

ESTRUCTURA ÓPTIMA DE CAPITAL

I. CONCEPTO

La estructura óptima de capital es aquella que hace máximo el valor de la empresa, o equivalentemente, hace mínimo el coste de los recursos financieros que utiliza.

A pesar del amplio debate académico y profesional sobre si existe o no, o si es posible o no conseguir una estructura financiera óptima para la empresa; su cálculo requiere conocer los efectos de las decisiones de financiación, planteando la posibilidad de que la empresa consiga construir así dicha estructura financiera óptima o ideal. El máximo valor de la empresa será consecuente con el mínimo coste de capital sólo si el resultado operativo (o beneficio bruto) es constante e independiente de la estructura de capital, si no hay efecto impositivo y si el plazo es ilimitado.

La estructura de capital (óptima o no) se concreta a menudo mediante la ratio de endeudamiento, que puede venir dada por el cociente entre el valor de mercado de la deuda (D) y el del capital propio (S), o bien, por el cociente entre el valor de mercado de la deuda (D) y el valor total de mercado de la empresa ($V = S + D$).

II. LAS TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA ÓPTIMA DE LA EMPRESA

Las hipótesis de partida para poder analizar el efecto de la estructura financiera sobre el valor de la empresa son: el riesgo económico permanece constante, la empresa se encuentra en situación de no crecimiento, las magnitudes económico-financieras permanecen estables, no se dotan reservas y todo el beneficio neto es potencialmente distribuible entre los accionistas o propietarios.

Según una amplia parte de la comunidad académica, si existe una estructura de capital óptima, la riqueza de los accionistas puede incrementarse mediante la selección adecuada de la forma de financiación de los proyectos, por lo que no sólo las decisiones de inversión crean riqueza, sino también la forma en que éstas se financian.

Procede entonces estudiar las diferentes teorías o posiciones que se han formulado sobre la existencia, o no, de una estructura financiera óptima, y que cabe clasificar de la siguiente forma:

1. La posición de pasivo o hipótesis de dependencia o aproximación del Resultado Neto (RN)

Según este enfoque el valor de la empresa y el coste de capital dependen del grado de endeudamiento; pero el coste de las deudas y de las acciones no depende de dicho grado de apalancamiento (además de ser el primer coste menor que el segundo). Ello se basa en la hipótesis de que el valor de mercado de las acciones (S) de una empresa viene dado por la actualización (a la tasa K_e o coste de los recursos propios) de la corriente futura de dividendos (pues al no dotarse reservas todo el resultado neto -RN- va a dividendos).

Un mayor endeudamiento aumenta entonces el valor de la empresa o disminuye el coste de capital, pero olvida que un mayor endeudamiento conlleva un incremento de riesgo financiero, que puede ser penalizado por los accionistas o propietarios.

Desde esta posición, el efecto impositivo (reducción del coste de la deuda) no afecta al significado de la teoría aunque sí afecta cuantitativamente al reducir el valor de la ordenada en el origen y la pendiente de la línea de valor de la empresa. La posición RN se denomina posición de pasivo pues hace mención expresa de la retribución del capital propio y del ajeno, de modo que explica la formación del resultado neto (RN) a través de la estructura de capital (pues tiene en cuenta la minoración del resultado de explotación con la carga de intereses por la deuda).

2. La posición de activo o hipótesis de independencia o Aproximación Resultado de Explotación (RE)

Esta postura se basa en la idea de que el valor de mercado de la empresa (V) viene determinado por la actualización (a la tasa K_o , o coste del capital medio ponderado de todas las fuentes financieras de la empresa) de la corriente futura de resultados operativos o de explotación -que se supone constante en el tiempo-.

El coste de las deudas (k_i) y la propia tasa de actualización K_o son independientes del grado de endeudamiento y constantes (por ello $V = RE/K_o$ es constante); sin embargo, al establecer la ponderación

de las fuentes financieras por su coste y despejar el valor de K_e , se aprecia que este coste del capital propio sí depende del grado de endeudamiento " $K_e = K_o + (K_o - K_i) L$ ".

