

173  
9.2



## **XVI JORNADAS DE CIENCIAS ECONOMICAS DEL CONO SUR**

---

**17 al 20 de noviembre de 1993**  
**Punta del Este - Uruguay**

### **TEORIA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA** **Aproximación al estado del arte**

**AREA V: ADMINISTRACION Y FINANZAS**

**Tema 2: El desarrollo del mercado de capitales como mecanismo de captación de recursos por parte de las empresas privadas.**

**AUTOR: RICARDO PASCALE**  
**Colegio de Contadores y Economistas del Uruguay**

# TEORIA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

## Aproximación al estado del arte

*Ricardo Pascale \**

### I. OBJETIVO DEL TRABAJO

La proposición de Modigliani y Miller (1958) sobre la irrelevancia de las estructuras financieras significó un aporte notable en el tratamiento del tema por sus aspectos metodológicos, por el enfoque desarrollado y por el propio contenido de las proposiciones, transformándose en un marco de referencia frecuentemente utilizado.

La necesidad de acercar la teoría de Modigliani y Miller a explicar los fenómenos de la realidad dio paso a un desarrollo muy importante de nuevos aportes, teóricos y empíricos, para explicar mejor la constitución de estructuras financieras, en particular de la empresa. Este trabajo tiene como objetivo, exponer los distintos modelos desarrollados, que por razones de espacio es sintético en dos sentidos: primero, en la exposición de los desarrollos, y el segundo, en la selección de los modelos a tratar, cuidando sin embargo, que no falten los reconocidos, en general, como más trascendentes.

---

\* Profesor Titular de Finanzas de Empresas en la Universidad de la República, Uruguay.

Se trata, por lo tanto, de una investigación que no pretende agotar el tema, sino más bien extraer de la profusa producción académica, los principales aportes, presentándolos con la aspiración de facilitar el tránsito por aquel.

## **II. MODELOS**

Los distintos modelos desarrollados se exponen en el cuadro 1 con una agrupación que pareció adecuada para ordenar la última producción académica en el tema.

### **CUADRO Nº 1**

#### **1. Modelos iniciales**

Teoría tradicional; Modigliani y Miller (1958).

#### **2. Modelos basados en los efectos de los impuestos**

Modigliani y Miller (1963); Miller (1977); Feldstein, Green y Sheshinsky (1979); De Angelo y Masulis (1980); Modigliani (1982); Ross (1985).

#### **3. Modelos basados en los costos de agencia.**

Jensen y Meckling (1976); Jensen (1986); Diamond (1989); Hirschleifer y Thakor (1989); Harris y Raviv (1990); Stulz (1991).

**4. Modelos basados en información asimétrica.**

Ross (1977); Leland y Pyle (1977); Myers y Majluf (1984); Myers (1984);

**5. Modelos basados en los costos de bancarrota.**

Baxter (1967); Kraus y Litzenberger (1973); Stiglitz (1974); Warner (1977); Haugen y Senbet (1978); White (1983); Altman (1984).

**6. Modelos basados en las interacciones de mercado de insumos y productos.**

Titman (1984); Brander y Lewis (1986); Maksinovic (1988); Sarig (1988).

**7. Modelos basados en el control de la propiedad**

Harris y Raviv (1988); Stulz (1991).

**8. Modelos de Moral Hazard**

Alchian y Woodward

**9. Modelos de selección adversa.**

Stiglitz y Weiss (1981).

En esta sección se desarrollan, en lo sustancial estos modelos, que hoy perfilan el estado del arte sobre estructuras financieras.

## II.1. Modelos iniciales

La visión tradicional sostiene que la evolución del costo total del capital de la firma, tiene forma de U. Basándose en un supuesto con apoyo de la evidencia empírica <sup>1</sup>, sostiene que los primeros y pequeños niveles de endeudamiento no afectan el costo de los fondos propios, que permanece constante en esos tramos. En un sentido amplio, esta postura tradicional se ve coincidente en cierta forma con el enfoque llamado "pecking order" desarrollado después que sostiene las preferencias de las firmas por las fuentes internas en lugar de las externas y, si se debe acudir a esta última deberán utilizarse primero deudas y luego por último, nuevos aportes de capital <sup>2</sup>.

