Análisis Económico
Núm. 40, vol. XIX
Primer cuatrimestre de 2004

Elementos explicativos del endeudamiento de las empresas

*Fernando Velázquez Vadillo**

Resumen

Se presentan brevemente los siguientes elementos explicativos del endeudamiento de las empresas: el marco macroeconómico (inflación, sistema fiscal, rentabilidad de la bolsa); la búsqueda de una estructura de financiamiento óptima (versión tradicional y proposiciones de Modigliani y Miller (MM); los aportes permitidos por la teoría contemporánea de la firma (costos de agencia y costos de transacciones). Se concluye que la inflación, el sistema fiscal y las expectativas optimistas de la bolsa, estimulan el endeudamiento de las empresas, que la inexistencia de una estructura óptima de financiamiento propuesta por MM, es cuestionada por la práctica cotidiana de las empresas y que la evolución de la teoría contemporánea permite tomar en cuenta nuevos determinantes del endeudamiento de las empresas.

Palabras clave: endeudamiento de la empresa, estructura óptima de financiamiento, costos de agencia, costos de transacción.
Clasificación JEL: G32.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco, miembro del SNI.
[1] FMI (1995: 273).

Introducción

Las empresas realizan una actividad de inversión para mantener y acrecentar la capacidad productiva de sus activos. Por otra parte, su actividad corriente les permite generar un ingreso neto del cual un porcentaje queda a disposición de la empresa, son las utilidades retenidas, mientras que el resto remunera a los propietarios mediante el pago de dividendos.

Las utilidades retenidas, junto con otros ingresos que poseen un carácter esporádico, tales como aquellos que resultan de la venta de un activo obsoleto, cubren sólo parte de los gastos de inversión que las empresas realizan. Existe entonces una necesidad de financiamiento externo que permite completar los recursos necesarios para la actividad de inversión de la empresa.

Estos recursos pueden clasificarse como recursos de capital, que se obtienen mediante la emisión de acciones, o como recursos de deuda. Al interior de éstos últimos, se establece también una distinción entre los recursos obtenidos, mediante emisión de títulos a corto o largo plazo (es el financiamiento directo en el mercado de valores) y los recursos obtenidos ante un intermediario financiero, en la mayoría de los casos un banco (es el financiamiento indirecto).

En este artículo analizaremos algunos de los motivos que explican el que la empresa recurra al endeudamiento bancario antes que a otros medios de financiamiento. Las razones por las cuales las empresas privilegian el endeudamiento al financiamiento, mediante recursos de capital, están ligadas al principio de maximización del beneficio. En este sentido, el efecto de apalancamiento es la expresión más sintética de cómo el endeudamiento contribuye a elevar la rentabilidad de los recursos invertidos en la empresa.

Sin embargo, pueden exponerse otros determinantes de la decisión de endeudamiento ligados a la búsqueda de beneficios.

En esta perspectiva, pueden señalarse los siguientes elementos determinantes del endeudamiento de las empresas: las condiciones del medio ambiente macroeconómico en el que las empresas se desenvuelven, la búsqueda de una estructura de financiamiento óptima, que en la teoría financiera tradicional permite maximizar el beneficio de la empresa, mientras que en la interpretación de Modigliani y Miller es inexistente; y los costos de agencia y de transacción cuya consideración es permitida por la teoría contemporánea de la firma.

1. Los factores de endeudamiento de las empresas ligados al medio ambiente económico

El análisis del efecto de apalancamiento muestra que el endeudamiento de las empresas puede comprenderse como el resultado de un cálculo de maximización de beneficios. Desde este punto de vista, varios factores ligados al medio ambiente económico y que favorecen la rentabilidad de las empresas pueden ser señalados. Nosotros estudiaremos en esta sección tres de esos factores: 1) la inflación, que provoca la reducción en términos reales del monto de la deuda y de los costos financieros. La importancia de este factor en el endeudamiento de las empresas en México es puesta en evidencia por el nivel de la tasa de inflación que alcanzó en promedio durante los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 92% y 17%.[1] 2) La imposición de los intereses que permite a la empresa disminuir el costo de su endeudamiento. 3) Rentabilidad de los capitales invertidos, la cual puede ser evaluada a través de la *q* de Tobin y que alienta la inversión de las empresas y en consecuencia, su endeudamiento. Este último factor de endeudamiento será analizado únicamente a nivel teórico, ya que el análisis de la evolución de la *q* de Tobin requiere información financiera de la cual no disponemos.

Presentaremos, primero, las razones por las cuales la tasa de inflación alienta el endeudamiento de las empresas, enseguida examinaremos las ventajas fiscales del endeudamiento y, finalmente, presentaremos la *q* de Tobin en tanto factor explicativo del endeudamiento de las empresas.

1.1 Inflación y endeudamiento de las empresas

En un primer punto veremos que la inflación alienta el endeudamiento de las empresas al reducir el monto y los intereses de la deuda. En un segundo punto, examinaremos la influencia de la inflación en el endeudamiento de las empresas.

1.1.1 Inflación y costo del endeudamiento[2]

La inflación alienta el endeudamiento de las empresas de dos maneras:

1) Al provocar la reducción del monto de la deuda por medio de la depreciación de la moneda. En efecto, el reembolso de los préstamos obtenidos se efectúa siempre sobre la base de su valor nominal sin indexación de carácter monetario. El monto

[2] Paquet (1986).
[3] Barnes (1990).

de la deuda se ve, en consecuencia, reducido a un monto igual a la depreciación, en términos de poder de compra de la moneda. El monto de la depreciación de la deuda constituye así, una ganancia para la empresa que es obtenida en el momento en que se efectúa el reembolso. Esa ganancia es igual a la diferencia entre el endeudamiento neto al final del ejercicio a precios actualizados, y el endeudamiento neto al final del ejercicio expresado a precios corrientes. En otras palabras, la ganancia de la empresa, debida a la depreciación de la moneda es igual al producto de la tasa de inflación por el endeudamiento neto promedio (promedio del endeudamiento neto al principio y al final del ejercicio).

2) Al reducir los costos financieros a través de la baja de las tasas de interés reales. El monto de los intereses de la deuda depende del nivel de la tasa de interés. Si esta última es inferior a la tasa de inflación, entonces la tasa de interés real, es decir, la tasa de interés nominal menos la tasa de inflación, es negativa. El prestatario obtiene en este caso una ganancia monetaria, puesto que el pago de intereses es inferior a la depreciación de la moneda. La carga financiera real está entonces estrechamente ligada a la importancia de la diferencia entre la tasa de inflación y la tasa de interés nominal, y depende también de la estructura del endeudamiento, ya que un endeudamiento a largo plazo puede reducirla de manera importante.

Desde el punto de vista del costo real del financiamiento, la inflación alienta entonces el endeudamiento de las empresas, ya que éstas enfrentan un monto de intereses y de préstamos a reembolsar que disminuye en valor real a medida que los precios aumentan.

1.1.2 Influencia de la inflación en el endeudamiento de las empresas

La influencia de la inflación en el nivel de endeudamiento de las empresas puede apreciarse a través de su incidencia sobre el costo del crédito bancario. Este último debe ser evaluado a partir de la tasa de interés real. En efecto, las tasas de interés nominales incorporan el alza de los precios y se encuentran ligadas directamente a la evolución de la tasa de inflación. Puesto que la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real, más un elemento representativo de la inflación anticipada, la tasa de interés real constituye entonces el indicador adecuado del costo del endeudamiento de las empresas en periodo de inflación. Así mide el costo real del endeudamiento de las empresas.

[4] NAFIN (1988).

Para analizar la evolución del costo real del crédito bancario en México, nos referiremos primero, en tanto que indicador de la tasa de interés nominal, al Costo Porcentual Promedio (CPP), que constituye una tasa de interés representativa del mercado de crédito bancario en México.[3] En efecto, las tasas de interés de los préstamos bancarios están indexadas sobre el CPP, que es un indicador del costo promedio del dinero. El CPP constituye la base a partir de la cual se establece la tasa efectiva de los préstamos bancarios, siendo esta función de las características específicas de cada prestatario.

