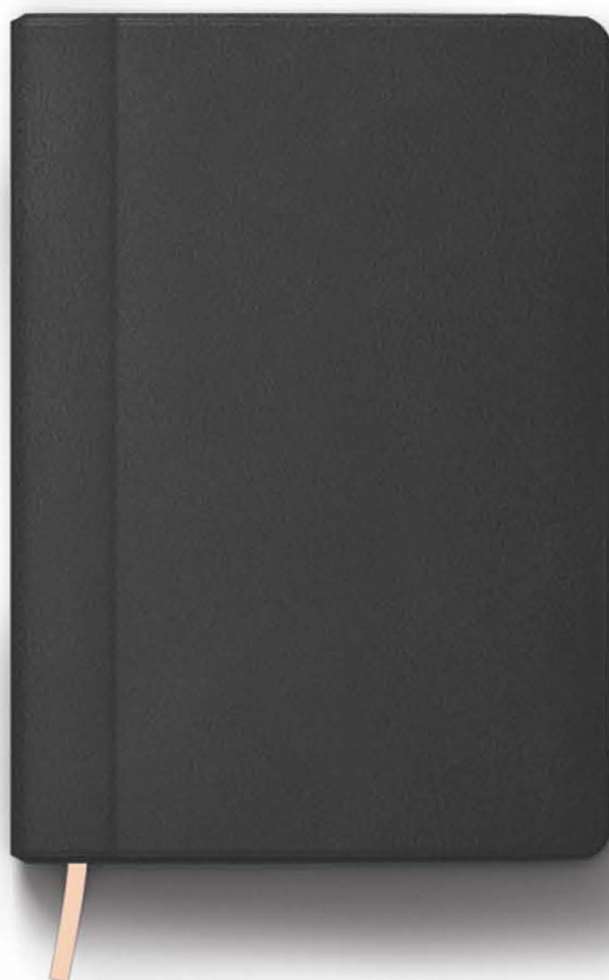


# CUADERNOS DE POSGRADO 2024

---

SECRETARÍA DE POSGRADO



FACULTAD DE DERECHO  
Y CIENCIAS SOCIALES Y POLÍTICAS  
UNIVERSIDAD NACIONAL DEL NORDESTE



UNIVERSIDAD  
NACIONAL  
DEL NORDESTE

# Cuadernos de Posgrados

| 2024 |

---

Cuadernos de posgrados 2024 / Carla Camila Jarko ... [et al.] ; Compilación de Mónica Andrea Anís ; Director Nahuel Pellerano ; Hilda Zulema Zárate. - 1a ed adaptada. - Corrientes : Universidad Nacional del Nordeste. Facultad de Derecho y Ciencias Sociales y Políticas, 2025.

Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online

ISBN 978-631-6623-11-9

1. Derecho. I. Jarko, Carla Camila II. Anís, Mónica Andrea, comp. III. Pellerano, Nahuel, dir. IV. Zárate, Hilda Zulema, dir.

CDD 346.02

---

**Directores:**

Nahuel Pellerano

Hilda Zulema Zarate

**Comité Académico:**

Dra. Mónica Andrea Anís

Dra. Gabriela Aromí de Sommer

Dra. Dora Esther Ayala Rojas

Dr. Jorge Buompadre

Dra. Gladis Estigarribia de Midón

Dr. Gustavo Lozano

Dra. Luz Gabriela Masferrer

Dra. Mirta Gladis Sotelo de Andreau

Dr. César Vallejos Tressens

Dra. Verónica Torres de Breard

# Análisis de los Factores Determinantes de la Estructura Financiera en el Ámbito Empresarial

| Agostina Celeste Jara Rey |

# Introducción

Cuando los seres humanos se integran en sociedad, su primer impulso es buscar métodos y estrategias que les permitan reducir la complejidad inherente al entorno que los rodea. Esto se logra a través del desarrollo y la creación de herramientas, instrumentos, tecnologías, y otras formas de artefactos, tanto físicos como intelectuales, que les faciliten la vida. Sin embargo, junto con esta necesidad de simplificación, se generan también nuevas formas de organización social, las cuales permiten que la convivencia sea más efectiva y eficiente. Dentro de estas estructuras organizativas, la empresa emerge como uno de los productos de esta búsqueda constante de mejora y perfeccionamiento social.

