

INCENTIVOS FISCALES, CRECIMIENTO EMPRESARIAL Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

FÉLIX BLÁSQUEZ SANTANA*

E-mail: fblasquez@defc.ulpgc.es

MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL**

E-mail: cverona@defc.ulpgc.es

RESUMEN

El análisis del crecimiento empresarial y sus factores explicativos, adoptan un papel protagonista y actual en el proceso de globalización en el que se encuentra la economía mundial. En este sentido, el presente trabajo trata de dar una visión conjunta sobre los aspectos financieros que deben ser considerados en el estudio del crecimiento empresarial, realizando para ello una breve sinopsis de la evolución teórica de la propuesta inicial de Modigliani y Miller, centrandose especialmente el trabajo en los aspectos fiscales, como factor que puede condicionar el crecimiento empresarial y la estructura financiera de la empresa.

Palabras clave: Crecimiento empresarial, efecto sustitución de la deuda, teoría del *pecking order*.

ABSTRACT

The analysis of the managerial growth and its explanatory factors, they adopt a role protagonist and current in the process of globalization in the one that is the world economy. In this respect, the present work tries to give a joint vision on the financial aspects that they must be considered in the study of the managerial growth, realizing for it a brief synopsis of the theoretical evolution of the initial offer of Modigliani and Miller, centring specially the work on the fiscal aspects, as factor that can determine the managerial growth and the financial structure of the company.

Keywords: Business growth, substitution effect of the debt, pecking order theory.

* Profesor asociado del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

** Profesora titular del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

INTRODUCCIÓN

El complejo entorno en el que actualmente desarrollan sus actividades las organizaciones empresariales –caracterizado por una creciente globalización mundial del comercio, una fuerte competencia en los mercados internacionales, el desarrollo vertiginoso de innovaciones tecnológicas y una importante tendencia hacia la diversificación– hace imprescindible para la supervivencia de la empresa plantear objetivos de crecimiento mediante la búsqueda de nuevos mercados que generen oportunidades interesantes de inversión.

Aquellas empresas que adoptan una estrategia de crecimiento interno se ven forzadas a aumentar su dimensión a través de la adquisición de nuevos recursos, produciéndose –en todo caso– una necesaria interconexión entre la decisión de inversión y las fuentes de financiación que hagan factible un crecimiento financieramente sostenible. Así, centrar el enfoque en los distintos factores que inducen a la empresa a adoptar una estrategia de crecimiento, es hacer referencia a todos aquellos elementos que condicionan la estructura y el coste de su financiación.

En este sentido se hace necesario realizar una introspección hacia el mundo de la economía financiera de la empresa, comenzando con la denominada tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller¹, según la cual, el coste de capital y el valor de la empresa son independientes de su estructura de capital. Sin embargo, los diversos estudios realizados desde entonces demuestran que la existencia de imperfecciones en los mercados de capitales crea, necesariamente, una clara y estrecha relación de dependencia entre las decisiones de inversión y financiación que obligan a recomponer la estructura de capital, afectando, de esta forma, al valor de la empresa.

Bajo estas consideraciones se ha fijado como objetivo del presente trabajo, revisar cómo ha ido evolucionando el estudio del efecto que la política fiscal, como imperfección destacada del mercado, ha tenido en la estrategia financiera de la empresa, condicionando de manera relevante la inversión y la estructura de capital. Para ello, tras la introducción, la sección segunda presenta la evolución teórica de la propuesta inicial de Modigliani y Miller, tratando de dar una visión conjunta sobre los distintos aspectos

que deben ser considerados en el estudio del crecimiento empresarial. La tercera sección se centra en el impacto que los incentivos fiscales, como imperfección del mercado que afecta a las decisiones de inversión y, por tanto, al crecimiento empresarial, presentando en última instancia las conclusiones más relevantes del presente trabajo.

EVOLUCIÓN DE LAS PROPOSICIONES DE MODIGLIANI Y MILLER Y EL CRECIMIENTO EMPRESARIAL

La abstracción teórica propuesta por Modigliani y Miller² sobre la perfección de los mercados de capitales basada en las hipótesis de equilibrio, certeza y racionalidad, marcó un hito en el seno de la economía financiera de la empresa. El teorema de Modigliani y Miller establecía que en mercados perfectos de capitales el coste del capital y el valor de la empresa son independientes de su estructura financiera, estableciendo que la decisión de financiación no afecta en absoluto al valor de la misma.

Esta disociación entre las decisiones de inversión y financiación ha venido marcando desde entonces el foco de atención de las finanzas, centrado en demostrar que el valor de la empresa no depende únicamente de la capacidad de sus activos para generar rentas.

No obstante, cuando la hipótesis de mercados perfectos de capitales se relaja, las decisiones de financiación van a incidir, irremediablemente, sobre el valor de la empresa por la existencia de factores relevantes como los impuestos, los costes de quiebra y los costes de agencia, adquiriendo igualmente relevancia los procesos de información para la toma de decisiones, pudiendo producirse problemas de información asimétrica entre propietarios y directivos. De esta manera, las decisiones de inversión y financiación dejan de ser independientes, resultando esencial analizar tanto los factores que inducen a la inversión, como esclarecer si el crecimiento generado en este proceso determina una estructura de capital óptima de acuerdo con los objetivos, características y necesidades de la empresa, siendo necesario para ello buscar la relación óptima entre deudas y recursos propios de la empresa de manera que se minimice el coste de capital y se maximice el valor de la empresa.