En la visión tradicional, la estructura financiera de la empresa, así como su política de dividendos, son aspectos importantes que afectan independientemente el valor de la firma. Asimismo, la posibilidad o no de acceder a apropiadas fuentes de financiamiento pueden ser severas restricciones al crecimiento o planes de inversión de la empresa.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Entre otros, Weston, J. Fred (1963) "A Test of Cost of Capital Propositions". The Southern Economic Journal, Vol. XXX.

<sup>2</sup> Puede verse a este respecto, Donaldson, Gordon (1961). "Corporate Debt Capacity". Harvard University; Myers, Stewart C. (1984) "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance. 39; Fazzari, S.M., Hubbard R.G. y Peterson, B. (1988) "Financing Constraints and Corporate Investments" Brookings.

<sup>3</sup> Al efecto puede consultarse, Meyer, J.R. y Kuh, E. (1957) "The Investment Decision: An Empirical Study". Harvard University Press; Meyer, J.R. y R.R. Glauber (1964) "Investment Decisions: Economic Forecasting and Public Policy. Harvard University Press.

A partir del famoso trabajo de Modigliani y Miller (1958) <sup>4</sup> el pensamiento académico en cuanto a estructuras financieras ha estado fuertemente influenciado por sus ideas. Estos autores trabajaron sobre ciertos supuestos, a menudo algo restrictivos, como ser un mundo libre de impuestos y de costos de contratos, que existen expectativas homogéneas de los agentes y que están en la misma clase de riesgo o sea con determinadas utilidades y tipo de las mismas y en términos más amplios suponen la existencia de mercados capitales perfectos. Con estos supuestos y asumiendo una determinada política de inversiones, Modigliani y Miller proponen que la elección de la estructura financiera no afecta el valor de la firma.

Esta proposición de irrelevancia de Modigliani y Miller de 1958 sienta pues, las bases de una teoría positiva de la estructura financiera desarrollando las implicancias de los equilibrios de los mercados para políticas óptimas de endeudamiento.

En un sentido amplio, las proposiciones de Modigliani y Miller sugieren una dicotomía entre las finanzas y la economía real. Esto es, las inversiones así como el ritmo de crecimiento de la empresa se ve afectado por decisiones que provienen del "lado real" de la economía, influenciadas por elementos tales como demanda, productividad, tecnología y, las finanzas según esa proposición cumplirían una actitud pasiva, simplemente facilitados las decisiones del sector real.

Los aportes de Modigliani y Miller han cambiado en forma importante la aproximación del análisis económico a las decisiones sobre estructuras financieras. Sin embargo, sus

---

<sup>4</sup> Modigliani, Franco y Merton Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investments" American Economic Review, 48.

proposiciones no han podido explicar muchos de los comportamientos observados en la realidad.

Varios desarrollos nuevos en el campo teórico han puesto el énfasis en importantes aspectos que también afectan las decisiones de estructuras financieras. Entre ellos, la presencia de impuestos, los costos de bancarrota y de serios problemas financieros, los costos de agencia, los derivados de información asimétrica, así como aquellos concernientes a "moral hazard" y de selección adversa.

Estos dos modelos, la visión tradicional y el de Modigliani y Miller, representan las ideas iniciales para la definición de las estructuras financieras. En los últimos treinta años se han efectuado avances muy significativos en distintas corrientes que han enriquecido académicamente el tema, tanto en sus aspectos de teoría como de evidencia empírica. El resto de esta sección se dedica, con las limitaciones de espacio establecidas, a exponer el tronco conceptual de los mismos.

