

opción

Revista de Antropología, Ciencias de la Comunicación y de la Información, Filosofía,
Linguística y Semiótica, Problemas del Desarrollo, la Ciencia y la Tecnología

Año 34, 2018, Especial N°

18

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

ISSN 1012-1587/ ISSN: 2477-9385

Depósito Legal pp 198402ZU45



Universidad del Zulia
Facultad Experimental de Ciencias
Departamento de Ciencias Humanas
Maracaibo - Venezuela

Participación colectiva patrimonial en las empresas según su tamaño y el sector

Fernando Juárez

fernando.juarez@urosario.edu.co

Carlos Hernán Pérez

carlos.perez@urosario.edu.co

Alejandro Useche

alejandro.useche@urosario.edu.co

Universidad del Rosario
Autopista Norte, Calle 200.
Bogotá, Colombia

Resumen

Esta investigación analiza la participación colectiva patrimonial en la economía colombiana en función del tamaño de las empresas y el sector. Para alcanzar este objetivo se seleccionaron propositivamente y por variación máxima de actividad y patrimonio tres sectores económicos, clasificando las empresas según su tamaño y analizándose la composición de las cuentas patrimoniales. Los resultados se interpretaron de acuerdo a las teorías de la agencia o valor de la acción, de la política de dividendos y de los derechos de propiedad patrimonial, observándose una mayor participación a medida que crece el tamaño de las empresas pero no el del sector.

Palabras clave: agencia; derechos de propiedad; dividendos; participación; patrimonio.

Collective equity participation in companies by industry and company size

Abstract

This research analyzes the equity collective participation in the Colombian economy, according to the size of the companies and industry. To accomplish this objective, three economic industries were selected purposeful by maximum variation according to activity and equity volume, where companies were classified by size, analyzing their equity account compositions. The results are interpreted according to the theories of the agency or stock value, the dividend policy and the equity property rights, concluding that a greater participation exists as the size of the companies grows but not that of the sector.

Keywords: agency; property rights; dividends; participation; equity.

1. INTRODUCCIÓN

El director, gerente o empresario media las relaciones entre el capital y el trabajo (PÉREZ, 2009:174) y al buscar la productividad y continuidad de las organizaciones, según los ciclos de vida de la empresa, debe tener en cuenta la composición patrimonial, ya que ésta se relaciona con dicho ciclo de vida (BULAN Y SUBRAMANIAN, 2011; DEANGELO, DEANGELO Y STULZ, 2006).

Así, se debe fomentar la creación de valor, la generación de utilidades y el fortalecimiento de la relación patrimonial frente a los bienes y derechos adquiridos mediante transacciones comerciales; según

DEMSETZ (1967, 2002), dichas transacciones son un intercambio de propiedad sobre bienes, servicios y capital. De esta forma, el incremento del valor patrimonial es consecuencia, entre otros aspectos, de las decisiones de pago de dividendos y retención de utilidades, de las inversiones realizadas y de la colectividad del mismo, atendiendo al objeto social de la empresa y a su perdurabilidad.

La participación colectiva en el patrimonio de las empresas, principalmente mediante acciones o cuotas del mismo, afecta a los beneficios financieros y al ejercicio de la autoridad; por lo que, debido a su relevancia, dicha participación colectiva constituye el objetivo de este estudio. Para esto, en primer lugar se dan los fundamentos teóricos que sustentan la relevancia del patrimonio según los enfoques de agencia, política de dividendos y derechos de propiedad; a continuación se proporcionan los fundamentos metodológicos que guían la obtención de información empírica por sector y tamaño de empresa, la cual es analizada mediante modelos estadístico-matemáticos e interpretaciones basadas en los enfoques anteriores, para finalizar con una reflexiones y orientaciones para futuros estudios.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1 Teoría de la Agencia, maximización del valor de la firma y el precio de la acción en el mercado

La estructura de capital es la combinación entre pasivo y patrimonio que una organización ha seleccionado para financiar sus

operaciones; MODIGLIANI Y MILLER (1958, 1961) afirmaron que el valor de la firma no es afectado por la forma en que ella se financie; esto se conoce como el “teorema de la irrelevancia de la estructura de capital” (BECKER, 1978; BERK Y DEMARZO, 2016; GORDON, 1989). Sin embargo, el mismo se basa en supuestos demasiado restrictivos, como mercados perfectamente competitivos, ausencia de impuestos y de costos de transacción, información simétrica, riesgos operativos constantes y nula reinversión de dividendos. La segunda versión del modelo de MODIGLIANI Y MILLER (1963) incluye los beneficios de la deuda y la reducción del costo de capital mediante una combinación adecuada de pasivo y patrimonio (BREUER Y GÜRTLER, 2008; MARSH, 1982; STIGLITZ, 1969, 1974).