No obstante, sistematizar las distintas alternativas que se le presentan a la empresa para componer su estructura de capital es un rompecabezas difícil de descifrar, y en cuyo objetivo se han centrado las distintas teorías desarrolladas a lo largo de la segunda mitad del pasado siglo, tratando de explicar la variación de los ratios de endeudamiento entre las empresas.

En este sentido ha sido necesario revisar la literatura para constatar cómo la tesis de irrelevancia propuesta por Modigliani y Miller fue evolucionando hacia la teoría estática de la compensación o «*trade-off*», a través de la cual se justifica la existencia de una estructura de capital óptima a la que se puede llegar considerando las ventajas de tipo fiscal que supone la financiación ajena, y los inconvenientes –derivados de mayores costes de quiebra– que esta fuente de financiación ocasiona. De esta forma se podría determinar que la estructura óptima de capital que maximiza el valor de la empresa es aquella que iguala el incremento marginal en el valor actual de los beneficios fiscales y el incremento marginal en el valor actual de los costes de quiebra³.

Sin embargo, la aparición de nuevos problemas derivados de la disociación de la propiedad y la dirección de la empresa, generó un claro conflicto de intereses entre acreedores, accionistas y directivos. Estos últimos, con una información más directa y depurada buscan, en ocasiones, objetivos que pueden no conducir a la maximización del valor de la empresa pero que, sin embargo, contribuirán a la supervivencia de la misma, diversificando el riesgo de sus inversiones y disminuyendo en todo lo posible la financiación externa; en definitiva, adoptarán cualquier estrategia que contribuya al crecimiento de la empresa, que genere mayor solidez empresarial y al mismo tiempo les proporcionen mayor prestigio personal.

De esta forma la teoría del «*trade off*» dejó paso a la Teoría de la Agencia⁴, al explicar con mayor solidez el comportamiento empresarial, vislumbrando en el conflicto de intereses entre accionistas, directivos y acreedores; el eje central que condiciona tal comportamiento.

Bajo esta perspectiva se derivan interesantes proposiciones que afectan a la estructura de capital de las empresas, que Harris y Raviv⁵ sintetizaron en los siguientes aspectos:

- El endeudamiento está negativamente asociado con la cuantía de las oportunidades de crecimiento y el riesgo de la explotación.
- El endeudamiento está negativamente asociado con la volatilidad de los beneficios.
- La deuda a largo plazo está positivamente asociada con la proporción de activos fijos.

Una de las principales conclusiones de estos autores enriquece el tradicional debate en torno a la relevancia de la estructura de capital sobre la determinación del valor de la empresa, al incluir las oportunidades de crecimiento como variable que condiciona la composición de dicha estructura.

En este sentido se han realizado diversos estudios que analizan el efecto sobre el endeudamiento y el valor de la empresa ante un determinado grado de concentración de propiedad, y las posibilidades de crecimiento de las que dispone la empresa, entre los que destacan entre otros, los trabajos de McConnell y Servaes⁶ y Andrés Alonso *et al.*⁷.

Según Andrés Alonso *et al.*⁸, la existencia o carencia de oportunidades rentables de crecimiento es uno de los principales conflictos que surgen entre acreedores y accionistas, derivado –por un lado– por la actuación de los directivos en defensa de los accionistas, dejando de realizar proyectos de inversión rentables cuando existen elevados niveles de endeudamiento. De esta forma se evita que los acreedores, por el derecho prioritario sobre los recursos de la empresa, capturen el valor de dichas inversiones. Por otro lado, la limitación de la responsabilidad de los accionistas permite que la dirección, en nombre de éstos, emprenda proyectos de inversión de alto riesgo, de cuyos resultados, de ser positivos, saldrán muy beneficiados. En caso contrario, las posibles pérdidas afectarán, sobre todo, a los acreedores, quienes lógicamente preferirán proyectos de menor riesgo que les aseguren el valor de su aportación.

De acuerdo con Fazzari y Athey (1987)⁹, Fazzari *et al.* (1988)¹⁰, McConnell y Servaes¹¹ y Andrés Alonso *et al.*¹², una de las reacciones previsibles de la dirección para diluir este conflicto de intereses podría consistir en financiar las oportunidades de crecimiento con los recursos generados internamente en detrimento de la utilización de la deuda, adquiriendo especial relevancia la teoría del orden de preferencia o *pecking order*¹³.

La teoría del *pecking order* establece que los directivos van a recurrir preferentemente a los fondos generados internamente, acudiendo a la financiación ajena en el caso de que la inversión sea rentable y la autofinanciación no sea suficiente para llevarla a cabo, apelando en última instancia a la emisión de fondos propios por la información negativa que podría transmitirse a los accionistas. De esta forma la autofinanciación, entendida como retención de beneficios, por su coste, posibilidades de fondos, liquidez, riesgo y conducta frente al ente decisor, puede ser considerada como un factor incitante a la inversión¹⁴, convirtiéndose en una magnitud imprescindible en el proceso de expansión empresarial.