## II.2. Modelos basados en los efectos de los impuestos.

Modigliani y Miller (1963)<sup>5</sup> efectúan una corrección a su teoría original, incluyendo los impuestos en el análisis. Sostienen que cuanto más deuda tiene la empresa, más deducción de intereses para los impuestos se genera y, de hecho mayores flujos después de impuestos.

---

<sup>5</sup> Modigliani, Franco y Merton Miller (1963), "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction." American Economic Review, Vol. 53.

Por lo tanto, crece el valor de mercado de la firma. Sin embargo, el monto de las deudas no puede crecer indefinidamente y así llegan a lo que denominan "nivel deseado de endeudamiento" por parte de los acreedores, que en cierta medida significa reconocer que a partir de un determinado nivel de endeudamiento existe un aumento del costo del capital.

Miller (1977)<sup>6</sup> sostiene que es necesario incluir el impacto de los impuestos a las rentas de las sociedades para definir las estructuras financieras, pero asimismo debe agregarse el impuesto a las rentas personales. La ventaja de la firma de tener que pagar menos impuestos a causa de la deducibilidad fiscal de los intereses se puede ver disminuída por los mayores impuestos que deben pagar los poseedores de activos financieros.

Feldstein, Green y Sheshinsky (1979)<sup>7</sup>, extienden el análisis de Miller, incorporando los impuestos con más generalidad, así como también los riesgos involucrados. Feldstein, Green y Sheshinsky sostienen que cambios en la relación deudas fondos propios causarían cambios en los premios marginales aplicables por riesgo, tanto a deudas, como a fondos propios, por los efectos de los distintos impuestos.

De Angelo y Masulis (1980)<sup>8</sup>, por su parte, han demostrado que las ventajas fiscales de las inversiones reducen las provenientes de tener mayor endeudamiento.

---

<sup>6</sup> Miller, Merton H. (1977) "Debt and Taxes" Journal of Finance.

<sup>7</sup> Feldstein, M. J. Green y E. Sheshinsky (1979) "Corporate Financial Policy and Taxation in a Growing Economy". Quarterly Journal of Economics.

<sup>8</sup> De Angelo, H. y R. Masulis (1980) "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation". Journal of Financial Economics. Vol 8.



Modigliani (1982)<sup>9</sup> establece que los beneficios impositivos de un mayor endeudamiento están basados en las tasas promedio de impuestos, en lugar de los marginales (como en Miller, 1977). Además, señala que el valor de los beneficios de un mayor endeudamiento deben capitalizarse a una tasa que tome en cuenta el riesgo, en lugar de las que refieren varios modelos anteriores, esto es, la tasa libre de riesgo de las deudas.

Ross (1985)<sup>10</sup> muestra que la incertidumbre se transforma en un elemento decisivo. Tomando la aproximación de De Angelo y Masulis, Ross obtiene una relación entre la estructura de capital y beta como medida del riesgo sistemático. Asimismo, observa que en las fusiones y los "spin-offs", se hacen comercializables los créditos fiscales, menguando los posibles efectos impositivos que pudieran generarse.

Los modelos repasados ponen desde distintas ópticas de manifiesto que la estructura financiera y el riesgo son influenciados por los impuestos. La evidencia empírica ha corroborado, en general, las distintas proposiciones expuestas.

---

<sup>9</sup> Modigliani, F. (1982). "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation". *Journal of Finance*.

<sup>10</sup> Ross, S. (1985) "Debt and Taxes and Uncertainty", *Journal of Finance*.

### II.3. Modelos basados en costos de agencia.

La teoría de la agencia a la cual Jensen y Meckling (1976) <sup>11</sup> dieron forma más definida, ve a la firma como un conjunto de contratos (formales e informales) entre accionistas (principal) y los administradores (agentes) entre otros actores. Los conflictos de intereses entre las partes recibe el nombre de problemas de agencia, para cuya resolución se incurre en costos de agencia.