La utilización del CPP como indicador del costo nominal del crédito presenta dos ventajas: 1) determina la forma general de la evolución de la curva del costo del crédito, 2) en lo que concierne al costo del crédito a la industria, puede situarse, como consecuencia de la política de desarrollo industrial, a un nivel muy cercano del CPP.[4]

En lo que concierne a la tasa de inflación, se distinguen en el periodo 1980-1994, dos subperiodos: 1980-1988 y 1989-1994, en los cuales el crecimiento promedio anual de los precios fue respectivamente de 74.1% y de 16.7%.[5]

Con esos dos indicadores obtenemos la tasa de interés real utilizando la fórmula siguiente:[6]

$$\text{Tasa real promedio} = \frac{1 + \text{tasa nominal promedio}}{1 + \text{tasa de inflación promedio}} - 1$$

El Cuadro 1 y la Gráfica 1 muestran la evolución de la tasa de interés real en México durante el periodo 1980-1994. En el Cuadro 1 observamos que mientras en el subperiodo 1980-1988 la tasa de interés real, excepto en el año 1981, es negativa, en el subperiodo 1989-1994 salvo en el año 1991, la tasa de interés real presenta valores positivos.

Ahora bien, la constatación de que en el periodo 1980-1988, la tasa de interés real fue negativa conduce a preguntarse de qué manera los bancos lograron mantener un margen de beneficio en su actividad de crédito durante ese periodo. Dos elementos explicativos pueden ser señalados: 1) en términos nominales, las tasas aplicadas a los préstamos fueron muy superiores a las tasas de remuneración de los depósitos. Esto favoreció por cierto, el desarrollo de un mercado informal de crédito.[7] 2) El nivel elevado de la tasa de reservas obligatorias, a la que estaban

[5] FMI (1995: 273).
[6] Reyes Heroles (1988: 677).
[7] Barnes (1990).

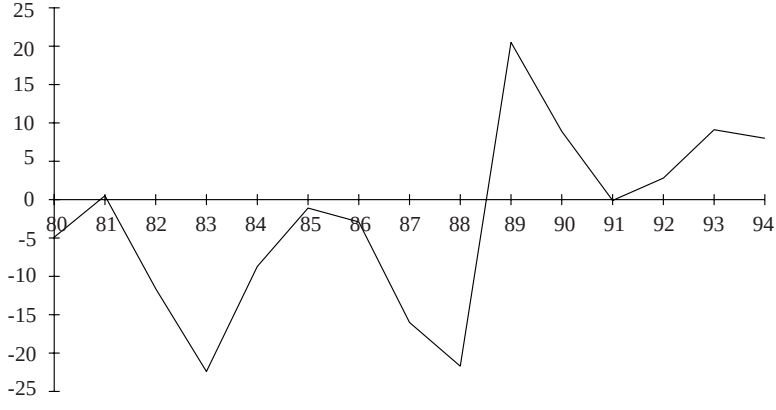
sometidos los bancos les procuraba una utilización poco arriesgada de sus recursos. Éstos eran remunerados a una tasa que tomaba en cuenta un margen de beneficio "normal".

Cuadro 1
Tasa de interés real promedio en México, 1980-1994

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	
CPP	20.7	28.6	40.4	56.7	51.1	56.1	80.9	
μ	27.0	28.0	58.9	101.9	66.7	57.7	86.2	
R	-4.9	0.5	11.6	-22.4	-8.7	-1.1	-2.9	
	1987	*1988*	*1989*	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*	*1994*
CPP	94.6	67.6	44.6	37.1	22.5	18.7	18.6	15.5
μ	131.8	114.2	20.0	26.6	22.7	15.5	8.7	6.9
R	-16.0	-21.7	20.5	8.9	-0.1	2.8	9.1	8.0

Fuente: cuadro elaborado a partir de *Anuario Estadístico de los EUM*, 1995: 378.
CPP = Costo Porcentual Promedio de los recursos bancarios provenientes del público. Tasa promedio anual. μ = Tasa de inflación promedio anual. R = Tasa de interés real promedio anual.

Gráfica 1
Evolución de la tasa de interés real en México, 1980-1994



Fuente: Gráfica establecida a partir del Cuadro 1.

2. Sistema fiscal y endeudamiento de las empresas

El sistema fiscal constituye un factor de orden práctico que influye de manera importante en la decisión de endeudamiento de las empresas. En efecto, las disposiciones fiscales ligadas a la posibilidad de deducir los pagos de intereses del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, pueden alentar la demanda de crédito de las empresas.

En este apartado estudiaremos, en primer lugar, de qué manera un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos, puede fomentar el financiamiento por medio de préstamos en perjuicio del financiamiento por la emisión de acciones, en segundo lugar, presentaremos las medidas recientes que han sido tomadas en México para acrecentar la neutralidad del sistema fiscal en esos dos modos de financiamiento.

2.1 El diferente tratamiento fiscal del endeudamiento y de los capitales propios

El sistema fiscal puede favorecer el financiamiento por préstamo si un régimen fiscal diferente es aplicado al endeudamiento y a los capitales propios. Esto ocurre cuando los intereses pagados pueden deducirse del monto del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, mientras que los dividendos no pueden ser reducidos. Efectivamente, en este caso la remuneración de los acreedores es un costo de explotación deducible del beneficio antes de los impuestos, mientras que la remuneración de los accionistas se efectúa a partir del ingreso de la empresa una vez pagado el impuesto sobre la renta.[8]

La importancia de este tratamiento fiscal diferente puede ponerse en evidencia por medio del ejemplo siguiente: si el impuesto sobre la renta es igual a 50%, la posibilidad de deducir el pago de los intereses del monto del beneficio representa para la empresa un ahorro igual a la mitad de los intereses pagados, o lo que es lo mismo, la tasa de interés se divide por dos.

La desigualdad de este tratamiento fiscal de los dos modos de financiamiento, endeudamiento y fondos propios, puede ser reforzada en el caso de que exista una doble imposición de los beneficios distribuidos. Es decir, en caso de que se efectúe primero una imposición de los beneficios de la empresa a título del impuesto a las sociedades, y después, una vez efectuada la distribución de dividendos, una imposición de los beneficios de los accionistas, a título del impuesto sobre el ingreso de las personas físicas.

[8] Renversez (1991: 92).

2.2 El sistema fiscal y el endeudamiento de las empresas en México

La aplicación de un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos puede ser constatada en México, ya que sólo los primeros pueden deducirse de la base gravable. Las diferentes reformas fiscales han contribuido sin embargo, a reducir esta diferencia de tratamiento fiscal.

La reforma fiscal realizada en 1978 corrigió sólo parcialmente los efectos de la inflación sobre las cuentas de las empresas, ya que no modificó la distorsión existente entre el tratamiento fiscal de los intereses de la deuda y de los dividendos.

La progresión de la inflación y los retardos constatados en el pago del impuesto sobre la renta, explican la realización de una nueva reforma fiscal en 1987 a fin de evitar la disminución de los ingresos fiscales, como consecuencia de la erosión inflacionaria. En ese marco, fue decidida la indexación total del monto de la base gravable sobre la tasa de inflación y la aplicación uniforme del impuesto a las sociedades mercantiles a una tasa de 35%. La deducción de los intereses se vió así limitada a su componente real, lo cual redujo la distorsión entre el tratamiento fiscal de los intereses y de los dividendos. A esto último contribuyó también la decisión de no gravar los dividendos a título del impuesto sobre la renta de las personas físicas, a manera de evitar su doble imposición.[9]

3. Fluctuación del mercado de valores y endeudamiento de las empresas, la *q* de Tobin

La cuestión a la cual nos referiremos en este párrafo es la siguiente: ¿en qué medida la progresión del valor de las acciones influye en la inversión de las empresas, y en consecuencia, en su eventual demanda de crédito para financiar esa inversión? Un elemento de respuesta a esta pregunta puede encontrarse en la contribución de J. Tobin al estudio de la determinación de la inversión de las empresas, la cual se funda en la comparación de los valores de los bienes de capital establecidos en la bolsa y en el mercado. El interés de esta contribución se ha visto limitado, sin embargo, por ciertas dificultades ligadas a su utilización a nivel macroeconómico.