Otro de los conflictos de intereses planteados bajo la perspectiva de la Teoría de Agencia, hace referencia al grado de autonomía de los directivos para la toma de decisiones. En este sentido, de acuerdo con Giner y Salas¹⁵, si el objetivo perseguido es la maximización del valor de las acciones, los directivos repartirán entre sus accionistas, en forma de dividendos, cualquier exceso de liquidez más allá de la necesaria para atender los proyectos con rentabilidad interna mayor o igual al coste de oportunidad del capital; sin embargo, si el objetivo perseguido fuese el crecimiento de la empresa y se dispone de fondos suficientes para financiar dicho proceso, la tendencia será invertir más que aquella empresa que persiga maximizar la riqueza del accionista, produciéndose el fenómeno de sobreinversión.

Ante la alteración que supone para la función de intermediación los problemas de información, los citados autores¹⁶ proponen fomentar políticas de estímulos fiscales que mejoren la liquidez de las empresas y contribuyan a la eficiencia económica; sin embargo, proponen penalizar fiscalmente la liquidez si la tendencia de la empresa sensible al *cash flow* es la sobreinversión.

A este respecto tomamos como referencia el concepto de *free cash flow* o de tesorería discrecional propuesto por Jensen (1986)¹⁷ y por Menéndez Requejo y González Rodríguez¹⁸, quienes estiman la inexistencia de problemas de sobreinversión en aquellas empresas cuyas oportunidades de inversión superen los fondos generados internamente, al coincidir los accionistas y los directivos en la decisión de mantener los recursos generados por la empresa y emplearlos de forma eficiente.

Todos estos aspectos relacionados con los costes de agencia que surgen de la segregación entre propiedad y control, aumentan con la dispersión de la propiedad, de tal forma que aquellas empresas con menor concentración de la propiedad presentan mayores tasas de endeudamiento, tratando con ello de atenuar los conflictos entre accionistas y directivos al aumentar la supervisión externa sobre la actuación del equipo gestor.

En términos generales, los aspectos comentados en el presente apartado, así como las distintas teorías desde las que se abordan los mismos, tratan de dar una visión panorámica sobre los diversos aspectos que deben ser considerados en el estudio del crecimiento empresarial desde el ámbito financiero, debido, fundamentalmente, al impacto que tienen sobre la política financiera seguida por la empresa, cuyo reflejo en la estructura de capital de la misma va a condicionar el valor que ésta adquiera en el mercado.

Sin embargo, de manera intencionada, se ha dejado al margen de los distintos factores aludidos la implicación de los impuestos y, más concretamente, los incentivos fiscales, como uno de los factores determinantes de la estrategia del crecimiento empresarial, que justifiquen, al mismo tiempo, una determinada política financiera que optimice la utilización de los mismos. La importancia que dichos factores adquieren en el presente trabajo justifica un tratamiento diferenciado, abordándolos con mayor profundidad en el próximo epígrafe.

EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Sin lugar a dudas, una de las imperfecciones más tratadas por la influencia directa en las decisiones de financiación han sido los impuestos¹⁹. En efecto, tras la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller²⁰ contraria al efecto del endeudamiento sobre el coste del capital y el valor de la empresa, los mismos autores en un trabajo posterior²¹ introdujeron los impuestos empresariales en su modelo inicial, reconsiderando sus conclusiones preliminares al estimar que la deducción fiscal que se obtiene de los intereses de la deuda permite a la empresa endeudada alcanzar un valor superior al de una empresa sin deuda, lo que determina que la estructura financie-

ra óptima sea aquella que esté formada en su totalidad por recursos ajenos.

Sin embargo, la existencia de otras imperfecciones del mercado como los costes de quiebra, los costes de agencia y la asimetría de información, reducen este beneficio tributario hasta el punto de manifestarse que la estructura financiera óptima de la empresa vendrá dada por la diferencia entre el valor actual de los beneficios de la deuda (deducciones impositivas por los intereses financieros que genera la deuda) y el valor actual de los inconvenientes de la deuda.

Desde entonces han sido muchos los autores que han analizado esta imperfección con el objetivo de determinar la estructura de capital que maximice el valor de la empresa, surgiendo de la revisión de sus trabajos la clara convicción de que altas tasas impositivas hacen que las empresas hagan un mayor uso de la deuda en detrimento de los fondos propios, mientras que, en sentido contrario, una disminución del tipo impositivo que grava los beneficios empresariales, reducirá el deseo de la firma de financiarse con deuda.

El trabajo de Givoly *et al.*²², centrado en el análisis de los impuestos como imperfección del mercado que alteran las decisiones de financiación, establece que el estudio de la estructura óptima de capital ha ido evolucionando hacia tres vertientes que relaciona dicha magnitud con los impuestos corporativos, los impuestos personales y los incentivos fiscales ajenos a la deuda.

Los impuestos corporativos: el beneficio fiscal del uso de la deuda

En 1963, Modigliani y Miller recompusieron su trabajo seminal de 1958 e introdujeron el Impuesto sobre Sociedades en su modelo inicial, observando el beneficio que se producía al considerarse deducible, por dicho impuesto, los intereses generados por la utilización de deuda.

Modigliani y Miller (1963) parten de la premisa de que el beneficio neto de impuestos está formado por dos flujos: el beneficio después de impuestos de una empresa sin deuda, y el flujo de renta que representa el ahorro de impuestos que la empresa obtiene al pagar intereses de la deuda. Esta diferencia obliga a utilizar distintas tasas de descuento en función del tipo de renta que se actualice²³.