Esta posición sostiene -a un cierto nivel de generalización- que las decisiones de estructura financiera, surgen después de asumir los costos de agencia y que resultan de la determinación conjunta de un set de contratos entre los accionistas, los acreedores, los administradores así como también los clientes, los arrendadores, los empleados y los aseguradores, entre otras partes involucradas.

Jensen (1986) <sup>12</sup> desarrolla una teoría de la estructura financiera basada en los "flujos libres de caja", es decir aquellos que deducen también las inversiones fijas y en capital de trabajo. Jensen entiende que los administradores en empresas que mantienen excesos de caja, se orientan a hacer inversiones improductivas que mejoren su confort, pero no el de la compañía. La proposición es, que en estos casos, la política de dividendos se hace más

---

<sup>11</sup> Jensen, M.C. y W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*.

<sup>12</sup> Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*.

agresiva y se buscan incrementos en el endeudamiento, a efectos de limitar los futuros gastos a efectuar potencialmente por los administradores.

En los modelos de Harris y Raviv (1990)<sup>13</sup> y Stulz (1991)<sup>14</sup> se enfatiza en las discrepancias entre administradores e inversores (de deuda) sobre las decisiones operativas.

Harris y Raviv suponen que los administradores siempre desean continuar con las operaciones de la empresa aún si la liquidación de la misma es preferida por los acreedores. Para Stulz, los administradores están dispuestos a invertir los fondos de caja aún, si ello no fuera lo más adecuado para los acreedores.

En el caso de Harris y Raviv, un mayor endeudamiento opera en el sentido favorable de los acreedores, forzando la liquidación. En Stulz, más deuda, al igual que en Jensen, disminuye los flujos libres de caja.

La estructura financiera se da por un balance entre los beneficios de la deuda con los costos de las mismas.

El modelo de Harris y Raviv predice que las firmas con más alto valor de liquidación, como puede ser el caso de aquéllas con activos tangibles tendrán mayor endeudamiento y más probablemente se llevarán a la liquidación.

---

<sup>13</sup> Harris, M. y A Raviv (1980) "Capital Structure and the Informational Cost of Debt" *Journal of Finance*.

<sup>14</sup> Stulz, R. "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies" *Journal of Financial Economics*.

En el caso de la teoría de Stulz, la óptima estructura financiera se obtiene de un "trade off" entre los beneficios de una mayor deuda que previene inversiones no deseadas (que reduce el valor) y el costo de deudas para efectuar inversiones que aumenten el valor.

En los modelos de Diamond (1989)<sup>15</sup> y Hirshleifer y Thakor (1989)<sup>16</sup>, el acento se pone en la reputación de la empresa y de sus administradores. Demuestran que, en muchos casos los administradores buscan convencer a los financiadores y con ello influyen la estructura financiera atrayendo proyectos cuyo riesgo no involucre más allá de lo deseado la reputación de la empresa. En este caso, se hacen evidentes las preferencias por cierto tipo de financiamientos también menos riesgosos.

La introducción de los costos de agencia, en sus distintas aproximaciones, influyen como lo muestra la evidencia empírica las decisiones de estructuras financieras.

El caso de países de menor desarrollo económico relativo ha sido estudiado en épocas de fuertes fluctuaciones de los ciclos económicos, hallándose una baja de los costos de agencia en la fase alta del ciclo que propenden a una mayor deuda (Pascale, 1993)<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Diamond, R. (1989) "Reputation acquisition in Debt Markets". Journal of Political Economy.

<sup>16</sup> Hirshleifer, D. y A. Thakor (1989) "Managerial Reputation Project Choice and Debt" UCLA Press.

<sup>17</sup> Pascale, Ricardo (1993) "Finanzas de las Empresas Uruguayas, Contribución a la Investigación de sus Elementos Caracterizantes" Universidad de la República, Uruguay.

#### **II.4. Modelos basados en información asimétrica.**

Las teorías vinculadas a la incorporación de información asimétrica han tenido influencia en la constitución de las estructuras financieras, con desarrollos importantes en los '70 y '80, pareciendo hoy día no perder significación, pero sí reduciendo su generación de nuevos aportes.