Tobin afirma que la tasa de inversión, es decir, la velocidad a la cual los inversionistas desean acrecentar las existencias de capital, está ligada al radio “q”, el cual establece la relación entre el valor del capital y el costo de su remplazo.[10] El primero, está indicado por el valor de la empresa en la bolsa, representado por el

[9] OCDE (1992: 228).
[10] Tobin (1969: 21).

costo de sus acciones, el segundo, por su costo de remplazo en el mercado de bienes de capital.[11]

Esta relación es un indicador de la tasa de beneficio puro (tasa de rendimiento esperado del capital físico, menos el costo de las contribuciones en capital), medida sobre la base de las anticipaciones de los mercados financieros.[12]

En efecto, el costo de las acciones está constantemente influenciado por las anticipaciones sobre los beneficios futuros de las empresas. De esta manera, la interpretación de Tobin incorpora las anticipaciones de los mercados financieros a la decisión de invertir de las empresas. La *q* de Tobin puede expresarse de la manera siguiente:

q = Valor en la bolsa del capital existente / Costo de remplazo del capital

Cuando este radio es superior a 1, la inversión de las empresas se ve alentada. El importante valor en bolsa traduce la anticipación de futuras ganancias significativas que valorizan el capital existente a un precio superior a su costo de remplazo. La inversión en activos físicos es, en este caso, más rentable que la inversión en activos financieros.

En cambio, cuando la *q* es inferior a 1, el valor en bolsa del capital existente es inferior a su costo de remplazo. La compra de sus acciones en la bolsa es menos costoso que la compra de sus activos en el mercado de bienes de capital. En este caso, la inversión en activos financieros es más rentable que la inversión en activos físicos.

En equilibrio, el valor en bolsa de los activos existentes debe ser igual al costo corriente de los bienes de capital nuevos. La *q* es, entonces, igual a la unidad. Sin embargo, tres diferentes dificultades aparecen en la aplicación de la *q* al estudio de la decisión de inversión a nivel macroeconómico: 1) la *q* es una estimación en promedio. Se trata en efecto, de la relación entre el valor en bolsa del rendimiento de los activos existentes y el valor de remplazo del capital existente. Ahora bien, el concepto utilizado en la teoría de la inversión, es el radio *q* marginal, es decir, el rendimiento esperado de un aumento del capital existente. Ciertos proyectos pueden entonces, presentar un *q* marginal superior al costo promedio de la economía. 2) La toma en cuenta del sistema fiscal reduce, a través de las subvenciones y las amortizaciones, el costo de remplazo del capital y conduce a un valor de equilibrio de *q* inferior a la unidad. 3) La exclusión de los activos incorporales, como las

[11] Ministêre de l´Économie (1989: 46).
[12] Chan-Lee (1986).

patentes y licencias ligadas al capital existente, aumenta el valor del radio *q* a un valor de equilibrio superior a la unidad.

El medio ambiente económico puede presentar características favorables al endeudamiento de las empresas. Este es el caso de la inflación y del sistema fiscal, que constituyen dos motivos, ligados al objetivo de maximización de beneficios, por los cuales las empresas se endeudan. En efecto, en una coyuntura de alta inflación, las empresas pueden beneficiarse al mismo tiempo de un tratamiento fiscal favorable de los intereses de la deuda.

El análisis de la influencia de la inflación, en tanto que factor de endeudamiento de las empresas en México, mostró que las elevadas tasas de inflación provocaron la aparición de tasas de interés reales negativas en el periodo 1982-1988, que alentaron el endeudamiento bancario de las empresas. Al contrario, entre 1989-1994, como consecuencia de la rápida disminución de la inflación, las tasas de interés reales fueron positivas. Los intereses pagados por las empresas representaron, en consecuencia, una carga real sobre sus resultados de explotación.

También constatamos la existencia, en México, de un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos distribuidos a los accionistas. En efecto, sólo los intereses de la deuda pueden ser deducidos de la base gravable. Sin embargo, las diferentes reformas fiscales han reducido esta diferencia de tratamiento fiscal al limitar la deducción del pago de los intereses a su valor real (sólo la parte de los intereses pagados que es superior a la tasa de inflación es deducible).

La perspectiva de una progresión de la rentabilidad de las inversiones constituye también un factor de endeudamiento de las empresas. Cuando la relación establecida por la "q" de Tobin es positiva, las empresas encuentran ventajoso el invertir y en consecuencia, recurrir al endeudamiento para financiar esa inversión.

La búsqueda de rentabilidad es entonces un principio explicativo del endeudamiento de las empresas. En esta sección examinamos tres elementos que, al influir sobre las perspectivas de rentabilidad de las empresas, alientan su endeudamiento: la inflación, el sistema fiscal y la rentabilidad de las inversiones. Estos factores están ligados al medio ambiente económico y pueden ser considerados como de orden macroeconómico. Ahora procederemos a estudiar, en tanto que factor explicativo del endeudamiento de las empresas a nivel microeconómico, la búsqueda de una estructura de financiamiento óptima que minimize el costo del capital. La determinación de una estructura óptima ocupa un lugar central en las contribuciones recientes de las teorías de la agencia y de la información.

4. Estructura financiera, valor de la empresa y endeudamiento de las empresas mexicanas

Una cuestión central en el estudio de la estructura financiera es la concerniente a su influencia eventual sobre la rentabilidad y el valor de la empresa. Las respuestas aportadas son sin embargo muy diferentes.

Expondremos a continuación, primero, el establecimiento de una estructura óptima de capital en el marco de la interpretación tradicional de la estructura financiera, después examinaremos el análisis teórico de Modigliani y Miller sobre la relación entre la estructura financiera y el valor de la empresa.

4.1 Confrontación rentabilidad-riesgo y endeudamiento óptimo de las empresas en la interpretación tradicional de la estructura financiera

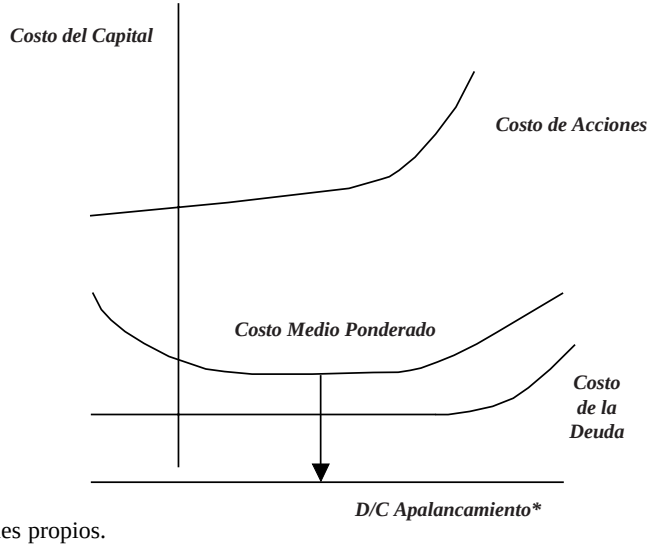
La interpretación tradicional de la estructura financiera de las empresas se concretiza a exponer los resultados de la experiencia práctica de la administración financiera. Dos nociones se encuentran en la base de esta interpretación: el efecto de apalancamiento y el riesgo de sobreendeudamiento.

En efecto, los diferentes análisis presentados concluyen en una relación directa entre el riesgo de las empresas y su endeudamiento. Así es, puesto que el costo del endeudamiento y su volumen están ligados directamente, una utilización intensiva del endeudamiento provoca un aumento considerable de las obligaciones financieras de las empresas. Más allá de cierto límite, la tasa de interés real pagada por el capital de préstamo es superior a la rentabilidad económica y provoca que el efecto de apalancamiento ejerza una influencia negativa sobre la rentabilidad de las empresas.