Por tanto, el valor de la empresa sólo depende de la capacidad generadora de renta de sus activos (no existe estructura financiera óptima) y no tiene importancia la separación entre deuda y capital propio, pues no determina sus remuneraciones.

Un incremento del endeudamiento proporcionaría un ahorro en el coste de los recursos pero quedaría compensado por el incremento de la rentabilidad requerida por los accionistas como resultado del creciente riesgo financiero que soportarían. Ahora bien, si se tiene en cuenta el efecto impositivo, el valor de la empresa sí depende en parte del nivel de endeudamiento.

La posición RE es de activo pues no hace mención expresa de las retribuciones de los capitales propios y ajenos, ignorando así la estructura financiera. Explica el valor de la empresa, exclusivamente en función del resultado del activo.

3. La tesis tradicional

Esta postura también es una posición de pasivo, representa un "compromiso" entre las posiciones RN y RE, ya que con ellas no se obtiene ninguna posición óptima (-suponen un endeudamiento infinito, o bien, la indiferencia absoluta al respecto-).

La tesis tradicional tiene un planteamiento más práctico que se ha hecho más atractivo desde el punto de vista de los directores financieros. Esta tesis no supone la constancia de ninguna variable (K_o , K_e y K_i) pero entiende que K_e y K_i son funciones crecientes del grado de apalancamiento financiero, y tan sólo K_i sería relativamente constante hasta un determinado nivel de endeudamiento (deuda sin riesgo).

Indica así la existencia de un determinado nivel de endeudamiento que hace máximo el valor de la empresa y mínimo su coste de capital.

Las posibles economías surgidas de la sustitución de acciones por obligaciones (operaciones de reestructuración del pasivo de la empresa) compensarán al principio, pero hasta llegar a un determinado nivel de endeudamiento donde la remuneración requerida por los accionistas creará deseconomías que se unirán a las derivadas del incremento relativo de las cargas financieras.

En conclusión existirá una estructura financiera óptima dada por un determinado nivel de endeudamiento. Obviamente este nivel varía para cada empresa y a lo largo del tiempo en función de las condiciones del mercado. Por ejemplo, en períodos con bajos tipos de interés y con la expectativa de subidas, algunas grandes empresas emiten acciones preferentes que garantizan una determinada rentabilidad (baja en esta situación) con las ventajas de no otorgar derechos de voto, ser amortizables en determinado plazo de tiempo (5 años) y, sobre todo, ser computables como recursos propios.

4. Las proposiciones o teorías de Modigliani y Miller

Las teorías de estos autores (ambos premio Nóbel de Economía) mantienen el sustrato de las anteriores posiciones. Suponen un mercado financiero perfecto, una conducta racional de los inversores; expectativas homogéneas para todos ellos y clasifican las acciones en distintos niveles de riesgo o "clases de rendimiento equivalente" (utilizando tasas de capitalización diferentes para cada nivel de riesgo).

a) La Proposición I de MM

Indica que el valor de mercado de la empresa se obtiene actualizando el Resultado de Explotación a una tasa K_o^* particular correspondiente a su nivel de riesgo empresarial (pero sin riesgo financiero, asimilándose así a la posición RE pero segmentando ahora el mercado en clases de riesgo. Consecuentemente, el valor de la empresa y el coste de capital no dependen del grado de endeudamiento y sí de la capacidad de los activos para generar rentas; es decir, que la decisión de financiación es irrelevante (que no es otra cosa que una ley de conservación del valor) -de lo que se deduce la completa separación entre las decisiones de inversión y de financiación-.

b) La Proposición II de MM

Indica que el coste de las deudas no depende del grado de endeudamiento, pero sí la hace la rentabilidad del accionista o coste del capital propio, que será igual al coste del capital de la empresa "pura" adecuado al correspondiente tipo o grupo de empresa pero libre de riesgo financiero (K_o^*) más una prima de riesgo financiero en función del grado de endeudamiento; es decir: $K_e = K_o^* + (K_o^* - K_i) L$.