Dado que la forma fuerte del test de eficiencia de los mercados financieros no ha tenido soporte suficiente, desde el ángulo de la evidencia empírica, hay informaciones que tienen los integrantes de una firma que no son conocidos por el mercado. En estas teorías se supone que los administradores de las empresas poseen información privada acerca de la corriente futura de flujos de fondos y oportunidades de inversión que no tienen los inversores y así, influir en el valor de la firma.

Estas teorías, se pueden agrupar en dos corrientes principales. Una de ellas, en donde se destacan los trabajos de Ross (1977) y Leland y Pyle (1977), apuntan en el sentido que la elección de determinadas estructuras financieras de las empresas, da señales a los inversores sobre la posible información conocida por los "insiders" de las mismas.

En la otra corriente, donde toman particular relieve las contribuciones de Myers y Majluf (1984) y Myers (1984), la línea argumental se basa en que las estructuras financieras son establecidas para reducir las ineficiencias en las decisiones de inversión de las empresas causadas por la existencia de información asimétrica.

**Ross (1977)**, establece que el mercado conoce los rendimientos futuros de la firma y, en base a ellos determina el valor. Sin embargo, lo que se valúa son los rendimientos percibidos y ellos pueden estar influenciados por las señales que envíe la empresa, ya sea de estructuras financieras como de dividendos.

**Leland y Pyle (1977)** por su parte, enfocan su análisis en el comportamiento de los propietarios. Ellos invertirán sus fondos en proyectos propios más rentables, lo que llevará a un aumento del valor de las acciones de la empresa de la que también son dueños. Con ello podrá lograrse una estructura financiera con mayor "leverage".

**Myers y Majluf (1984)**, desarrollan la información asimétrica y sus influencias en la estructura financiera, dando señales que son procesadas en términos de expectativas racionales.

Los administradores que conocen los flujos de fondos verdaderos de las empresas, van a actuar en beneficio de los "viejos" accionistas, por tanto reservan sus fondos para los proyectos más atractivos y, emitiendo nuevas acciones cuando se esperan resultados menos rentables.

Por su parte, Myers (1984), establecen que las inversiones de la empresa, conforme a la teoría conocida como "pecking order", se irán financiadas primero con fondos internos, luego con deudas y por último con nuevos aportes de capital. Probablemente, según Myers, uno de los efectos de una nueva emisión de acciones sea una reducción del valor de las acciones existentes.

## II.5. Modelos basados en costos de bancarrota

La presencia de costos de bancarrota y de serios problemas financieros ha recibido en el campo académico un intenso tratamiento. Una de las primeras observaciones de la importancia de los costos de bancarrota, contrastando con la hipótesis de irrelevancia de Modigliani y Miller, se debe a Stiglitz (1974) <sup>18</sup>.

Kraus y Litzenberger (1973) <sup>19</sup> establecen su proposición acerca de la estructura óptima de financiamiento, en la que las ventajas impositivas de un mayor endeudamiento, en un determinado punto son igualadas por los mayores costos de bancarrota. En ese nivel de endeudamiento, según los autores se da la estructura financiera óptima.

No existen estimaciones suficientemente acuciosas sobre los costos de serios problemas financieros o de bancarrota, que fueron clasificados por Baxter (1967) <sup>20</sup> en directos (legales por ejemplo) e indirectos, incluyendo entre estos últimos, a los derivados de pérdidas de ventas y los vinculados con las restricciones financieras de la empresa.

White 1983)<sup>21</sup> y Altman (1984) <sup>22</sup> han efectuado estimaciones sobre los costos directos antes

---

<sup>18</sup> Stiglitz, J. (1974), "On the Irrelevance of Corporate Financial Policy." *American Economic Review*.

<sup>19</sup> Kraus, A. y R. Litzenberger (1973) "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance* N<sup>o</sup> 38.