En la actualidad se reconoce que hay algunos beneficios por recurrir a financiación externa, tal como el menor pago de impuestos (t) debido a que el pago de intereses disminuye la base tributaria (CORDES Y SHEFRIN, 1983; MODIGLIANI, 1982), obtener un escudo tributario (*tax shield*), y reducir el costo promedio ponderado de capital (*weighted average cost of capital* [WACC]). No obstante, al aumentar la deuda aumenta también el riesgo, pues se genera un compromiso de pagos futuros que pueden ser difíciles de realizar en una situación adversa (BRENNAN Y SCHWARTZ, 1978; PELEG, 2014).

La dirección financiera debe encontrar la combinación adecuada de pasivo (Deuda [D]) y recursos propios (Patrimonio [E]), para reducir el riesgo de incumplimiento, minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la firma (BRADLEY, JARREL Y KIM, 1984; LELAND, 1994; TALMOR, 1984; TITMAN Y WESSELS, 1988), para lo que existe una

relación entre el grado de apalancamiento, el precio de la acción y el costo de capital (NIKBAKHT Y GROPELLI, 2012: 243). El precio de la acción puede aumentar hasta cierto nivel, considerado óptimo, cuando la firma toma más deuda; si la deuda es cero, la empresa opera solo con capital propio, pero su tamaño será menor que si contara con capital de deuda o palanca financiera. Si el rendimiento del capital supera su costo, aumentará la producción, los beneficios económicos y los dividendos a pagar, pero si el endeudamiento excede del óptimo, habrá una mayor rentabilidad por la inversión, con incremento del costo del patrimonio o liquidación de acciones, y una baja de sus precios de mercado (BERANCK, 1964; MIAO, 2005; MYERS, 1984).

El costo de capital total dependerá de los costos individuales netos de las fuentes de financiamiento, teniendo en cuenta los posibles beneficios tributarios. Así, si el costo del patrimonio es K_E , el costo bruto de la deuda es K_D , y el escudo tributario está dado por $1-t$, el WACC de la firma (K_f), se calcula como:

$$K_f = K_D(1 - t) \frac{D}{D+E} + K_E \frac{E}{D+E} \quad (1)$$

Por otra parte, el valor de una firma (V_f) es igual al valor actual de su deuda (D) más el valor presente de sus ingresos netos (S), descontados al WACC (K_f); suponiendo un escenario de ingresos netos (IN) constantes a través del tiempo y un horizonte indefinido, el valor de la firma viene dado por:

$$V_f = D + \frac{IN}{K_f} = D + S \quad (2)$$

Así, el valor de la firma es determinado por la inversión de los recursos propios y de terceros para generar flujos de caja a futuro. El grado de apalancamiento, costo de capital y el valor de la firma están relacionados (NIKBAKHT Y GROPELLI, 2012: 254). Dicho valor cambia ante la variación del WACC, el cual depende de la combinación entre pasivo y patrimonio; cuando se mezclan ambas fuentes de recursos, el WACC se reduce, hasta un mínimo que corresponde con el máximo valor de la firma, lo que representa la estructura óptima de capital. Los directivos deberán identificar cuál es el nivel óptimo de deuda y patrimonio que maximiza el valor de la acción y de la firma, a un costo de capital bajo.

2.2 Teoría de la política de dividendos

La decisión de repartir las utilidades entre los socios o reinvertirlas juega un importante papel en la determinación del valor de la firma; los dividendos son un indicador de la capacidad para generar flujos de caja libres e influyen en el valor de la acción (DAMODARAN, 2015; HIGGINS, 1972). Para los inversionistas, los dividendos representan la rentabilidad de su inversión (r_d o rendimiento por dividendo), la cual es calculada como el cociente entre el dividendo recibido por acción (D_0) y el precio actual de la acción (P_0), ($r_d = D_0/P_0$).

MODIGLIANI Y MILLER (1961, 1982) postularon que la política de dividendos no afecta el precio de mercado de la acción ni el valor de la firma, pues si la empresa no paga dividendos, un inversionista puede vender una acción si necesita efectivo. De nuevo, tal conclusión se basa en los supuestos de mercados perfectamente competitivos y libres de costos de transacción, entre ellos de impuestos (MILLER, 2003). Otros enfoques establecen que la política de dividendos influye en el precio de la acción, siendo GORDON (1962), quien postuló que el valor intrínseco de la acción está directamente determinado por el valor presente de todos los dividendos esperados para el futuro. En su modelo, supone que el dividendo inicial (D_0) crecerá periódicamente a un ritmo porcentual constante g , a término indefinido. De esta forma, el valor intrínseco (V_0) se puede calcular como el valor presente de todos los dividendos futuros esperados, siendo tal flujo de caja un gradiente geométrico perpetuo, como se indica en la siguiente ecuación:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{1+K_f} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K_f)^2} + \dots = \frac{D_1}{K_f} \quad (3)$$

donde D_1 es el valor del dividendo pagado al final del periodo 1, es decir, el dividendo inicial incrementado en un $g\%$.

Lo anterior no implica que todas las utilidades deban ser repartidas entre los accionistas, reduciendo a cero la reinversión, la capitalización y el crecimiento de largo plazo de la organización. Si las firmas desean hallar su estructura óptima de capital y minimizar el WACC, los dividendos se pagarán después de aprovechar todas las oportunidades

rentables de negocio, lo que se denomina el enfoque residual de los dividendos (DEANGELO Y DEANGELO, 2007).