La interpretación tradicional del comportamiento de financiamiento de las empresas confronta los beneficios del endeudamiento, ilustrados por un efecto de apalancamiento positivo y la progresión del riesgo de quiebra. Esta interpretación permite determinar un punto en el cual el costo del capital tiene un nivel mínimo. Sin embargo, hay que recordar que esta interpretación no es el resultado de un análisis teórico del comportamiento de las empresas: sintetiza únicamente la observación de sus prácticas de financiamiento.

Esta interpretación toma en cuenta la existencia de dos relaciones directas: una entre la tasa de interés y el nivel del endeudamiento, y otra entre el aumento del costo del capital obtenido por emisión de acciones y el nivel del endeudamiento. Esas relaciones permiten determinar un nivel de endeudamiento óptimo, como puede observarse en la Gráfica 2.

Gráfica 2
La interpretación tradicional de la estructura financiera



*Deuda/Capitales propios.
Fuente: Ginglinger (1991: 42).

La Gráfica anterior permite constatar que:

> [...] el problema de la participación del endeudamiento y en consecuencia, de los capitales propios, en la estructura de financiamiento de las empresas, se reduce a la búsqueda de un equilibrio entre la esperanza de rentabilidad y el riesgo (ambos función directa del endeudamiento).[13]

Una estructura de financiamiento óptima es entonces aquélla que minimiza el costo del capital de la empresa y que, al mismo tiempo, representa para los acreedores y los propietarios el menor riego posible.

El efecto de apalancamiento del endeudamiento permite a las empresas aumentar su rentabilidad financiera, sin embargo, la progresión de los costos financieros puede provocar que este efecto sea negativo y afecte los resultados de las empresas. Estas se encuentran así en una situación de sobreendeudamiento, que puede conducir a la realización del riesgo de quiebra. La confrontación entre el

[13] Levratto (1991: 705).

riesgo y la rentabilidad, ambos ligados directamente al endeudamiento, permite en la interpretación tradicional de la estructura financiera de las empresas, determinar una estructura de financiamiento óptima. Esta interpretación se limita, sin embargo, a sintetizar las observaciones sobre la practica financiera de las empresas.

4.2 La tesis de Modigliani y Miller

Estos autores fueron los primeros en desarrollar un análisis teórico de la estructura financiera de las empresas cuyo objetivo central es estudiar sus efectos sobre el valor de la empresa.[14] Este análisis consta de dos etapas: en una primera etapa, Modigliani y Miller establecen la independencia del valor de la firma respecto a su estructura de financiamiento, en una segunda etapa, la toma en consideración del impuesto sobre el ingreso de las sociedades los conducen a concluir que hay una relación directa entre el valor de la empresa y su nivel de endeudamiento. Sin embargo, una tercera contribución, debida a Miller, retoma los primeros resultados obtenidos y reafirma la neutralidad de la estructura financiera aún en presencia de un impuesto sobre el ingreso de las sociedades.

4.2.1 Estructura financiera y costo del capital en un mundo sin impuestos

El teorema de Modigliani-Miller (MM) establece, en un mundo sin impuestos, dos proposiciones:[15]

1) El valor de mercado de una empresa es independiente de su estructura de financiamiento, y es igual a la actualización de sus ingresos esperados a la tasa de rentabilidad económica propia de las empresas de igual riesgo.
2) El costo de los fondos propios de una firma endeudada aumenta proporcionalmente a su apalancamiento, de suerte que el costo medio del capital es constante.

Así, una empresa no puede aumentar el valor de mercado del flujo de ingresos que genera, o reducir su costo de financiamiento, recurriendo al endeudamiento aún si este constituye la fuente de financiamiento externo menos cara.

Estas conclusiones son obtenidas a partir de hipótesis importantes, principalmente la perfección del mercado de capitales, la posibilidad de clasificar las empresas en clases homogéneas, según su riesgo de explotación y la inexistencia de un impuesto sobre los ingresos de las empresas.

[14] Modigliani y Miller (1958: 261-297).
[15] Modigliani y Miller (268-271).

Los resultados de Modigliani y Miller se fundan en un procedimiento de arbitraje: en un mercado financiero perfecto, las diferencias en el rendimiento de los capitales propios de la empresa, resultantes de las diferencias en las estructuras de financiamiento, pueden ser compensadas en cualquier momento por el endeudamiento de aquella persona que desea invertir capitales.[16] El valor de una empresa endeudada no puede ser superior al de una empresa no endeudada, ya que esto crearía oportunidades de arbitraje incompatibles con la hipótesis de un mercado perfecto.

Para comprender mejor la posición de MM, podemos tomar un ejemplo: hay dos sociedades idénticas en el plan industrial y que tienen un ingreso idéntico.[17] La única diferencia es que la empresa "A" no está endeudada, mientras que la empresa "B", recurre al crédito. Si el valor en bolsa de A es inferior al de B, se presenta una oportunidad de beneficio a los inversionistas: comprar acciones de A, endeudarse, para constituir la misma estructura financiera que B y vender el "paquete financiero" así constituido a un precio que sería el de la empresa B, obteniendo un beneficio. En caso de que el valor de A fuera superior al de B, habría que hacer lo contrario: vender títulos de A y reconstituir por un precio menor una empresa equivalente comprando títulos de B.

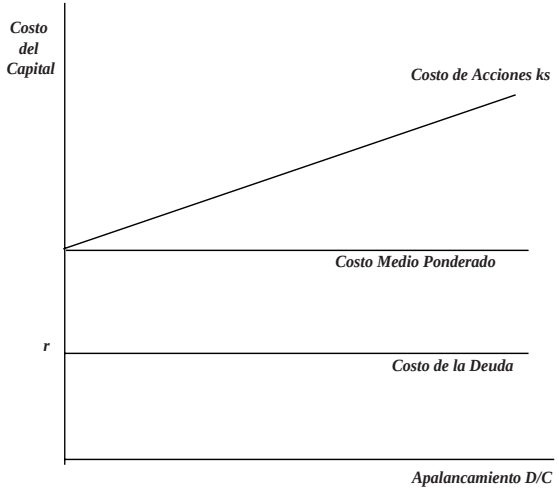
Como consecuencia de esos movimientos el curso de las acciones de las dos empresas tenderá a igualarse. Así, la fuerza del argumento proviene del hecho de que, aún si la estructura financiera no complace a un inversionista, éste tiene siempre la posibilidad de reconstituir aquélla que le parece deseable.[18]

El modelo de MM subraya el hecho de que en equilibrio todos los activos deben tener el mismo rendimiento. En esas condiciones la estructura financiera no influye sobre la rentabilidad de la empresa. El teorema implica que en la ausencia de un impuesto sobre la renta de las empresas, no es posible acrecentar el valor de una empresa a través de la modificación de su tasa de endeudamiento. Sólo el riesgo de la actividad es determinante. Las firmas poseen un valor, igual a la actualización al infinito de su resultado de explotación a la tasa de rentabilidad económica requerida para las empresas de igual riesgo de explotación.[19]

Modigliani y Miller admiten que el costo del financiamiento a través de la emisión de acciones es superior al del costo del financiamiento mediante deuda. Las dos proposiciones de MM pueden expresarse de la manera mostrada en la Gráfica 2.

[16] Bofinger (1992: 53).
[17] Levy–Garboua (1985).
[18] Levy–Garboua (1985).
[19] Ginglinger (1991: 43).

Gráfica 2
Costo del capital en un mundo sin impuestos



Fuente: Ginglinger (1991: 44).