775 /

La Real Academia Española (Real Academia Española, 2024) define a la empresa como una “unidad de organización dedicada a actividades industriales, comerciales o de prestación de servicios con fines lucrativos.” Esta definición resalta la función económica de la empresa dentro del contexto social.

Por otro lado, la Societat Econòmica Barcelonesa d'Amics del País (Palacio, 2009) aborda el concepto de empresa desde una perspectiva más amplia, viéndola como un agente económico que genera valor para la sociedad, contribuyendo a una mayor calidad de vida para el conjunto social. Además, esta concepción evoluciona en varias eta-

pas, que no son excluyentes entre sí, sino complementarias, y pueden observarse a lo largo del tiempo:

En la primera fase del concepto de empresa, denominada productiva, la empresa se dedica a crear productos materiales o a ofrecer servicios mediante el proceso de adición de valor, de tal forma que el resultado final de la empresa tiene un valor superior a la suma de los insumos utilizados. Aquí, la empresa se define por su capacidad para producir o prestar servicios de manera eficiente. El valor de la empresa, por lo tanto, se mide en función de la cantidad de producto que genera o el servicio que ofrece, y en relación con el valor añadido que crea a partir de estos procesos.

En la segunda fase, la fase comercial, la empresa se centra en la compra o creación de productos o servicios y, si bien no siempre añade valor, su principal objetivo es identificar y aprovechar nichos de mercado donde pueda vender esos productos a precios superiores a los costos de adquisición. El foco de la empresa en este caso se dirige a la gestión del mercado, buscando maximizar sus márgenes de ganancia. En este sentido, la empresa se valora principalmente por su capacidad para permanecer y crecer dentro del mercado competitivo.

La fase mediática, que sería la tercera en el orden de evolución, lleva el concepto de empresa a otro nivel, donde se prioriza la visibilidad. En este contexto, la empresa produce bienes o servicios cuyo principal valor radica en la percepción pública más que en la realidad tangible de lo que ofrece. Aquí, lo que importa no es tanto la calidad intrínseca de los productos o servicios, sino la cantidad de personas que los ven o conocen. La empresa se mide en términos de su capacidad para generar visibilidad y, a través de ella, crear expectativas que se puedan convertir en ingresos.

Finalmente, en la fase financiera, la producción o la prestación de servicios se transforma en un medio para aumentar el valor de la empresa a través de estrategias que buscan mejorar su imagen frente a ciertos actores clave, como auditores, analistas financieros, o inversionistas en el mercado de valores. En esta etapa, las decisiones

empresariales no se toman basándose en la eficiencia productiva o en la gestión comercial, sino que están guiadas por criterios financieros especulativos. Las empresas buscan optimizar su valor de mercado a través de la creación de una percepción favorable ante los inversionistas y analistas, más allá de la verdadera actividad productiva o comercial.

Desde el punto de vista jurídico, el derecho ha intentado, sin consenso, dada su omnipresencia en la sociedad y la complejidad de los diversos aspectos que busca regular, trazar los límites del concepto de empresa. Este esfuerzo responde a la necesidad de proporcionar un marco normativo que permita ordenar y estructurar las actividades empresariales, garantizando la coexistencia armónica de intereses económicos y sociales.

En el ámbito legal argentino, el concepto de empresa se conecta con varias ramas del derecho, las cuales interactúan de manera constante y complementaria. Por ejemplo, el derecho laboral regula las relaciones entre el capital humano y la organización empresarial, estableciendo estándares mínimos de actuación y principios rectores para ambas partes. A su vez, el derecho civil define las bases contractuales que rigen los acuerdos con proveedores, clientes y otros actores, proporcionando una estructura legal clara para la formalización de estos compromisos.

Por otro lado, el derecho societario se erige también como una pieza fundamental dentro del entramado jurídico que rodea a las empresas. Este cuerpo normativo no sólo establece las reglas para la constitución y funcionamiento de las sociedades, sino que además ofrece herramientas legales esenciales para gestionar la estructura interna de las organizaciones. Esto incluye aspectos como la distribución del capital, la administración de los órganos sociales y la resolución de conflictos internos, elementos clave para garantizar la estabilidad y el crecimiento empresarial.