De la expresión que establecen se demuestra como el valor de una empresa endeudada será siempre más alto que el valor de una empresa sin deuda, ya que a mayor endeudamiento mayor ahorro impositivo. Por tanto, bajo esta óptica, la empresa debe buscar como política financiera óptima endeudarse al máximo, aprovechando la ventaja fiscal que dicha situación genera.

Sin embargo, para que dicho efecto impositivo influya sobre el valor de la empresa, es requisito imprescindible que la deuda y el tipo impositivo permanezcan constantes indefinidamente o crecientes, al mismo tiempo que la empresa pueda deducir de forma ilimitada los intereses de la deuda. Evidentemente, estas condiciones distan mucho de cumplirse en la vida real ya que, por un lado, resultados insuficientes o pérdidas de ejercicios futuros limitan la protección fiscal que supone la deducibilidad de los intereses de la deuda²⁴; mientras que, por otro lado, las distintas imperfecciones del mercado como los costes de quiebra que hacen disminuir las economías fiscales a medida que el endeudamiento aumenta, la consideración de los impuestos personales y la existencia de otras deducciones fiscales no asociadas a la deuda, hacen que la hipótesis sobre la protección fiscal derivada de los intereses de la deuda pierda consistencia cuando se aleja de sus planteamientos iniciales.

Los impuestos personales

La divergencia que surge de la conclusión obtenida por Modigliani y Miller²⁵ con el comportamiento real de las empresas, dio pie a una nueva línea de investigación en la que se analiza el efecto que sobre el valor de mercado de la empresa tendría que considerar, conjuntamente, al Impuesto sobre Sociedades y al Impuesto a la Renta de las Personas Físicas. De esta forma, la imposición personal que grava la renta de los inversores, ya sea en forma de dividendos o de intereses, podría reducir o incluso eliminar la ventaja fiscal asociada a la deuda.

En efecto, desde el trabajo de Miller²⁶ los estudios que trataban de justificar la estructura de capital de la empresa a través de los impuestos corporativos, incorporaron los impuestos personales como inductores potenciales en las decisiones de endeudamiento. En este sentido,

el citado autor observó en dicho trabajo, que el ratio de endeudamiento de las empresas había permanecido constante desde 1920 a 1950, pese a que la presión fiscal durante dicha etapa había sufrido un incremento importante, con lo cual, de cumplirse las hipótesis de Modigliani y Miller de 1963, las empresas debían haber aumentado su deuda considerablemente a efectos de aprovecharse de la deducibilidad de los intereses que dicha situación genera.

Esta paradójica situación la justifica Miller²⁷ al introducir la imposición personal como factor que condiciona las decisiones de financiación, por la existencia de un diferencial entre los tipos impositivos que se aplican a la renta procedente de las acciones y de las obligaciones, compensando de esta forma la ventaja procedente de la deducibilidad de los intereses de la deuda. Por tanto, esta necesidad de ampliar el análisis del efecto fiscal a la imposición personal, se plantea cuando se tiene en cuenta que los inversores que actúan en el mercado de capitales valoran a la empresa en función, no de los beneficios empresariales netos de impuestos, sino de los rendimientos que obtienen una vez satisfechos el Impuesto sobre Sociedades y de Renta de las Personas Físicas²⁸.

Bajo este enfoque se han realizado distintos trabajos empíricos que han relacionado la imposición personal y el efecto sobre la estructura de capital de las empresas, aportando destacadas conclusiones. Así, Givoly²⁹ encuentra evidencia del papel que desempeñan los impuestos personales en las decisiones que afectan a la estructura de capital generándose el efecto clientela. Fuest³⁰ encuentra que los bajos impuestos corporativos favorecen la financiación con fondos propios, mientras que un impuesto personal bajo hace más atractivo la financiación a través de deuda.

Esta situación la justificaba Graham³¹ al considerar que si los inversores soportan una mayor carga fiscal por los intereses devengados que sobre los dividendos de las acciones, exigirán una mayor rentabilidad para mantener sus inversiones, desalentando de esta manera el empleo de deuda a nivel corporativo.

Sin embargo, los impuestos personales no siempre niegan la ventaja impositiva del uso de la deuda, ya que cuando las penalizaciones del impuesto personal son consideradas en una empresa concreta, existe una fuerte evidencia

que las empresas alcanzan mayor beneficio de la deducción de intereses en el uso de la deuda, compensando de esta forma las penalizaciones del impuesto personal³². En este mismo sentido se manifiestan Green y Hollifield³³, al considerar que las ventajas fiscales sobre los fondos propios a nivel personal no son suficientes para compensar completamente las ventajas fiscales de la deuda a nivel corporativo en condiciones de certeza, y cuando todos los pagos de la deuda son deducibles.

Los incentivos fiscales ajenos a la deuda

El trabajo de DeAngelo y Masulis³⁴ marcó el punto de arranque de este enfoque empírico, en el cual, el estudio de la deducción de los intereses de la deuda como factor condicionante de la estructura de capital da paso al estudio del efecto de los incentivos fiscales ajenos a la deuda y su influencia en la variación de la política de endeudamiento de la empresa.

Esta vertiente se apoya en otras formas de ahorro fiscal que no sea el beneficio que genera la deducción de intereses de la deuda. Así, las desgravaciones fiscales por inversión, las amortizaciones aceleradas, las pérdidas a compensar, etc., van a hacer menos atractivo el endeudamiento como forma de ahorro fiscal, máxime cuando dichas deducciones no llevan implícito el riesgo financiero que trae consigo la deuda.