El análisis de MM se funda en la evidencia de que el beneficio de explotación de una empresa es función de los activos comprometidos en la actividad y en ningún caso de la manera como esos activos son financiados. El valor de los activos es una función del resultado de explotación y en consecuencia, independiente del nivel de endeudamiento. Esto se resume en el hecho de que, en teoría, el valor de mercado de un activo es función de su rendimiento y no de la manera como ese rendimiento es distribuido.[20]

La conclusión a la que conduce este análisis es que las decisiones sobre la estructura de financiamiento que toma la empresa son indiferentes y que la evaluación de la empresa puede limitarse a la de sus decisiones en el sector real. Contrariamente al análisis tradicional, basado en el efecto de apalancamiento, el análisis de MM concluye entonces que el endeudamiento no permite aumentar el valor de la empresa.

4.2.2 Introducción del impuesto sobre el ingreso de las empresas y endeudamiento

En una segunda etapa, Modigliani y Miller toman en consideración la existencia de un impuesto sobre el ingreso de las empresas, así como la posibilidad de deducir

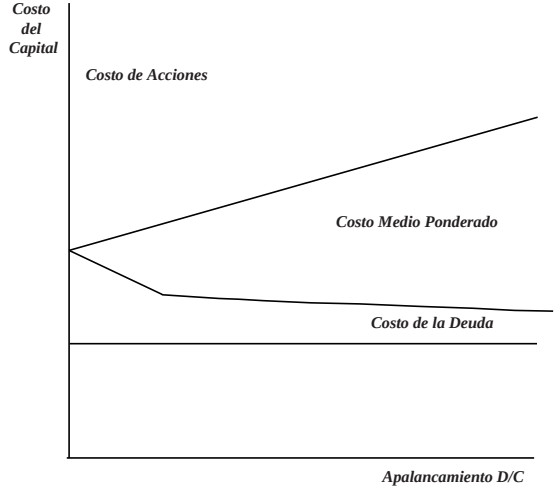
[20] Pierrat (1996: 52).

los gastos financieros del endeudamiento de la base impositiva.[21] La toma en cuenta de la asimetría del tratamiento fiscal de la deuda y de los capitales propios no permite mantener la validez del teorema de MM.

En efecto, en un sistema fiscal que permite deducir los intereses de la deuda y que somete al impuesto a los beneficios distribuidos, se puede también, en el marco del teorema de MM, establecer una estructura óptima del capital. El rendimiento del conjunto de los capitales invertidos –comprendido ahora como el resultado neto después de impuestos– se acrecienta con el aumento del endeudamiento.

La estructura financiera no es, en éste caso, indiferente. Como lo señala Renversez, la empresa endeudada tiene un valor que supera al de la empresa no endeudada en un monto igual al de la capitalización del ahorro fiscal anual. La empresa encuentra ventajoso el endeudarse mientras la tasa de beneficio sea superior a la tasa de gastos financieros (interéses más gastos) resultante del endeudamiento, acrecentando así la rentabilidad de sus capitales propios.[22] El costo del capital de una empresa evoluciona en este caso, según la Gráfica 3.

Gráfica 3
Costo del capital e impuesto sobre el ingreso de las empresas



Fuente: Ginglinger (1991: 46).

[21] Modigliani y Miller (1963: 433-443).
[22] Renversez (1991: 92).

Esta segunda proposición de MM, conduce a la conclusión de que la totalidad del financiamiento externo de las empresas debería efectuarse mediante el endeudamiento. Sin embargo, si hay costos de quiebra, estos pueden disminuir la utilización del endeudamiento. Un radio óptimo Deuda/Capitales propios, puede entonces ser obtenido mediante la confrontación entre los beneficios de las ventajas fiscales obtenidas por el endeudamiento y los costos de una mayor probabilidad de quiebra.

4.2.3 El regreso de Miller a la neutralidad de la estructura financiera

Miller retoma las primeras conclusiones de MM: el valor de la empresa es independiente de su estructura financiera. Él muestra que bajo ciertas condiciones, la ventaja fiscal del endeudamiento al nivel de la firma, es compensada por la desventaja fiscal al nivel del ingreso personal de los inversionistas.[23]

Miller minimiza la importancia de los costos de quiebra en la determinación de una estructura óptima de financiamiento, pues considera que su monto es muy inferior al de la ventaja fiscal que se supone equilibran. Miller observó que en el periodo 1930-1950, el radio Deuda/Capitales propios de las empresas americanas se mantuvo estable, mientras que el impuesto sobre el ingreso de las empresas se multiplicó por cinco en el mismo periodo. Ya que los costos ligados a la probabilidad de quiebra son insuficientes para justificar el retardo del ajuste de los radios de endeudamiento a la progresión de la ventaja fiscal, Miller concluye que ésta debe ser significativamente inferior a lo que podría pensarse. Esto sucede en efecto, cuando el impuesto al ingreso de las personas físicas es tomado en cuenta junto al impuesto al ingreso de las empresas. La firma endeudada distribuye intereses al inversionista (detentor de obligaciones). Estos ingresos se encuentran sometidos a una tasa impositiva superior a la tasa de los ingresos provenientes de la detención de acciones.

Ahora bien, si la tasa impositiva de los ingresos por acciones es inferior a la tasa impositiva de los ingresos por la detención de obligaciones, la ganancia debida al endeudamiento disminuye y puede desaparecer e incluso ser negativa. En efecto, la tasa de remuneración propuesta a los detentores de obligaciones debe ser suficientemente elevada para compensar la diferencia de imposición.

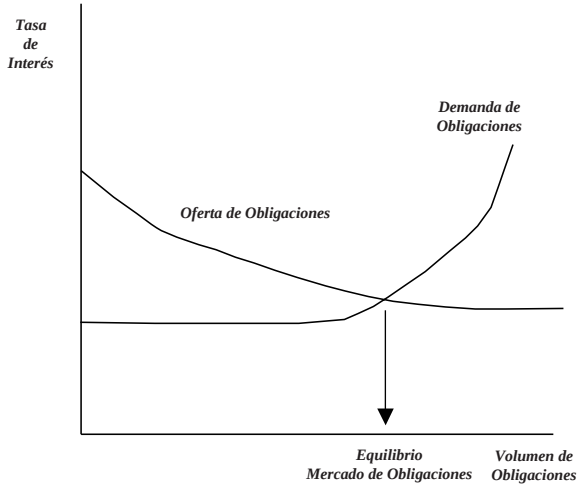
Miller establece un equilibrio global en el mercado de obligaciones (véase Gráfica 4). La oferta de obligaciones es una función decreciente de la tasa de

[23] Miller (1977: 261-277).

interés aceptable para las empresas dada la ventaja fiscal de los intereses. La demanda de obligaciones es una función creciente de la tasa de interés solicitada por los inversionistas, para compensar una tasa impositiva personal de los ingresos por obligaciones, superior a la de los ingresos provenientes de acciones. Miller concluye que puede haber un radio Deuda/Fondos propios de equilibrio al nivel global pero no para una empresa en particular.

Según Miller, un financiamiento óptimo podría existir si es puesto en evidencia un efecto de clientela según el cual, las empresas que realizan una política de bajo endeudamiento encontrarían inversionistas entre los individuos con una tasa marginal de imposición elevada; y al contrario, las empresas que optan por una política de endeudamiento importante encontrarían una clientela entre las personas con una baja tasa marginal de imposición. Sin embargo, los dos tipos de clientela son igualmente interesantes para las empresas, y en consecuencia el valor de la firma es independiente de la estructura financiera, aún en presencia de una deducción fiscal de los intereses de la deuda.[24]

Gráfica 4
El equilibrio del mercado de obligaciones



Fuente: Renversez (1991: 50).

[24] Miller, (1977: 269).

El análisis teórico de MM concluyó en la inexistencia de un nivel de endeudamiento óptimo, es decir, a la imposibilidad de las empresas de reducir su costo de capital mediante cambios en su estructura financiera. Sin embargo, este resultado fue obtenido a partir de hipótesis simplificadoras, que impiden la toma en cuenta de los mecanismos y de los comportamientos financieros observados en la realidad.