En la medida en que la empresa, como unidad económica, participa activamente en el mercado, interactuando con diferentes actores



y adaptándose al entorno, se convierte en un agente dinámico que debe asumir riesgos, proyectar su crecimiento y generar valor. Esta interacción con el mercado no ocurre en aislamiento; la empresa se encuentra constantemente influenciada por factores externos como la política económica, los cambios regulatorios y las fluctuaciones en los mercados internacionales.

Al mismo tiempo, a través de sus decisiones, contribuye a transformar el contexto en el que opera, creando un ciclo de influencia mutua que caracteriza su relación con el entorno. Este entorno, que es dinámico y cambiante, condiciona de manera significativa las decisiones diarias que la empresa debe tomar, desde la gestión operativa hasta las estrategias de largo plazo.

Este breve recorrido por los puntos de intersección entre la empresa y la sociedad tiene como objetivo contextualizar el análisis que se llevará a cabo a continuación. Dicho análisis consiste en una exposición detallada y sistemática de los factores internos y externos que influyen en la adopción de una estructura financiera particular para la empresa.

Entender a la empresa como un concepto dinámico implica reconocer que su funcionamiento no solo depende de factores internos, como su estructura organizativa y sus recursos financieros, sino también de las oportunidades y limitaciones que presenta su entorno. Al interactuar, participar y colaborar en este marco, la empresa toma decisiones fundamentadas en sus propios intereses y en las ventajas que las herramientas financieras y legales le permiten aprovechar, demostrando así su capacidad para adaptarse y prosperar en un entorno en constante evolución.

## Desarrollo

Como ocurre con toda organización cuya finalidad es obtener ganancias, la empresa orienta sus esfuerzos a la maximización de be-

neficios a través de la producción de bienes y servicios. Este objetivo primordial no solo guía su razón de ser, sino que define las estrategias y decisiones operativas que la impulsan. Para alcanzar este propósito, resulta indispensable que la empresa cuente con los recursos necesarios para cubrir los costos y gastos asociados a sus actividades, y es precisamente en este punto donde adquiere relevancia un elemento clave: la estructura financiera.

¿Qué es la estructura financiera?

Según la OBS Business School, la estructura financiera puede entenderse como el sistema compuesto por los recursos financieros que la empresa ha logrado obtener, ya sea mediante su propia generación interna o recurriendo a fuentes de financiamiento externas (Pérez, 2019). Estos recursos, que son gestionados de manera estratégica, tienen como finalidad respaldar el desarrollo de las actividades empresariales y cumplir los objetivos definidos.

Un concepto estrechamente ligado a la estructura financiera es el de las fuentes de financiamiento. El uso combinado de estas fuentes, así como su proporción relativa, puede dar lugar a estructuras financieras que se caractericen por ser más conservadoras o, por el contrario, más agresivas. En este sentido, se distingue entre fuentes internas, que incluyen principalmente las aportaciones de los socios y las utilidades generadas por la empresa, y fuentes externas, entre las que se encuentran el financiamiento comercial, el bancario y las emisiones en mercados de capitales.

La estructura financiera de una empresa se construye, entonces, a partir de la utilización equilibrada o predominante de recursos internos y externos. Una empresa es considerada conservadora en su estructura financiera cuando depende principalmente de su autofinanciamiento como fuente de recursos para llevar adelante sus actividades. Por otro lado, se califica como agresiva a aquella organización cuyo financiamiento externo constituye la mayor proporción de su estructura de recursos.

779 /

## El debate sobre el equilibrio financiero

En relación con el equilibrio entre la financiación interna y la externa, este ha sido objeto de un extenso debate en el ámbito financiero, que se mantiene vigente desde hace décadas. La cuestión central gira en torno a cómo esta composición influye en el valor total de la empresa. Ya lo decía Rivera en 2002 (Godoy, 2002), “En los últimos cuarenta años ha sido tema de amplia controversia determinar cuál es la combinación de recursos propios y ajenos que generan un mayor valor de empresa”. Este análisis ha conducido al desarrollo de una serie de estudios, tanto teóricos como empíricos, que han dado lugar a diversas teorías sobre estructura financiera.

### Principales teorías sobre la Estructura de Financiación<sup>1</sup> de empresas:

\ 780

A lo largo del tiempo, las decisiones sobre la composición de la estructura financiera han generado una rica diversidad de enfoques teóricos que intentan explicar y modelar el impacto de estas decisiones en el valor empresarial.