Por tanto se asimila a la posición RE pero aparece también el concepto de riesgo financiero que había que considerar en la posición RN. Consecuentemente, cuanto más se endeuda la empresa, más riesgo se transfiere desde los accionistas a los obligacionistas.

c) La Proposición III de MM

Viene a añadir que la empresa deberá invertir siempre que la tasa de rentabilidad supere al coste del capital para ese tipo de empresa (libre de riesgo financiero).

Como puede verse, la existencia de diversas posturas conduce a un largo y aún abierto debate en el que cabe resaltar las siguientes ideas:

- Los supuestos de Modigliani y Miller no se verifican en el mundo real, pues empíricamente se ha observado que la decisión de financiación no es irrelevante.
- En cuanto al efecto impositivo sobre la estructura financiera ambos autores consideraron (académicamente expuesto en un artículo publicado en 1963) que el valor de la empresa aumenta a medida que lo hace el nivel de endeudamiento debido al carácter fiscalmente deducible de los intereses en el impuesto sobre sociedades. Por tanto, existiría una estructura financiera que maximizaría el valor de la empresa y que estaría formada exclusivamente por endeudamiento. Ahora bien, este planteamiento no parece muy realista, por lo que se admite que deben existir otros factores que compensen las ventajas asociadas al endeudamiento y que lleven a obtener una estructura financiera óptima en la que se combinen deuda y capital propio.
- En esta línea, la elección de una determinada estructura financiera sería el resultado de un balance sopesado entre las ventajas e los inconvenientes de la deuda, lo que ha dado lugar a la llamada Teoría de la Compensación.
- Posteriormente, Miller (1977) comprobó que cuando se tiene en cuenta el efecto conjunto del impuesto sobre sociedades y del impuesto sobre la renta de las personas físicas, generalmente, se reduce el valor aportado por la financiación mediante deuda. En otras palabras, *el IRPF puede anular parte de la ventaja que proporcionaba el impuesto sobre sociedades en relación con la deducibilidad de los intereses*. Lógicamente, esto dependerá de los tipos impositivos que gravan los ingresos de los inversores según tengan acciones u obligaciones. A esto se añade el efecto diferimiento del gravamen sobre las ganancias de capital y el plazo de la inversión (actualmente mayor de un año en España) que puede conducir a un menor tipo efectivo, así como la existencia de diversas modalidades de retribución de los accionistas. Consecuentemente, Miller demuestra que, debido a la diversidad de tipos impositivos que gravan la renta de los inversores, no existe una combinación óptima de endeudamiento a nivel de empresa individual.
- La mayor aportación de Miller es que, en el equilibrio del mercado financiero, debe existir un nivel óptimo de deuda para el conjunto de todas las empresas, que está determinado por los tipos impositivos que soportan las empresas y los inversores. Este nivel óptimo se alcanza cuando se igualan los rendimientos después de impuestos de las acciones y de las obligaciones. En consecuencia, a nivel de empresa individual el endeudamiento no aporta ninguna ventaja y se vuelve a la ineficiencia.

La teoría de la compensación y la teoría de la clasificación jerárquica

Lo indicado hasta aquí podría explicar la existencia de determinados factores que conducen a la elección de una determinada combinación de recursos propios y ajenos que dan lugar a una estructura financiera supuestamente óptima.

La necesidad de tener en cuenta esta posición más realista sobre la existencia de una estructura financiera óptima ha dado lugar a dos modelos teóricos:

- La Teoría de la Compensación, según la cual el ratio de endeudamiento es el resultado del equilibrio entre las ventajas e inconvenientes de la deuda.
- La Teoría de la Clasificación Jerárquica, que indica que la estructura financiera de la empresa es el resultado de haber seguido una jerarquía basada en la preferencia por cada una de las fuentes de financiación. Las preferencias que se observan empíricamente se muestran en el cuadro adjunto.