El análisis teórico de MM contribuyó al desarrollo de la teoría financiera al mostrar las condiciones en las que la estructura financiera de las empresas se muestra indiferente. Su contribución constituye el punto de partida de la teoría financiera moderna, la cual ha intentado hacer coherentes las conclusiones de la práctica financiera y las del análisis teórico. La evolución de la concepción de la firma ha permitido la aplicación de nuevos conceptos a la teoría financiera, permitiendo a ésta aportar nuevas respuestas a la cuestión de la existencia de un nivel óptimo de endeudamiento.

5. El endeudamiento de las empresas mexicanas en el marco de la teoría contemporánea de la firma

Dos principios explicativos tradicionales del endeudamiento de las empresas son la búsqueda de la maximización de la rentabilidad y la debilidad de la tasa de autofinanciamiento. El primer principio se apoya en la convicción de que la estructura financiera de las empresas influye en su rentabilidad. Existe entonces, una estructura óptima de financiamiento que maximiza los beneficios de la empresa al reducir el costo del capital. El segundo principio explica el endeudamiento de las empresas como una necesidad funcional ante la insuficiencia de los recursos de financiamiento internos respecto a la inversión proyectada. Estos principios están ligados a una cierta concepción teórica de la empresa.

La evolución de esta última, ha permitido, sin eliminar los dos principios mencionados, articular nuevos conceptos al análisis contemporáneo del comportamiento de endeudamiento de las empresas. En particular, los conceptos de costos de agencia y de costos de transacción, constituyen elementos teóricos fundamentales que pueden ser aplicados al estudio del comportamiento de endeudamiento de las empresas mexicanas.

A fin de presentar el marco en el cual se sitúa el análisis contemporáneo de la estructura de financiamiento de las empresas, expondremos primero, la concepción contemporánea de la firma y enseguida, mostraremos los elementos explicativos que los conceptos de costos de agencia y de transacción aportan al estudio del comportamiento de endeudamiento de las empresas mexicanas.

5.1 La concepción contemporánea de la firma

Después de presentar brevemente la concepción neoclásica de la firma, expondremos la concepción "managerial" de la firma y la teoría de la agencia. Finalmente, abordaremos la concepción de la empresa como red de contratos específicos.

5.1.1 La concepción neoclásica de la firma

En el análisis neoclásico, la empresa es considerada como una unidad cuya actividad esencial consiste en transformar flujos de entradas (materias primas, servicios, etc.) en flujos de salidas (productos terminados, desechos, etc.), a partir de una relación técnica llamada función de producción. Según esta concepción, la maximización del beneficio es el objetivo principal de un propietario que es identificado con su empresa. Esta identificación se manifiesta en el ejercicio de los derechos de propiedad, en la percepción de un ingreso y en la apropiación del beneficio por el propietario.[25] Como consecuencia de la identificación del propietario con la empresa, la maximización del beneficio de la firma debería entonces corresponder a la maximización de la función de utilidad que traduce las preferencias del empresario en tanto que consumidor.

Así, la concepción neoclásica de la firma, hace de ésta una "caja negra" cuyo contenido no es tomado en cuenta. Esta concepción resulta inadecuada para la realización del análisis del funcionamiento técnico y social de la firma.

5.1.2 Concepción *managerial*[26] de la firma y la teoría de la agencia

La concepción managerial de la firma subraya la relación de agencia existente entre dirigentes y propietarios. Los principios de éste tipo de relación son establecidos por la teoría de la agencia. Esta última ha contribuido al estudio de aspectos fundamentales del comportamiento financiero de las empresas a nivel macroeconómico.

[25] Koenig (1993: 7-21).

[26] Utilizaremos aquí el término "managerial", que refleja el nombre anglosajón de esta concepción teórica, porque subraya el papel central de los directivos o dirigentes de la empresa y que podría traducirse literalmente como "Concepción administrativa" de la firma.

La concepción *managerial* de la firma

El análisis contemporáneo de la firma subraya la separación, en el interior de la empresa, entre la administración, realizada por los dirigentes y la propiedad, cuyos derechos son totalmente o parcialmente ejercidos por los accionistas.

Los modelos de la teoría *managerial* de la firma buscan conocer las implicaciones de las diferentes hipótesis relativas a las funciones de utilidad de las personas responsables de la toma de decisiones en la empresa. Estos modelos reconocen implícitamente que tales funciones no coinciden necesariamente con las de los accionistas. Se asume, en efecto, que en la estructura de poder de la empresa, la mayoría de los equipos dirigentes tienen al menos un cierto grado de libertad de acción.[27]

Las teorías del *management* replantean los fundamentos del comportamiento de los responsables de la toma de decisiones, cuyas funciones de utilidad traducen sus principales motivos individuales.

Estas teorías deducen así, de la separación entre la propiedad y la administración, una nueva concepción de la empresa, la cual es considerada como una coalición de grupos de agentes que pueden tener objetivos diferentes. El análisis de dos grupos es privilegiado por estas teorías: los accionistas y los dirigentes (*managers*). Las dos categorías de agentes están ligadas por relaciones institucionales, generalmente definidas por los legisladores y por relaciones de agencia. Éstas últimas son establecidas en el marco de la teoría de la agencia.[28]

La teoría de la agencia

El principio de base de la teoría de la agencia: disociación de las funciones de propiedad y de dirección de la empresa, apareció en la literatura económica en 1776 con Adam Smith, quien concluyó que esta disociación provoca la ineficacia de las empresas.[29]

Jensen y Meckling definen una relación de agencia como un contrato a partir del cual una o varias personas (el principal), contrata a otra persona (el agente) para la realización de un servicio en su nombre, lo cual implica una delegación de poder de decisión al agente.[30] Así, existe en la empresa una relación de agencia

[27] Marris (1963: 185).
[28] Koenig (1993: 23-25).
[29] Smith (1937: 700).
[30] Jensen y Meckling (1976: 308).

entre los accionistas y los dirigentes: los accionistas delegan una parte de sus poderes a los dirigentes y esto es una fuente de conflictos potenciales. Estos conflictos se explican por el deseo de los dirigentes de maximizar su utilidad y se traducen en costos de agencia.

La maximización de la utilidad de los dirigentes

Un conflicto de agencia significa que hay una divergencia de intereses entre el principal y el agente, pero su existencia está asociada a la incertidumbre, a la imperfecta observabilidad de los esfuerzos del agente y a los costos de establecimiento y de ejecución de los contratos.[31]

La teoría de la agencia reposa en dos hipótesis relativas al comportamiento de los individuos: éstos tratan de maximizar su función de utilidad y son capaces de anticipar la incidencia de las relaciones de agencia sobre el valor futuro de su patrimonio. En consecuencia, los dirigentes tratan de beneficiarse de la incertidumbre y de la imperfecta observabilidad para maximizar su utilidad.

Los principales motivos que guían el comportamiento de los dirigentes serían, de acuerdo con la teoría de la agencia, la obtención de la remuneración más elevada posible, la búsqueda de prestigio y de poder y la búsqueda de seguridad. Estos motivos se traducen en objetivos de gastos o de progresión de ciertos indicadores que reflejan la dimensión o el crecimiento de la empresa. Respecto a estos objetivos, pueden distinguirse tres variantes: el objetivo de maximización de los ingresos totales, preferentemente a la del beneficio (Baumol), las preferencias de los dirigentes por ciertos gastos (gastos de personal administrativo de estado mayor, gastos pecuniarios y no pecuniarios y gastos de inversión eventuales), de los cuales los dirigentes retiran una satisfacción directa (Williamson) y la tasa de crecimiento de la empresa (Marris).[32]

Los costos de agencia

Las divergencias de interés entre dirigentes y propietarios provocan la realización de costos de agencia. Estos permiten reducir esas divergencias. Jensen y Meckling definen tres diferentes tipos de costos:[33]

[31] Charreaux (1987: 25).
[32] Koenig (1993: 25-39).
[33] Jensen y Meckling (1976: 308).