Este análisis, tanto empírico como conceptual, ha dado lugar a teorías fundamentales que exploran los efectos del equilibrio entre fuentes internas y externas de financiamiento. Cada una de estas teorías ofrece una perspectiva distinta sobre cómo las empresas pueden optimizar su estructura de capital, atendiendo a factores como el costo del capital, la asimetría de información y las ventajas fiscales.

A continuación, se presenta un recorrido por las principales teorías que han marcado el desarrollo de este campo. Desde los principios de irrelevancia planteados por Miller y Modigliani hasta las jerar-

---

1. También conocidas como Estructuras de Capital.

quías de preferencias de financiamiento propuestas por la teoría del pecking-order, estas ideas han sido pilares en el entendimiento de cómo las empresas estructuran sus recursos financieros para maximizar valor y sostenibilidad en mercados complejos y dinámicos.

## Proposiciones de Miller y Modigliani

El debate moderno sobre la estructura de capital comienza con la teoría de la irrelevancia (Modigliani & Miller, 1958), donde la estructura de capital es irrelevante en el valor de la empresa, es decir, que independientemente de su composición o distribución de las fuentes, no tiene ninguna incidencia. En última instancia lo importante es la consecución de la totalidad del financiamiento necesario, sin importar las proporciones en las que está compuesto por una u otra fuente.

781 /

Esta teoría sostiene que dos alternativas con similares rendimientos pueden también producir valores similares. Para que esto ocurra, se deberían cumplir necesariamente los siguientes supuestos:

- Las operaciones no están alcanzadas por impuestos.
- El resultado operativo no se ve afectado por el uso de diferentes niveles de deuda.
- La quiebra no tiene costo.
- Los inversionistas pueden solicitar préstamos bajo las mismas condiciones en que lo hacen las corporaciones.
- La utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) no crece, y su valor no será modificado por hacer uso de la deuda.
- Todos los inversionistas tienen acceso al mismo nivel de información que los ejecutivos.

Estos presupuestos dieron lugar a muchas críticas y numerosos cuestionamientos a su aplicabilidad, dado que sólo se veía posible la

presencia de estas condiciones en un mercado perfecto.

Posteriormente, en su trabajo de 1963, los mismos autores presentan una modificación de la proposición inicial, en la cual consideran el efecto positivo que tiene sobre el valor de la empresa el llamado “escudo fiscal de la deuda”, es decir, la disminución en los impuestos que se obtiene por la deducción del pago de intereses.

## La teoría del trade-off o del óptimo financiero

La presentación estándar de la teoría del trade-off (por su denominación en inglés) o del óptimo financiero la realizaron Bradley, Jarrell y Kim en 1984. La conclusión principal en este modelo es que “para cada empresa existe una estructura de financiación óptima, como un punto medio entre las ventajas (fiscales y no fiscales) de la deuda y el costo de capital (Amaya, 2013)”.

El Trade-Off, como lo conocemos ahora, es una teoría propuesta por Stephen A. Ross en 1977, la cual afirma que “la combinación de fuentes de financiamiento permite minimizar el costo de capital, y maximizar el valor de mercado de la empresa, es decir, dependiendo de las fuentes de financiamiento a las que se recurra, será el comportamiento que tendrá el costo de capital y el valor de mercado en cada empresa” (Cervantes Monsreal, Pérez Castañeda, Cruz Ramírez, & Sauza Ávila, 2018).

El uso de deuda permite ahorrar impuesto, pero un uso elevado de esta puede generarle a la empresa dificultades financieras. Por lo tanto, cuando la empresa cuenta con un nivel de endeudamiento relativamente bajo, la probabilidad de que se presenten dificultades financieras es baja y en esta situación, los beneficios de la deuda son superiores a sus costos, generando un aumento del valor de mercado de la empresa.

Dentro del valor de mercado de la empresa, en una situación ideal de mercados, lo que determinaba dicho valor eran las inversiones, o

bien, el tamaño y riesgo de los flujos de caja que generaban los activos de la empresa.

En caso contrario, es decir, cuando los costos de las dificultades financieras superan los beneficios fiscales de la deuda, se puede terminar destruyendo o disminuyendo su valor.

Por lo tanto la estructura de capital óptima, corresponde al nivel de endeudamiento donde se igualan el valor del ahorro fiscal por deuda, con el valor de las dificultades financieras.