Clasificación de las preferencias de financiación a largo plazo para las empresas según teoría de la clasificación jerárquica	
Preferencia	Instrumento
1	Beneficio retenido
2	Deuda
3	Deuda convertible
4	Acciones
5	Acciones preferentes

Empíricamente, a finales de los años noventa se apreciaba el recurso casi exclusivo de las llamadas empresas de la nueva economía por la financiación mediante emisiones de capital, pero también cierta preferencia de las grandes empresas tradicionales por esta fuente vs el endeudamiento; si bien, los movimientos a la baja de los tipos de interés hacen más atractivo el endeudamiento, como ocurrió en los años de fuerte crecimiento económico, en muchas ocasiones se observa que las empresas más rentables se endeudan menos porque tienen una liquidez financiera que no les precisa de fondos externos.

Desde otro punto de vista, las empresas con más riesgo tienden más a financiarse con acciones y las más estables con deuda como afirma la Teoría del Equilibrio o del Intercambio de estructura financiera. En cualquier caso, son muchas las empresas, entre las que abundan las pymes cuya preferencia jerárquica comienza con las reservas y beneficios no distribuidos, sigue por la financiación ajena y, en último extremo plantea la financiación mediante ampliación de capital. Evidentemente hay muchos factores que puede influir en estas preferencias, pero también se ha constatado que muchas de las empresas más rentables se endeudan menos: hay una razón lógica y de peso: porque no necesitan financiación externa, lo que se corresponde con el planteamiento de la jerarquía financiera.

El autor Donaldson (1961) observa que, en general, las empresas poseen una política de dividendos bastante rígida que los directivos no están dispuestos a alterar a pesar de variar el beneficio de la empresa; que hay mayor preferencia por la financiación interna; que si la empresa necesita financiación externa se guía por costes de emisión de cada activo financiero (primero el préstamo bancario, después los títulos convertibles y las acciones preferentes y, por último las acciones ordinarias). Para Myers (1984) los principales supuestos de la teoría de la preferencia jerárquica consisten en que los directivos poseen más información acerca de las oportunidades de inversión de las empresas; y que actúan tratando de satisfacer a los accionistas.

En conclusión el objetivo es la elección de los niveles de deuda y recursos propios que maximicen el valor de la empresa y, como ya se ha dicho, si suponemos que los flujos de caja operativos (o beneficio bruto) son constantes e independientes de la estructura de capital, si no hay efecto impositivo y si el plazo es ilimitado, se podrá conseguir un coste mínimo de capital que maximice el valor de la empresa.

EL APALANCAMIENTO FINANCIERO

En relación con la estructura óptima de capital se trata también el cálculo del coeficiente de endeudamiento o apalancamiento y su efecto sobre el beneficio por acción, así como la limitación para la consecución de la estructura financiera óptima, como el riesgo de quiebra, el efecto de los costes de agencia y la teoría sobre la información asimétrica. Aquí, cabe realizar los siguientes comentarios:

- Un endeudamiento creciente produce un aumento de la probabilidad de quiebra, con efectos sobre el valor de la empresa, debido a que el valor actual del ahorro fiscal de la deuda es neutralizado por el incremento en el valor actual de los costes de quiebra (judiciales, laborales, de percepción por parte de terceros, imagen pública, presión sobre los directivos, etc.).
- A medida que aumenta el endeudamiento, los acreedores exigen mayores tasas de rentabilidad entrando en un conflicto de agencia que ocasiona costes debido a sus mayores exigencias de control.
- En cuanto a la teoría sobre la información asimétrica, de modo simplificador y en términos generales, supone que el vendedor posee más y mejor información que el comprador, como plantearon en los años 70 los autores que recibieron el Premio Nobel de Economía en 2001: George Akerlof (de la U. Berkeley), Michael Spence (de la U. Standford) y Joseph Stiglitz (de la U. Columbia). Este planteamiento se aplica también en relación con el conflicto de agencia en las decisiones de financiación, suponiendo que el directivo tiene más y mejor información que el accionista o inversor influyendo sobre la estructura financiera de la empresa.