1) Los costos de control, efectuados por los accionistas a fin de limitar las actividades que el dirigente realiza para maximizar su propio interés.
2) Los costos de justificación, efectuados por el agente para convencer a los accionistas de que no adoptará un comportamiento perjudicial a la empresa o para garantizarles una compensación en el caso contrario.
3) Los costos residuales que comprenden la reducción del valor de la empresa, sufrida por el propietario, como consecuencia de la divergencia entre las decisiones, que son óptimas desde su punto de vista y aquellas que son tomadas por los dirigentes.

Aportes de la teoría de la agencia a nivel macroeconómico

La aplicación de los conceptos de la teoría de la agencia, ha permitido enriquecer el análisis del comportamiento financiero de las empresas. A nivel macroeconómico, podemos señalar como un ejemplo importante de los aportes de la teoría de la agencia, que esta permitió a los economistas de la OCDE, por un lado, establecer una distinción entre los sistemas de gobierno de empresa de los diferentes países miembros y por otro lado, proponer una nueva interpretación de los coeficientes globales de endeudamiento de esos países.

En efecto, los conceptos ligados a la teoría de la agencia permitieron establecer dos modelos opuestos de sistemas de gobierno de empresa existentes en los países miembros de la OCDE. Un primer modelo, llamado de "control externo", se caracteriza por el hecho de que los dirigentes son relativamente poco controlados por el consejo de administración. El control se apoya entonces, esencialmente, en la disciplina impuesta por los mercados de capitales. En este modelo se constata, en regla general, un accionariado muy disperso y se da por supuesta una buena circulación de la información. Este modelo es predominante en los Estados Unidos y el Reino Unido.

Un segundo tipo de modelo, el cual está presente en los otros países de la OCDE, es el modelo de "control interno". Este último se apoya en la representación de intereses específicos en el consejo de administración, el cual juega un papel importante de control y de disciplina respecto a la dirección de la empresa. Este tipo de sistema no distingue únicamente la dirección y los accionistas, sino que engloba igualmente grupos más diversos de "propietarios de intereses" o de "elementos constituyentes". Este tipo de modelo se caracteriza también, por tener un accionariado concentrado.

Por otro lado, un estudio sobre las empresas alemanas a partir del análisis de las relaciones de agencia en el seno de la empresa, así como la constatación de

que en la mayoría de los países, las PME se caracterizan por tener tasas elevadas de endeudamiento, permitió proponer una nueva interpretación sobre los coeficientes de endeudamiento globales. Este estudio establece que las sociedades por acciones en Alemania están, en general, menos endeudadas que las empresas que tienen un estatuto jurídico diferente. Esto tiende a demostrar que las PME, en países como Alemania, en los cuales el número de PME cotizadas en la bolsa es poco importante, se caracterizan por tener tasas elevadas de endeudamiento y que la influencia de los bancos en este tamaño de empresa es particularmente importante. Al contrario, el nivel de endeudamiento sería inferior en los países como los EUA y el Reino Unido, en los cuales el número de PME cotizadas en la bolsa es relativamente importante.[34]

5.1.3 La empresa como red de contratos específicos

La teoría de los derechos de propiedad se caracteriza por la importancia otorgada a los derechos que establecen los contratos en el interior de la empresa. Para esta corriente de pensamiento, la empresa es, antes que una unidad de producción, una red centralizada y regulada de contratos específicos. Los costos de transacción constituyen un elemento central en esta concepción de la empresa.

A continuación presentaremos el origen y la definición de la concepción de la firma en términos de derechos de propiedad, enseguida expondremos el análisis fundador de Coase y finalmente abordaremos la teoría de los costos de transacción a través del análisis de Williamson.

Origen y definición del análisis en términos de derechos de propiedad[35]

La corriente de pensamiento llamada derechos de propiedad coloca a los individuos y no a la empresa en el centro del análisis. Una nueva interpretación del papel de los dirigentes al interior de la empresa es así propuesta. Esto es posible gracias a la hipótesis según la cual los individuos están motivados por el objetivo de maximización de su utilidad y tienen la capacidad de acercarse a ese objetivo. Al subrayar así, la adaptación de los individuos al medio ambiente económico, la interpretación en términos de derechos de propiedad, busca explicar el comportamiento de la firma a través de los comportamientos individuales al interior de la misma.

[34] OCDE (1995: 15 y 17).
[35] Furubotn y Pejovich (1972: 1137-1162).

Esta interpretación parte del principio de que el conocimiento de los motivos, situados en la base del comportamiento de los individuos, permitiría una mejor comprensión del funcionamiento de la firma. Ahora bien, esos motivos y ese funcionamiento están influenciados por los derechos de propiedad, los cuales se refieren no a las relaciones entre los hombres y las cosas, sino a las relaciones entre los hombres que se derivan de la existencia y la utilización de las cosas y que pueden provocar sanciones. El sistema de derechos de propiedad puede entonces ser descrito como el conjunto de las relaciones económicas y sociales que definen la posición de cada individuo respecto a la utilización de recursos escasos.

La firma como alternativa a la coordinación del mercado, el análisis de Coase[36]

Coase pregunta: ¿porqué si la coordinación de la producción se efectúa a través del sistema de precios, la existencia de firmas es necesaria? En efecto, se trata aquí de dos métodos alternativos de coordinación de la producción.[37]

El autor retiene como razón explicativa fundamental de la substitución del mercado por la firma, la existencia de costos ligados a la utilización del mecanismo de precios. Existirían entonces costos de funcionamiento del mercado que podrían ser evitados, o al menos reducidos, al crear una organización y permitir a una autoridad, el empresario, repartir los recursos.

Esos costos están ligados, primero, al establecimiento de los precios adecuados. Lo último implica en efecto, un proceso de búsqueda costoso a fin de obtener las condiciones de intercambio más favorables. Otros costos ligados a la utilización del sistema de precios son aquéllos provocados por la negociación y la conclusión de los contratos. A este respecto, puede señalarse que el número de contratos se ve reducido de manera importante con la aparición de una empresa. También puede ser conveniente, en términos de costos y de consideraciones de riesgo, establecer un contrato a largo plazo con una empresa, en lugar de varios contratos a corto plazo.

Estas consideraciones permiten a Coase definir una firma como un sistema de relaciones que aparece cuando la repartición de los recursos depende de un empresario.[38]

[36] Coase (1987: 133-163).
[37] Coase (1987: 136).
[38] Coase (1987: 43).

La substitución del mercado por el empresario, en tanto que instancia coordinadora de las actividades de producción, encuentra sin embargo límites que explican la coexistencia de los dos modos de coordinación. Estos límites están ligados al tamaño de la empresa.

Un primer límite son los rendimientos decrecientes de la función de dirección, lo cual provoca costos crecientes de la organización de transacciones suplementarias en el seno de la empresa y la disminución de la eficacia en la distribución de los factores de producción por el empresario.

Un segundo límite son las ventajas que una pequeña empresa puede presentar respecto a una grande. Puede mencionarse, por ejemplo, el nivel de salario del dirigente, el cual es inferior en el caso de una pequeña empresa.

El tamaño de la firma está entonces, determinado por la eficacia y el costo relativos de los dos sistemas –mercado y empresa– en la coordinación de la actividad de producción. Coase establece, en consecuencia, como tamaño óptimo de la firma, aquel en el cual los costos de organización de una transacción suplementaria en el seno de la empresa son iguales a los costos de realización de esa misma transacción en el mercado.

El análisis de Coase explica así la existencia de firmas, como la consecuencia de los costos de transacción ligados al sistema de precios en el mercado. Sin embargo, no presenta ninguna definición operacional que permita explicar las diferencias en el costo de realización de las transacciones a través de las dos alternativas: mercado y empresa. El análisis de Williamson propone, en cambio, algunos elementos explicativos de esas diferencias de costo.