## La teoría del pecking-order o la jerarquía de preferencias

La teoría del pecking order trata de ofrecer una explicación sobre la relación entre la estructura de capital y los problemas de información asimétrica, cuando la empresa ha de financiar nuevos proyectos de inversión (Moreira Da Silva & Rodríguez Sanz, 2006).

783 /

En los mercados de capitales perfectos la información está a disposición de cualquier inversor sin coste alguno. Este supuesto implica la información simétrica de los involucrados en el mercado y, por tanto, supone que todos ellos poseen la misma información sobre las distintas entidades que cotizan en el mismo.

En contextos de incertidumbre, sin embargo, pueden existir diferencias en cuanto a la disponibilidad de información, siendo los propios directivos de las empresas los más aventajados en el acceso a la información. Esta situación propicia la aparición de conflictos entre los accionistas según sean internos o externos a la dirección, y también entre los propios accionistas y los tenedores de deuda.

En este contexto, la teoría del pecking order surge con un enfoque basado en la actuación de la deuda como mecanismo de señalización de información hacia el mercado de capitales.

Esta teoría establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar en línea con la predicción de la teoría está-

tica o del trade-off, sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación (pecking order) (Contreras Salluca & Díaz Correa, 2015) decantándose en primer lugar por el financiamiento interno cuando éste está disponible, y recurriendo al financiamiento exterior sólo si es necesario, siendo la segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

La elección de esta escala de preferencias dimana de la existencia de información asimétrica en los mercados de capitales acerca de la calidad de los proyectos de inversión a emprender, constituyendo la confrontación entre los beneficios fiscales y los costes de insolvencia financiera procedente de la teoría del trade-off una explicación de carácter secundario acerca de la determinación de la estructura de capital.

Las ganancias retenidas son la primera de las fuentes de financiación preferidas por los directivos puesto que no están influidas por la asimetría de la información, carecen de coste explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización.

Respecto a la financiación exterior, es la emisión de acciones la que está sometida a un mayor grado de selección adversa respecto a la deuda, siendo habitual que los inversores externos consideren las acciones como los títulos con mayor riesgo y, por tanto, con una mayor tasa de rentabilidad exigida.

Desde la perspectiva de los internos a la empresa los fondos retenidos serán preferidos a la hora de financiar sus proyectos de inversión en la medida que estos estén disponibles, en caso de no ser suficientes se recurrirá a la deuda y, en último lugar, a la emisión de acciones.

Myers y Majluf demuestran en su trabajo de 1984 como la asimetría de información conduce a una persistente infravaloración de los títulos de la empresa y en especial de sus acciones en los mercados de capitales. Esta infravaloración puede implicar una transferencia de riqueza desde los actuales accionistas hacia los nuevos proveedores de capital que puede llegar a compensar el valor actual neto

del nuevo proyecto de inversión desincentivando de esta manera la realización de ciertos proyectos de inversión y, en definitiva, la creación de valor.

Dicho problema es mucho menos severo en el caso de la deuda, sometida a un menor grado de asimetría de información, haciendo que este recurso financiero sea preferido ante la emisión de acciones siempre que los fondos generados por la empresa no sean suficientes para financiar la necesidad de financiación requerida por la nueva inversión.

Esta circunstancia motiva que la financiación con capital propio puede ser interpretada por los inversores como un indicador de sobrevaloración de las acciones en circulación y, por tanto, como una señal negativa. En cambio, los inversores prevén que si las expectativas sobre beneficios futuros fuesen altamente positivas la dirección preferiría la deuda que ocasiona gastos previamente convenidos, compromisos que no pueden evadirse ni ser pospuestos indistintamente de los resultados, en contraposición con el reparto de beneficios entre un mayor número de socios en forma de dividendos asociados a la financiación en forma de acciones.

785 /

La selección de fuentes de financiación, entonces, obedece a esta jerarquía y tiene relación con la información asimétrica que se presenta en los mercados reales, puesto que en esta teoría no hay noción de un ratio óptimo de endeudamiento. El nivel óptimo del que se habla es de naturaleza estática o fija (Amaya, 2013).

Como crítica, especialmente al carácter estático del ratio óptimo, surgen diversos modelos que se basan en un óptimo dinámico, es decir, que varía en el tiempo y no es fijo, sino que se ubica dentro de un rango y que tiene en cuenta distintos factores internos de las firmas, como tamaño, riesgo, tasas impositivas, costos de quiebra, entre otros.