Dichos autores desarrollaron un modelo sobre la estructura óptima de capital, en el cual incorporaron el impacto de los impuestos corporativos, los impuestos personales y otros incentivos fiscales ajenos a la deuda, demostrando que cuando aumentan las deducciones por amortización y el crédito fiscal a la inversión, la utilización de la deducción por intereses de la deuda disminuye debido al incremento de la probabilidad de que dichas empresas pierdan la deducción inmediata de los incentivos fiscales si no reducen la deuda. Asimismo, afirman que desde que una empresa ve disminuidas sus posibilidades de desgravaciones fiscales por mecanismos ajenos a la deuda, como deducciones por amortizaciones o por inversiones, incrementa su nivel de deuda.

Este efecto sustitución ha ocupado desde entonces el punto de mira de varios estudios cuyas aportaciones principales se han centrado en el impacto de los incentivos fiscales ajenos a

la deuda y la política financiera seguida por la empresa.

Bajo esta perspectiva, los trabajos realizados por Mackie-Mason³⁵, Dhaliwal *et al.*³⁶, Givoly³⁷, Bathala y Carlson³⁸, Graham³⁹, De Miguel y Pindado⁴⁰, Sporleder y Moss⁴¹ y Han-Suck⁴², entre otros, analizando las decisiones de financiación incrementales, observaron una relación negativa entre la variación de los incentivos fiscales ajenos a la deuda y el beneficio fiscal que genera el uso de la deuda.

Mackie-Mason, analizando la emisión de deuda y fondos propios de 1747 empresas estadounidenses, encontró que aquellas que soportaban mayores tasas efectivas impositivas eran más propensas a emitir deuda que aquellas otras que soportaban menores tasas. El resultado de la investigación de dicho autor, demostró una fuerte relación entre los incentivos fiscales ajenos a la deuda y el tipo impositivo marginal, afectando este último a las decisiones de inversión. Sin embargo, afirma que empresas con bases imponibles negativas para compensar en próximos ejercicios, son menos propensas al uso de deuda por la dificultad que tendrían para deducir los intereses de la misma. En cambio, empresas que generan créditos fiscales a la inversión suelen ser empresas rentables y por tanto capaces de deducir los intereses de la deuda, de ahí que dicho autor estime que los incentivos fiscales ajenos a la deuda realmente afectan a la financiación cuando puedan cambiar la tasa impositiva marginal sobre la deducción de intereses⁴³.

Bathala y Carlson⁴⁴, aprovechando la reforma fiscal realizada en Estados Unidos en 1986, analizaron el efecto que produjo la disminución de los incentivos fiscales ajenos a la deuda en el endeudamiento de las empresas, comprobando que antes de la reforma las empresas que habían invertido más para aprovecharse de los incentivos fiscales ajenos a la deuda, habían utilizado menos deuda que las que no se habían aprovechado de tales circunstancias; mientras que después de la reforma los tipos impositivos efectivos y el endeudamiento crecieron, demostrando que las estrategias de inversión y financiación de las empresas responden a influencias externas.

En el trabajo de De Miguel y Pindado⁴⁵ se compara la estructura de capital de empresas españolas y estadounidenses, y también corro-

boran la presunción de los incentivos fiscales ajenos a la deuda, señalando una relación inversa de este tipo de variables con el endeudamiento, teniendo un poder explicativo más alto en las empresas españolas que en las estadounidenses por la mayor presencia de dichos incentivos en la normativa fiscal española.

Sporleder y Moss⁴⁶, a través de un estudio realizado sobre 6671 empresas estadounidenses durante el período 1980-2000, encontraron que en el crecimiento experimentado por dichas empresas, los incentivos fiscales ajenos a la deuda y los activos intangibles están negativamente relacionados con el endeudamiento, mientras que el tamaño y la rentabilidad están positivamente relacionados.

Por su parte, Han-Suck⁴⁷ analiza el efecto que los incentivos fiscales ajenos a la deuda ejercen en el endeudamiento de más de 6000 empresas suecas durante el período 1992-2000, descomponiendo para ello el endeudamiento a corto y largo plazo. Dicho autor demuestra que existe una relación positiva entre los incentivos fiscales ajenos a la deuda y la deuda a corto plazo, siendo el efecto negativo cuando se trata de deuda a largo plazo.

En esta misma línea, el trabajo de Blázquez Santana⁴⁸ analiza los efectos de los incentivos fiscales que se aplican en un determinado territorio, observando una incidencia positiva en el proceso de crecimiento de las empresas analizadas⁴⁹, constatándose, además, una disminución paulatina del endeudamiento, dando lugar a una mejora de la solvencia de las empresas a lo largo del período analizado.

CONCLUSIONES

El crecimiento empresarial y sus factores condicionantes acaparan actualmente un papel protagonista en el proceso de globalización en el que se encuentra la economía mundial. De esta forma, el presente trabajo trata de dar una visión conjunta sobre los aspectos financieros que deben ser considerados en el estudio del crecimiento empresarial, realizando para ello una breve sinopsis de la evolución teórica de la propuesta inicial de Modigliani y Millar, centrandose especialmente el trabajo en los aspectos fiscales.

