núm. 21, pp. 31-47.
- Torre, Augusto, y Sergio L. Schmukler (2007) "Capítulo 1", *Emerging Capital Markets and Globalization. The Latin American Experience*, Banco Mundial, Washington, DC, pp. 1-23.
- Vicente Lorente, J. D. (2001) "Specificity and opacity as resource-based determinants of capital structure: Evidence for Spanish manufacturing firms", *Strategic Management Journal*, núm. 22, pp. 157-177.