La teoría de los costos de transacción. El análisis de Williamson

Williamson es un representante de la escuela neoinstitucional, de la cual forma parte la economía de los costos de transacción. Esta escuela substituye a la concepción neoclásica de la firma en tanto unidad de producción, por una concepción de la firma como una estructura jerárquica.[39] Esta corriente teórica considera al mercado y a la empresa como dos modos alternativos de distribución de los recursos, da una importancia central a los costos de transacción y considera el espacio económico como una red de contratos bilaterales, en la cual la firma aparece como un subconjunto de contratos específicos.

[39] Williamson (1985: 16).

Expondremos la definición de costos de transacción y examinaremos las ventajas que procura el establecimiento de los contratos en el seno de la empresa.

Definición de costos de transacción

Williamson distingue los costos de transacción de los costos de producción (los cuales están en el centro del análisis neoclásico), para él, los costos de transacción son el equivalente económico del fenómeno de fricción en física, y están constituidos por los costos de redacción, negociación y protección de los contratos.[40] El análisis en términos de costos de transacción plantea entonces, el problema de la organización económica (en el mercado o al interior de la firma), en términos de un problema de establecimiento de contratos. Williamson analiza las imperfecciones de los mercados en la organización de las transacciones y establece, respecto a una situación ideal en la cual la fricción no existiría, las ventajas de la realización de esas transacciones en el seno de la empresa.

Ventajas del establecimiento de los contratos en el seno de la empresa

Los costos de transacción ligados al mecanismo del mercado y, en consecuencia, las ventajas de la distribución de los recursos a través de la empresa, están determinados por las hipótesis retenidas sobre el comportamiento de los agentes contratantes y por las características específicas de los bienes o servicios concernientes.

Williamson retiene dos hipótesis sobre el comportamiento de las personas: tienen una racionalidad limitada y tienen tendencia a adoptar comportamientos oportunistas, es decir, a buscar a través del engaño su propio interés. La racionalidad limitada se refiere a la capacidad limitada de los individuos para almacenar y tratar la información, también concierne a la incapacidad de los individuos para expresar sus conocimientos o sus sentimientos a través de la utilización de las palabras.[41]

La elaboración de un contrato en el seno de la empresa permite ampliar la racionalidad de los agentes, gracias a la especialización del proceso de decisión y a la utilización de un lenguaje interno que permite economizar los gastos ligados a la comunicación de la información. La organización de las transacciones por la empresa permite también reducir la incertidumbre al promover la convergencia de los

[40] Williamson (1985: 21).
[41] Williamson (1975: 22).

intereses y al permitir a individuos interdependientes adaptarse a las eventualidades de manera coordinada.[42]

El comportamiento oportunista puede manifestarse en dos situaciones: durante la negociación de los contratos, en los casos en los cuales es difícil apreciar las características exactas de los bienes y servicios que son el objeto del contrato, y durante la ejecución de los contratos, como resultado de las dificultades relativas a la observación de las actividades de los participantes y a la definición del reparto del producto de la actividad.

La racionalidad limitada y los comportamientos oportunistas, provocados por la complejidad y la incertidumbre de las transacciones, se traducen en costos de transacción considerables del mecanismo de mercado. Una reducción de esos costos puede entonces ser obtenida a través de la realización de las transacciones, es decir, del establecimiento de los contratos en el seno de la empresa.

Los conceptos de costos de agencia y de costos de transacción son el resultado de una nueva concepción de la firma, que se deriva de la voluntad de profundizar el conocimiento del funcionamiento interno de la empresa. La concepción de la empresa en tanto que relación de agencia y en tanto que red de contratos específicos, abre nuevas posibilidades al análisis del comportamiento financiero y en particular, al de su comportamiento de endeudamiento.

Conclusiones

El análisis de los determinantes del endeudamiento de las empresas permite obtener las conclusiones siguientes: el medio ambiente económico puede presentar características favorables al endeudamiento, por lo que en una coyuntura de alta inflación, las empresas pueden beneficiarse al mismo tiempo de un tratamiento fiscal favorable de los intereses de la deuda.

La perspectiva de una progresión de la rentabilidad de las inversiones constituye también un factor de endeudamiento. Cuando la relación establecida por la "q" de Tobin es positiva, las empresas encuentran ventajoso el invertir y en consecuencia, el recurrir al endeudamiento para financiar esa inversión.

Por otro lado, el análisis teórico de MM concluyó con la inexistencia de un nivel de endeudamiento óptimo, es decir, con la imposibilidad de las empresas de reducir su costo de capital mediante cambios en su estructura financiera. Sin

[42] Williamson (1975: 25).

embargo, este resultado fue obtenido a partir de hipótesis simplificadoras que impiden tomar en cuenta los comportamientos financieros observados en la realidad.

Finalmente, los conceptos de costos de agencia y de costos de transacción son el resultado de una nueva concepción de la firma, que se deriva de la voluntad de profundizar el conocimiento del funcionamiento interno de la empresa. La concepción de la empresa en tanto que relación de agencia y en tanto que red de contratos específicos, abre nuevas posibilidades al análisis del comportamiento financiero de las empresas y en particular, al de su comportamiento de endeudamiento.

Referencias bibliográfícas

Barnes (1990). "La transformacion del sistema financiero mexicano" en *El mercado de valores*.

Bofinger, P. (1992). "Les causes du haut niveau d'endettement des entreprises allemandes" en *Revue d'économie financière*.

Chan-Lee, H. (1986). "Profit pur et q de Tobin dans neuf pays de l'OCDE", *Documents de travail du département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE*, núm. 34.

Charreaux, G. (1987). "Des nouvelles théories pour gérer l'entreprise" en *Economica*, París.

Coase, R. H. (1987). "La nature de la firme" en *Revue française d'Économie*, invierno, pp. 133-163.

FMI (1995). *Statistiques Financières Internationales*.

Furubtn, E. y S. Pejovich (1972). "Property rights and economic theory: a survey of recent literature" en *Journal of economic literature*, núm. 2, mayo.

Ginglinger, E. (1991). *Le financement des entreprises par les marchés de capitaux*, París: PUF.

Jensen, M. C. y W. H. Meckling, (1976). "Theorie of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure" en *Journal of financial economics*, núm. 3.

Koenig G., (1993). "Les théories de la firme" en *Economica*, París, pp. 7-21.

Levratto, N. (1991). "Les contraintes financières dans les stratégies des firmes" en Arena *et al*., *Traité d'économie industrielle* , París: Economica.

Levy–Garboua y G. Maarek (1985). *La dette, le boom, la crise*, París: Economica.

Marris R. (1963), "A model of the managerial enterprise" en *The Quarterly Journal of Economics"*, vol. 77, núm. 2, mayo.

Miller, M. H. (1977). "Debt and taxes", in *The Journal of Finance,* vol.32, núm. 2, mayo, pp. 261-277.

Modigliani y M. H. Miller (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" en *The American Economic Review*, vol. 48, núm. 3, junio, pp. 261-297.

———— (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction" en *American Economic Review,* junio, pp. 433-443.

NAFIN (1988). "Resultados y perspectivas del PSE en el ámbito financiero industrial" en *El mercado de valores,* abril.

Paquet Ph. (1986). *"L'entreprise face aux transferts inflationnistes",* PUF.

Pierrat CH. (1996). *La politique financière de l'entreprise*, París: La découverte.

Renversez F. (1991). *Eléments d'analyse monétaire*, París: Mémentos Dalloz.

Reyes Heroles, J. (1988). "Las políticas financieras y la distribución del ingreso en México", *El Trimestre Economico,* núm. 219, julio–septiembre.

Smith, A. (1937). *The wealth of nations,* NY: Cannan.

OCDE (1995). *Tendances des marchés de capitaux*, núm. 62, diciembre.

———— (1992). *Etudes économiques de l'OCDE. Mexique 1992* , OCDE.

Ministère de l´´Economie (1989). Rapport des Comptes de la Nation, Francia.

Tobin, J.(1969). "A general equilibrium approach to monetary theory*", Journal of money, credit and banking*, núm. 1.

Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*, EUA: The Free Press.