<sup>20</sup> Baxter, Nevins (1967), "Leverage, Risk of Ruins and the Cost of Capital" *Journal of Finance*, 22.

<sup>21</sup> White, M.J. (1983), "Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code". *Journal of Finance*.

costos, situándolos en torno al 3% del valor de mercado de la firma.

Warner (1977) <sup>23</sup> en otra estimación de los costos de serios problemas financieros los ubicó en un 1% del valor de la firma siete años antes de los problemas y 2.5% tres años antes.

Haugen y Senbet (1978) <sup>24</sup> en un importante trabajo señalan que no necesariamente la bancarrota coincide con la liquidación y que los estudios anteriores incluían los costos de esta última.

Han habido, como se vio, esfuerzos de cuantificación, tomando costos tanto directos como indirectos de bancarrota. La opinión mayoritaria coincide en que si bien no existen buenas estimaciones, los indicios observados dan pie para suponer que probablemente no sean bajos. Cuando las soluciones a crisis financieras generalizadas, se integran con normativas públicas de amplia aplicación, los costos de bancarrota que importan son los esperados y son de bajo nivel. (Pascale, 1993) <sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Altman, E.I. (1984), A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Costos Question". The Journal of Finance.

<sup>23</sup> Warner, J. (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence". Journal of Finance, 32.

<sup>24</sup> Haugen R. y L. Senbet (1978), "The Insignificance of Bankruptcy Costs and the Theory of Optimal Capital Structure". Journal of Finance.

<sup>25</sup> Pascale, R. Op.Cit.



## II.6. Modelos basados en las interacciones de los mercados de insumos y de productos

Las teorías que se incluyen en este grupo son en muchos casos de incipiente desarrollo, no obstante, se considera como un área de mayor potencial académico. Las relaciones entre las estructuras financieras y la organización industrial ha comenzado pues a tomar una creciente fuerza.

Los modelos, se pueden dividir siguiendo dos caminos.

Uno de ellos, explica las relaciones entre la estructura financiera y la estrategia de la firma en la competencia en los mercados. En esta nueva literatura, que establece esa vinculación se destacan los trabajos de Brander y Lewis (1986)<sup>26</sup> y Maksimovic (1988)<sup>27</sup>. Estos modelos sostienen que en finanzas importa maximizar el valor de las partes de capital, en lugar de los beneficios. En ellos las cargas por deudas afectan el valor del capital propio y, por tanto afecta el equilibrio en las estrategias de los productos en el mercado así como estas últimas influyen las estructuras financieras.

Un segundo grupo de modelos enfatiza las relaciones entre la estructura financiera y las

---

<sup>26</sup> Brander, J. y R. Lewis (1986), "Oligopolies and Financial Structure: The Limited Liability Effect". American Economic Review.

<sup>27</sup> Maksimovic, V. (1986) "Optimal Capital Structure in Oligopolies". Harvard University.

características de los productos e insumos. Estos modelos, Titman (1984)<sup>28</sup> y Sarig (1988)<sup>29</sup> focalizan el análisis en los efectos en la estructura financiera de la futura posibilidad de aprovisionamiento de productos, repuestos, servicios, así como la calidad de ellos y, muestran el juego de mercado entre los administradores y los financiadores, que terminan influenciando la estructura financiera.

### **III.7. Modelos basados en el control de la propiedad**

La proliferación de "takeovers" en la década de los '80 dio nacimiento a varios modelos que buscan explicar la influencia del control del capital en las estructuras financieras. En este grupo se destacan los aportes de Harris y Raviv (1988)<sup>30</sup> así como el del Stulz (1988)<sup>31</sup>

Los mismos exploran el hecho que las acciones comunes tiene derecho a voto y las deudas no. La estructura financiera influencia los resultados del "takeover" a través del efecto en la distribución de votos y por tanto del control de la firma.

---

<sup>28</sup> Titman, S. (1984), "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision". *Journal of Financial Economics*.