Teniendo en vista estas teorías, el Mgter. Andrés Fernando Mejía Amaya elaboró un artículo de revisión donde explora la literatura contemporánea en el tema de estructura de capital en las empre-



sas a nivel internacional. Allí, presenta las variables que le han sido asociadas tradicionalmente a las decisiones sobre la financiación empresarial, así como las variables más modernas y las que se están consolidando.

A partir del relevamiento realizado sobre el estado del arte en la materia, recopila las siguientes variables como determinantes de la estructura de financiación de una empresa, es decir, como factores que influyen al momento de optar entre las fuentes de financiamiento disponibles y la proporción en la que se preferirán unas sobre otras.

## **Variables determinantes de la estructura de financiación de una empresa (Amaya, 2013):**

### **La tangibilidad de los activos:**

\ 786

Mejía Amaya sostiene que la “tangibilidad de los activos”, es decir, la medición de la cantidad de activos fijos o tangibles como proporción del total de activos de la empresa, ha probado relación empírica con la estructura de financiación en un alto número de estudios. Conforme su análisis, se registra que las empresas más apalancadas o financiadas, es decir, las que recurren abiertamente a fondos externos, tienen a la vez mayor volumen de activos tangibles. Por oposición, a menor endeudamiento, menor tangibilidad de activos.

Esta conclusión, a su vez, se modifica según en el torno en el cual se sitúe la empresa. Al respecto, sostiene, que en los contextos más desarrollados en términos financieros, las firmas mantienen un menor nivel de activos tangibles y se reduce el uso de deuda como fuente de financiamiento.

Este último hallazgo es consecuente con lo observado por Ovtchinnikov, quien encuentra que, en entornos de economías o industrias desreguladas, en los tiempos inmediatamente siguientes a los que se produce la desregulación, las empresas experimentan un des-

censo significativo en la tangibilidad de los activos y a la vez disminución de sus ratios de endeudamiento.

Otra explicación para esta relación entre tangibilidad y endeudamiento es el hecho de que los activos tangibles puedan constituirse en garantías, lo que explica también la correlación positiva, ya que una empresa tendrá mayor acceso al financiamiento cuando pueda ofrecer mayores garantías a sus acreedores.

### **La rentabilidad:**

En cuanto a la rentabilidad, expresada como una medida de las utilidades sobre los activos, expresa Mejía Amaya, es otra determinante que se ha utilizado en diversos estudios, probando empíricamente una relación negativa con el endeudamiento, en un número significativo de casos.

Esto demuestra que las empresas con mayores niveles de rentabilidad tienen una menor tendencia a utilizar la deuda como instrumento de financiación, prefiriendo fuentes distintas como los fondos propios o las emisiones de acciones.

787 /

### **Las oportunidades de crecimiento:**

Conforme las conclusiones de Mejía Amaya, la estructura de capital también tiene relación con las etapas en el ciclo de vida de las empresas, puesto que, siguiendo a Berger y Udell en su paradigma del ciclo del financiamiento, distintas estructuras de capital son óptimas para la empresa en diferentes momentos del ciclo. El paradigma mencionado muestra cómo a través del tiempo cambian las fuentes de financiamiento de las pequeñas empresas, de acuerdo con sus variaciones de tamaño y edad.

Dada la dificultad de medir materialmente las oportunidades de crecimiento, una variable proxy que se ha utilizado ampliamente, son los gastos de investigación y desarrollo sobre el total de activos, ya que esta proporción evidencia las expectativas a corto y mediano

plazo de una ampliación de las operaciones de las empresas, explica Mejías Amaya.

En el contexto de desregulación de industrias o economías, se ha encontrado en los tiempos inmediatamente posteriores a los que se produzcan tales circunstancias un incremento de esta variable, lo que indica una relación negativa con el endeudamiento, desde esas condiciones. Es apenas natural que cuando deja de existir el tipo de regulaciones que limitan la participación en el mercado de las compañías, las empresas busquen aumentar su capacidad productiva o prestadora de servicios, en ausencia de las limitaciones anteriormente existentes.