El tradicional debate en torno a la relevancia de la estructura de capital sobre la determi-

nación de valor de la empresa se ha enriquecido al incluir las oportunidades de crecimiento como variable que condiciona la composición de dicha estructura. Los problemas que plantea la Teoría de la Agencia entre directivos y accionistas van a condicionar el endeudamiento y el valor de la empresa ante dichas oportunidades, de ahí que una de las reacciones previsibles de la dirección para diluir este conflicto de intereses podría consistir en financiar las oportunidades de crecimiento con los recursos generados internamente, adquiriendo de esta forma especial relevancia, la teoría del orden de preferencia o *pecking order*.

Otra de las soluciones planteadas para paliar los conflictos entre directivos y accionistas se basa en el fomento de políticas de estímulos fiscales que mejoren la liquidez de las empresas y contribuyan a la eficiencia económica, o bien penalizar fiscalmente la liquidez si la tendencia de la empresa sensible al *cash flow* es la sobreinversión.

Bajo esta consideración se analiza el impacto de los incentivos fiscales en la estructura financiera de la empresa, observándose en los estudios más recientes, un claro efecto de sustitución de la deuda ante la presencia de incentivos fiscales ajenos a la deuda, al hacer menos atractivo el endeudamiento como forma de ahorro fiscal, máxime cuando dichas deducciones no llevan implícito el riesgo financiero que trae consigo la deuda.

NOTAS

- ¹ Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. En *American Economic Review*, Vol. 48 (junio), 1958, pp. 261-297.
- ² Modigliani y Millar, Op. Cit. 1958
- ³ Azofra Palenzuela, V. y de Miguel Hidalgo, A. *Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (Hacia una integración de las finanzas y la microeconomía)*. En *IV Congreso de la AEDEM*, Reus, 1990, p. 8.
- ⁴ Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.
- ⁵ Harris, M. y Raviv, A. *The Theory of Capital Structure*. En *Journal of Finance*, Vol. 46, N° 1, 1991, p. 305.
- ⁶ McConnell, J.J. y Servaes, H. *Equity Ownership and the Two Faces of Debt*. En *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995, pp. 131-157.
- ⁷ Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y Rodríguez Sanz, J. (2000a). *Endeudamiento, oportunidades de negocio y estructura contractual: un contraste empírico para el caso*

español. En *Investigaciones económicas*, Vol. XXIV, N° 3, 2000, pp. 641-679; y Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y Rodríguez Sanz, J. (2000b). *Decisiones financieras y oportunidades de crecimiento en la empresa española. Un análisis con datos de panel*. En *X Congreso Nacional de ACEDE*, Oviedo.

- ⁸ Andrés Alonso, P. Op. Cit. 2000a: p. 645.
- ⁹ Fazzari, S.M. y Athey, M.J. (1987). *Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment*. En *Review of Economics and Statistics*, N° 69, 1987, pp. 481-487.
- ¹⁰ Fazzari, S.M.; Hubbard, R.G. y Petersen, B.C. (1988) *Financing constraints and corporate investment*. En *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1988. pp. 141.195.
- ¹¹ McConnell, J.J. y Servaes, H. *Equity Ownership and the Two Faces of Debt*. En *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995, pp. 131-157.
- ¹² Andrés Alonso. Op. cit. 2000a.
- ¹³ Myers, S.C. *The Capital Structure Puzzle*. En *Journal of Finance*, Vol. 39, N° 3, 1984.
- ¹⁴ Cuervo García, A. *La financiación interna de la empresa: la autofinanciación*. En Cuervo, A., Ortigueira, M., y Suárez, A. *Lecturas de introducción a la economía de la empresa*. Madrid, Editorial Pirámide, 1979, p. 482.
- ¹⁵ Giner, E. y Salas, V. *Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: la hipótesis de sobreinversión*. En *Revista Española de Economía*, Vol. 14, N° 2, 1997, p. 216.
- ¹⁶ Op. cit. p. 217.
- ¹ Jensen, M.C. (1986) *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. En *American Economic Review*, N° 76, 1986, pp. 323-329.
- ¹⁸ Menéndez Requejo, S. y González Rodríguez, F. *Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: Un contraste en el Mercado Español de Capitales*. En *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 5, N° 1, 1996, p. 17.
- ¹⁹ En esta misma línea se pronuncia, entre otros, Mato (1989: 187) al señalar que «basta la introducción de imperfecciones como la incertidumbre y el tratamiento fiscal asimétrico de las distintas fuentes de financiación para que el coste de capital se vea afectado por la estructura financiera de la empresa, estableciéndose así un vínculo entre inversión y financiación».

²⁰ Modigliani y Miller. Op. cit. 1958.

²¹ Modigliani, F. y Miller, M.H. (1963) *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital*. En *The American Economic Review*, vol. 53, 1963, pp. 433-443.

²² Givoly, D.; Hayn, C.; Ofer, A.R. y Sarig, O. *Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms Response to the Tax Reform Act of 1986*. En *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, N° 2, 1992, pp. 332.

²³ Es decir, K_0^t para la primera, y K_i para la segunda, de esta forma, el valor de una empresa endeudada, teniendo en cuenta el efecto del impuesto corporativo, vendrá dado por la siguiente expresión:

$$V_L = \frac{BAIT \cdot (1-t)}{K_0^t} + \frac{t \cdot K_i \cdot D}{K_i} = V_U + t \cdot D$$

donde:

V_L : Valor de una empresa endeudada teniendo en cuenta el Impuesto sobre Sociedades.