<sup>29</sup> Sarig, O. (1988), "Bargaining with a Corporation and the Capital Structure of the Bargaining Firm". Tel Aviv University.

<sup>30</sup> Harris y Raviv (1988), "Corporate Control Contests and Capital Structure" *Journal of Financial Economics*.

<sup>31</sup> Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights". *Journal of Financial Economics*.

## **II.8. Modelos sobre "Moral Hazard".**

Dentro de los modelos de "moral hazard" el desarrollado por Alchian y Woodward (1988)<sup>32</sup> expone el concepto de plasticidad de los activos, buscando explicar cuando el costo de "moral hazard" (daño moral) de las deudas es más importante y orienta las decisiones hacia una menor relación deudas/fondos propios. Los activos son más plásticos, según los autores, cuando tienen posibilidades de amplio rango de fabricar productos (por ej. laboratorios de química farmacéutica). Una acería aparece, por el contrario teniendo activos menos plásticos.

Dada la potencial sustitución de productos y por tanto de volatilidad de los rendimientos las empresas con activos más plásticos se perciben según el modelo, como ameritando menos deuda que las que tienen activos menos plásticos.

## **II.9. Modelos sobre selección adversa.**

En el ámbito de este trabajo la selección adversa se produce cuando hay que fijar precios ante agentes que tiene distintos riesgos. Frecuentemente, el precio se ubica cubriendo un riesgo promedio. De esta forma, se termina atrayendo clientes más riesgosos, en este caso con excesivos endeudamientos. Stiglitz y Weiss (1981)<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Alchian, A. y S. Woodward (1988) "Reflections on the Theory of the Firm."

<sup>33</sup> Stiglitz, J. y A. Weiss (1981) "Credit Rationing Markets with Imperfect Markets with Imperfect Information". American Economic Review.

## **CONCLUSIONES**

**1. Las ideas iniciales de Modigliani y Miller sobre la irrelevancia de las estructuras financieras en el valor de la empresa, han sido desplazadas por el consenso académico que la estructura financiera importa en el valor de la firma.**

Los motivos por los que importa, son varios. Entre otros que la deuda y los fondos propios reciben un distintos tratamiento fiscal, el monto de deuda aumenta la probabilidad de problemas financieros, y afecta los incentivos de los administradores. Asimismo, la elección de las estructuras financieras influyen en la percepción del mercado acerca del riesgo y del valor de las firmas, así como las distintas variedades de fuentes afectan el control de la empresa.

**2. En la constitución de las estructuras financieras un buen número de potenciales factores determinantes influencia en las mismas, como ser los impuestos, los costos de bancarrota, los costos de agencia, la información asimétrica, la selección adversa, la organización industrial en cuanto mercado de insumos y productos, el control de la propiedad y los problemas de "moral hazard". No todos ellos influyen en todos los casos con la misma intensidad.**

**3. Existen algunos principios generales de amplia aceptación que son:**

a. En las decisiones financieras, importa el valor de las deudas financieras que

son comercializables. Suponiendo que los mercados son eficientes, salvo cuando se les aplica un test fuerte, se debería maximizar el valor de los derechos financieros comercializables y minimizar el de los no comercializables.

- b. El valor de la empresa se verá incrementado en los primeros tramos de endeudamiento, dada la baja sensibilidad del costo de los fondos propios en esos segmentos.
  - c. Los efectos de la deuda sobre los objetivos de los administradores, que no siempre coinciden ni con los propietarios ni con los de los acreedores.
4. La evidencia empírica, ampliamente respalda los potenciales factores determinantes (punto 2), y los principios generales (punto 3). Solo en casos excepcionales no es coincidente con las teorías.
5. La teoría sobre las estructuras financieras ha tenido un manifiesto avance. No hay todavía, sin embargo, explicaciones suficientemente definidas sobre las diferencias en las mismas entre los tamaños de las empresas, y las empresas de similares ramas, en distintos países.