### **El tamaño y edad de la empresa:**

El tamaño y la edad de las empresas, según el artículo de revisión en tratamiento, han sido tradicionalmente asociados a su estructura de capital, mostrando en muchos estudios una relación positiva estadísticamente significativa, es decir, probando empíricamente una relación en la cual a mayor tamaño, mayor endeudamiento y a mayor edad, mayor endeudamiento. Esto tiene una clara explicación en las mayores posibilidades de acceso al financiamiento por parte de las empresas de más tamaño y trayectoria en el mercado, por las menores asimetrías de información que se tienen sobre las mismas, lo que permite mayor acceso a recursos de crédito.

### **Los impuestos:**

Desde la segunda proposición de Miller y Modigliani (1963), quienes ajustaron su primera tesis de la irrelevancia encontrando relación de la estructura de capital con el valor de la empresa, a partir de las ventajas asociadas a la deuda en materia de impuestos que denominaron escudo fiscal de la deuda, los impuestos pasaron a ocupar un papel importante en las decisiones financieras y en la investigación sobre la estructura de capital.

El artículo en análisis señala que se han realizado diferentes estudios que hacen referencia al impacto de los impuestos sobre el endeudamiento, en distintos escenarios; por ejemplo, cuando se produjo un cambio de tipo normativo en China, que incrementó la tasa de impuestos, se llegó a la conclusión de que hubo un incremento en el endeudamiento de las firmas, como respuesta a las nuevas condiciones; de hecho elevaron su deuda principalmente las empresas con mayores posibilidades de acceso al sector bancario. Es interesante analizar cómo otro factor externo acentúa este efecto: el escasamente desarrollado mercado de bonos en China influye a que la principal fuente externa de financiamiento sean los recursos de origen bancario.

En resumen, las variables mencionadas anteriormente son solo algunos ejemplos de cómo se materializa en la realidad el hecho de que las empresas interactúan permanentemente con su entorno, puesto que forman parte de él y en tal circunstancia se ven beneficiadas o afectadas por sus condiciones cambiantes. Existen presiones provenientes de muchos agentes, entre ellos el Estado, la sociedad, la competencia, los clientes, los proveedores, entre otros, que juegan un rol importante frente a todas las decisiones que deben tomar, incluyendo las decisiones de financiación.

Ahora, habiendo analizado factores del entorno que influyen al momento de optar entre distintas fuentes de financiamiento, también podemos mencionar características, condiciones o variables inherentes a la empresa que pueden impactar en la definición de la estructura financiera en un momento determinado del ciclo de vida de la misma.

Mejías Amaya menciona en su artículo el estudio de Brav (2009), realizado en el Reino Unido entre 1993-2003, donde involucra empresas transadas y no transadas en el mercado de valores, que dentro de su investigación las denomina públicas y privadas: las públicas son aquellas que transan y las privadas son las no inscritas en el mercado de capitales.

Dentro de los hallazgos de dicho estudio se encontró que las firmas no transadas se financian principalmente con deuda, situación que contribuye a que el capital privado (no obtenido a través del mercado de capitales) sea más costoso que el público, debido a la asimetría de información y al deseo de conservar el control por parte de los propietarios.

Otra característica de las empresas que se ha constituido en variable de análisis como determinante en la estructura de capital es la estructura de propiedad; respecto a ello se encontró que a mayor concentración de propiedad, mayor endeudamiento.

Destaca en este sentido el estudio de Paligorova y Xu (2012) sobre organizaciones piramidales, es decir, aquellas que presentan una alta concentración de propiedad. En dicho análisis se encontró un endeudamiento significativamente mayor en las piramidales que en las no piramidales, además del uso de deuda con preferencia sobre el patrimonio en la estructura; factores, estos, que se concluye que obedecen al riesgo de expropiación que representa la utilización de fuentes de financiamiento propias, es decir, a la posibilidad de perder su posición de accionistas controlantes. Por lo tanto, en las empresas de mayor concentración de capital comúnmente no se realizan emisiones de acciones ya que implicarían compartir la propiedad.

Sin embargo, en los países con una mayor protección de los derechos de los acreedores y accionistas, el endeudamiento encontrado fue notablemente inferior, lo que implica una relación negativa entre las dos variables (concentración de propiedad y endeudamiento). Esto se relaciona con que en estas organizaciones existen divergencias entre los derechos de voto y de flujo de efectivo, debido a los conflictos de interés de agencia, lo cual crea incentivos a los accionistas controlantes para expropiar a otros inversionistas diversificando y transfiriendo recursos para su propio beneficio.