V_U : Valor de una empresa no endeudada teniendo en

cuenta el Impuesto sobre Sociedades.

BAIT : Beneficio antes de intereses e impuestos.

t : Tipo impositivo medio del Impuesto de Sociedades.

Valor de mercado de la deuda.

K_0^t : Tasa de descuento que los inversores utilizan para estimar el valor global de la empresa.

K_i : Tasa de descuento que utilizan los acreedores para estimar el valor de su corriente de beneficios.

²⁴ En este mismo sentido se expresan Graham y Lemmon (1998: 64), al considerar la complejidad que supone la medición de los incentivos fiscales por la incertidumbre de las ganancias futuras y por las variaciones de las leyes impositivas.

²⁵ Modigliani y Miller. Op. Cit. 1963.

²⁶ Miller, M.H. *Debt and taxes*. En *Journal of Finance*, N° 32, 1977, pp. 261-274.

²⁷ Op. Cit., p. 264.

²⁸ Miller (1977: 267) establece que en el contexto del modelo con impuestos de Modigliani y Miller (1963) y en equilibrio de mercado, la ganancia final que origina el apalancamiento, puede expresarse de la siguiente forma:

$$G_a = \left[1 - \frac{(1-t) \cdot (1-t_{ps})}{(1-t_{pd})} \right] \cdot D$$

donde:

G_a : Valor actual de la renta generada por el ahorro fiscal derivado del endeudamiento considerando, de forma conjunta, la imposición personal y empresarial

t : Tipo impositivo medio del Impuesto sobre Sociedades.

Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas correspondiente a los rendimientos de las acciones.

t_{pd} : Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas correspondiente a los intereses de la deuda.

D : Valor de mercado de la deuda.

De esta forma, si el valor de una empresa endeudada, teniendo en cuenta el efecto del impuesto corporativo venía dado por la expresión:

$$V_L = \frac{BAIT \cdot (1-t)}{K_0^t} + \frac{t \cdot K_i \cdot D}{K_i} = \frac{BAIT \cdot (1-t)}{K_0^t} + (t \cdot D)$$

considerando el efecto conjunto del impuesto corporativo y el impuesto personal, el valor de la empresa vendrá determinado por la siguiente expresión:

$$V_{L,tps,tpd} = \frac{BAIT \cdot (1-t)}{K_0^t} + \left[1 - \frac{(1-t) \cdot (1-t_{ps})}{(1-t_{pd})} \right] \cdot D$$

²⁹ Givoly. Op. Cit., p. 353.

³⁰ Fuest, C.; Bernd H. y Nielsen, S.B. Why is the corporate tax rate lower than the personal tax rate? The role of new firms. En *Journal of Public Economics*, N° 87, 2002, p. 161.

³¹ Graham, J.R. Do personal taxes affect corporate financing decisions? En *Journal of Public Economics*, N° 73, 1999, p. 148.

³² Op. cit., p. 181.

³³ Green, R.C. y Hollifield, B. The personal-tax advantages of equity. En *Journal of Financial Economics*, N° 67, 2003, p. 206.

³⁴ DeAngelo, H. y Masulis, R. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. En *Journal of Financial Economics*, N° 8, 1980, pp. 3-29.

³⁵ Mackie-Mason, J.K. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? En *The Journal of Finance*, Vol. 45, N° 5, 1990, pp. 1471-1493.

³⁶ Dhaliwal, D.; Trezevant, R. y Wang, S. Taxes, Investment-Related Tax Shields and Capital Structure. En *Journal of American Taxation Association*, 1992, pp. 1-21.

³⁷ Givoly. Op. cit. 1992

³⁸ Bathala, Ch.T. y Carlson, S.J. The 1986 Tax Reform Act and Strategic Leverage Decisions. En *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, N° 2, 1995, pp. 57-64.

³⁹ Graham, J.R. Debt and the Marginal Tax Rate. En *Journal of Financial Economics*, N° 41, 1996, pp. 41-73.

⁴⁰ De Miguel, A. y Pindado, J. Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data. En *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, N° 1, 2001, pp. 77-99.

⁴¹ Sporleder, T.L. y Moss, L.E. Knowledge Capital, Intangible Assets, and Leverage: Evidence from U.S. Agricultural Biotechnology Firms. En *International Food and Agribusiness Management Review*, Vol. 7, N° 3, 2004, pp. 1-18.

⁴² Han-Suck, S. Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies. En *Electronic Working Paper Series (CESIS)*, N° 25, 2005.

⁴³ Mackie-Mason. Op. cit., p. 1473.

⁴⁴ Bathala y Carlson. Op. cit., p. 62.

⁴⁵ De Miguel y Pindado. Op. cit., p. 12.

⁴⁶ Sporleder y Moss. Op. cit., p. 13.

⁴⁷ Han-Suck. Op. cit., p. 17.

⁴⁸ Blázquez Santana, F. Los incentivos fiscales como factor del crecimiento empresarial. Análisis empírico de la Reserva para Inversiones en Canarias. Tesis Doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, 2005.

⁴⁹ El estudio se realizó sobre un total de 337 empresas con establecimiento permanente en las Islas Canarias durante el período 1994-2002.

BIBLIOGRAFÍA

Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y Rodríguez Sanz, J. (2000a). *Endeudamiento, oportunidades de negocio y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español*. En *Investigaciones económicas*, Vol. XXIV, N° 3, 2000.

Andrés Alonso, P.; Azofra Palenzuela, V. y Rodríguez Sanz, J. (2000b). *Decisiones financieras y oportunidades de crecimiento en la empresa española. Un análisis con datos de panel*. En *X Congreso Nacional de ACEDE*, Oviedo.

- Azofra Palenzuela, V. y de Miguel Hidalgo, A. *Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (Hacia una integración de las finanzas y la microeconomía)*. En *IV Congreso de la AEDEM*, Reus, 1990.
- Bathala, Ch.T. y Carlson, S.J. *The 1986 Tax Reform Act and Strategic Leverage Decisions*. En *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, Nº 2, 1995.
- Blázquez Santana, F. *Los incentivos fiscales como factor del crecimiento empresarial. Análisis empírico de la Reserva para Inversiones en Canarias*. Tesis Doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, 2005.
- Bradley, M.; Jarrell, G.A. y Kim, E.H. *On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence*. En *Journal of Finance*, Nº 39, 1984.
- Cuervo García, A. *La financiación interna de la empresa: la autofinanciación*. En Cuervo, A., Ortigueira, M., y Suárez, A. *Lecturas de introducción a la economía de la empresa*. Madrid, Editorial Pirámide, 1979.
- De Miguel, A. y Pindado, J. *Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data*. En *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, Nº 1, 2001.
- DeAngelo, H. y Masulis, R. *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*. En *Journal of Financial Economics*, Nº 8, 1980.
- Dhaliwal, D.; Trezevant, R. y Wang, S. *Taxes, Investment-Related Tax Shields and Capital Structure*. En *Journal of American Taxation Association*, 1992.
- Fazzari, S.M. y Athey, M.J. *Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment*. En *Review of Economics and Statistics*, Nº 69, 1987.
- Fazzari, S.M.; Hubbard, R.G. y Petersen, B.C. (1988) *Financing constraints and corporate investment*. En *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1988.
- Fischer, E.; Heinkel, R. y Zechberm J. *Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test*. En *Journal of Finance*, Nº 44, 1989.
- Fuest, C.; Bernd H. y Nielsen, S.B. *Why is the corporate tax rate lower than the personal tax rate? The role of new firms*. En *Journal of Public Economics*, Nº 87, 2002.
- Giner, E. y Salas, V. *Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: la hipótesis de sobreinversión*. En *Revista Española de Economía*, Vol. 14, Nº 2, 1997.
- Givoly, D.; Hayn, C.; Ofer, A.R. y Sarig, O. *Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms Response to the Tax Reform Act of 1986*. En *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, Nº 2, 1992.
- Graham, J.R. *Debt and the Marginal Tax Rate*. En *Journal of Financial Economics*, Nº 41, 1996.
- Graham, J.R. *Do personal taxes affect corporate financing decisions?* En *Journal of Public Economics*, Nº 73, 1999.
- Graham, J.R. y Lemmon, M.L. (1998) *Measuring Corporate Tax Rates and Tax Incentives: A New Approach*. En *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, Nº 1, 1998.
- Green, R.C. y Hollifield, B. *The personal-tax advantages of equity*. En *Journal of Financial Economics*, Nº 67, 2003.
- Han-Suck, S. *Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies*. En *Electronic Working Paper Series (CESIS)*, Nº 25, 2005.
- Harris, M. y Raviv, A. *The Theory of Capital Structure*. En *Journal of Finance*, Vol. 46, Nº 1, 1991.
- Jensen, M.C. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. En *American Economic Review*, Nº 76, 1986.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. En *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976.
- Mackie-Mason, J.K. *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?* En *The Journal of Finance*, Vol. 45, Nº 5, 1990.
- Mato, G. *Inversión, coste de capital y estructura financiera: un estudio empírico*. En *Moneda y Crédito*, Nº 188, 1989.
- McConnell, J.J. y Servaes, H. *Equity Ownership and the Two Faces of Debt*. En *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995.
- Menéndez Requejo, S. y González Rodríguez, F. *Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: Un contraste en el Mercado Español de Capitales*. En *Revista Europea de Di-*

- rección y Economía de la Empresa, Vol. 5, N° 1, 1996.
- Miller, M.H. *Debt and taxes*. En *Journal of Finance*, N° 32, 1977, pp. 261-274.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. En *American Economic Review*, Vol. 48 (junio), 1958.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital*. En *The American Economic Review*, vol. 53, 1963.
- Myers, S.C. *The Capital Structure Puzzle*. En *Journal of Finance*, Vol. 39, N° 3, 1984.
- Sporleder, T.L. y Moss, L.E. *Knowledge Capital, Intangible Assets, and Leverage: Evidence from U.S. Agricultural Biotechnology Firms*. En *International Food and Agribusiness Management Review*, Vol. 7, N° 3, 2004.
- Titman, S. y Wessels, R. *The Determinants of Capital Structure Choice*. En *The Journal of Finance*, Vol. 43, N° 1, 1988.
- Trezevant, R. *Debt Financing and Tax Status: Test of the Substitution Effect and the Tax Exhaustion Hypothesis Using Firms' Responses to the Economic Recovery Tax Act of 1981*. En *The Journal of Finance*, Vol. 47, N° 4, 1992.