## Conclusiones

El análisis realizado a lo largo de este trabajo tiene como objetivo poner de manifiesto la naturaleza dinámica y flexible de la empresa como ente económico y social, destacando que las mismas no operan en el vacío, sino que interactúan constantemente con un entorno que les exige adaptarse a condiciones cambiantes.

En este sentido, la capacidad de adaptación de la empresa se traduce en decisiones financieras estratégicas que buscan maximizar su valor en un entorno incierto. Por un lado, las teorías analizadas, como las propuestas de Miller y Modigliani, el trade-off y el pecking-order, reflejan cómo las empresas equilibran las ventajas fiscales, los costos de endeudamiento y los problemas de información asimétrica para determinar la composición óptima de sus fuentes de financiamiento. Por otro lado, la influencia de variables externas e internas, como la tangibilidad de los activos, la rentabilidad, y la estructura de propiedad, evidencia la complejidad de los factores que deben considerarse en la toma de decisiones financieras.

De esta forma, el carácter dinámico del entorno no solo condiciona las decisiones empresariales, sino que también impulsa la innovación en la gestión de los recursos financieros. La empresa moderna, entendida como un organismo flexible, demuestra que su éxito depende en gran medida de su habilidad para anticiparse a las tendencias del mercado, mitigar riesgos y aprovechar oportunidades. Considero que la estructura financiera, lejos de ser un concepto estático, se convierte en una herramienta estratégica que permite a las empresas responder eficientemente a las exigencias del presente y preparar el terreno para el futuro.

Como profesional, a partir de la lectura y el estudio realizado para la elaboración de la presente monografía, logré identificar relaciones entre factores que anteriormente consideraba aislados. La oportunidad de profundizar en las finanzas empresariales, interiorizando en conceptos técnicos y metodologías propias de las ciencias económi-

791 /

cas y de la administración de empresas me permitió enriquecer mis opiniones como operadora jurídica, habilitando una visión mucho más completa del fenómeno empresario.

Al ubicar la noción de estructura financiera en un contexto dinámico que le demanda flexibilidad y versatilidad ante los cambios, logré reconocer cómo cada fuente de financiamiento presenta sus propias ventajas y desventajas, y a su vez descubrí cómo éstas se comportan de manera diversa según el entorno político, económico y fiscal que las rodea en cada momento dado.

Reconocer a la empresa como un ente adaptable implica, entonces, considerar no sólo los factores económicos, sino también los jurídicos, sociales y culturales que moldean su interacción con el entorno. Esta comprensión integral es clave para diseñar estructuras financieras que sean no sólo sostenibles, sino también capaces de impulsar el desarrollo y el crecimiento en contextos cada vez más dinámicos y competitivos.

# Bibliografía

- Amaya, A. F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, ISSN.
- Cervantes Monsreal, A., Pérez Castañeda, S., Cruz Ramírez, D., & Sauza Ávila, B. (2018). Estructura de Capital, desde la perspectiva del Trade-Off, a nivel Latinoamérica (2008 - 2016). *Repositorio de la Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo*.
- Contreras Salluca, N., & Díaz Correa, E. (2015). Estructura financiera y rentabilidad: origen, teorías y definiciones. *Revista de Investigación Valor Contable*.
- Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *ResearchGate - Estudios gerenciales*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*.
- Moreira Da Silva, C., & Rodríguez Sanz, J. (2006). Contraste de la Teoría del Pecking Order versus la Teoría del Trade-Off para una Muestra de Empresas Portuguesas. *Repositorio Documental de la Universidad de Salamanca*.
- Palacio, R. (15 de 05 de 2009). *Societat Econòmica Barcelonesa de Amics del País*. Obtenido de Economía y Empresa: Reflexiones del momento: [https://www.amicsdelpais.com/es/publicaciones/economia\\_y\\_empresa\\_reflexiones\\_del\\_momento/77/](https://www.amicsdelpais.com/es/publicaciones/economia_y_empresa_reflexiones_del_momento/77/)

793 /



Pérez, A. (06 de Agosto de 2019). *OBS Business School*. Obtenido de Blog de OBS Business School: <https://www.obsbusiness.school/blog/estructura-financiera-de-la-empresa-y-sus-diferentes-fuentes>

Real Academia Española. (2024). *Diccionario de la lengua española*. Obtenido de RAE: <https://dle.rae.es/empresa>