Así, una organización evalúa la conveniencia de iniciar nuevos proyectos de inversión, comparando el cambio que sufrirá el WACC por iniciar ese nuevo negocio, o costo marginal del capital (*CMC*), con la rentabilidad esperada de la inversión expresada en su tasa interna de retorno (*TIR*); el máximo valor de la firma se encuentra cuando se logra el máximo EBIT (*Earnings before interests and taxes* [Utilidades antes de impuestos e intereses]) y el mínimo WACC. La política residual de dividendos se basa en la relación entre la tasa interna de retorno y el costo marginal del capital (NIKBAKHT Y GROPELLI, 2012: 283).

La firma realizará nuevas inversiones siempre que su *TIR* sea mayor que su *CMC*, generando un valor presente neto (*VPN*) positivo y decidirá no pagar dividendos sino reinvertirlos. Esto puede ser impulsado también por una baja de las tasas de interés de mercado, lo que reduce el costo de capital e incentiva el apalancamiento financiero. Por el contrario, si un proyecto tiene un costo mayor que su rentabilidad ($CMC > TIR$), la firma lo liquidará o no lo llevará a cabo, pues su *VPN* será negativo, siendo más conveniente el pago de dividendos. Cuando $CMC = TIR$, las decisiones de financiación e inversión se detienen, y se maximiza el valor de la firma.

Enfoques recientes afirman que la estructura de capital, la composición del patrimonio de las organizaciones y el pago de dividendos evolucionan de acuerdo con el ciclo de vida de las organizaciones, el cual se divide en cinco etapas, a saber: creación, expansión rápida, alto

crecimiento, crecimiento maduro y declive (DEANGELO Y DEANGELO, 2006; FAMA Y FRENCH, 2001; GRULLON, MICHAELY Y SWAMINATHAN, 2002). Las empresas en periodo de alto crecimiento, con buenas oportunidades de inversión, no suelen pagar dividendos, mientras que firmas desarrolladas, con mayor flujo de caja y menos cantidad de nuevos proyectos tienden a distribuir una mayor proporción de sus utilidades (DAMODARAN, 2015: 445).

Bajo este marco de referencia, la composición del patrimonio en emisión de acciones y utilidades retenidas depende del estado de crecimiento de la organización, de forma que, por ejemplo, *start-ups* (nuevos emprendimientos) o empresas en la fase de expansión rápida tenderán a emitir acciones para recaudar fondos y no pagarán dividendos, sino que acumularán las ganancias; mientras tanto, empresas maduras o en declive serán proclives a pocas o ninguna emisión de nuevas acciones y a pagar más dividendos, reteniendo en proporción menos utilidades.

2.3 Los derechos de propiedad patrimonial

En casos en que la propiedad de una organización esté distribuida entre diversos accionistas, el directivo debe considerar que los socios reclaman resultados de su inversión, los cuales se ven afectados por la política de pago de dividendos, además de esperar transparencia y eficiencia en la administración del negocio; en tal escenario pueden surgir problemas de agencia, expresados en conflictos de interés que pueden llevar a que los propósitos personales de los directivos prevalezcan sobre los objetivos de los accionistas (EISENHARDT, 1989; JENSEN Y

MECKLING, 1976; NYBERG, FULMER, GERHART Y CARPENTER, 2017; ROSS, 1973).

En este sentido, GUTIÉRREZ, YAÑEZ Y UMAÑA (2012: 29) analizaron la acción administrativa en las empresas chilenas tipificando: a) la relación agente-principal, cuando la acción del directivo consiste en tomar decisiones en su propio beneficio y no en el de los accionistas o socios de la empresa, b) la selección adversa que se manifiesta cuando una de las partes cuenta con mayor información que otra, la cual en especial se observa en nuevas empresas donde quien mayor información posee es el dueño o accionista mayoritario de la misma, y c) el problema de riesgo moral, por la dificultad o imposibilidad de una parte para controlar el comportamiento de la otra. Todo lo cual puede entenderse desde el punto de vista de la concentración del patrimonio al disponer un individuo o grupo de individuos del control sobre el patrimonio de la organización.

Igualmente, GUTIÉRREZ ET AL. (2012: 29) encontraron que las empresas analizadas en Chile y otros países de América Latina se caracterizaban por una alta concentración de la propiedad, ya que, en promedio, cinco accionistas controlaban el 80% de la propiedad de cada empresa (2012: 40), dando lugar a una posible expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, por parte de los mayoritarios, lo que se podría minimizar con una adecuada política de pago de dividendos (2012: 32). Dicha política podría reducir el riesgo de manejos inadecuados o parcializados por parte de los accionistas mayoritarios.

Por otra parte, en Colombia, las formas de financiación de las empresas dependen del ciclo de vida de las mismas ya que en las empresas

jóvenes, la mayor fuente de financiación es la inversión de sus dueños y en empresas de mediana edad son las utilidades retenidas (BARONA-ZULUAGA Y RIVERA-GODOY, 2012: 16). Así mismo, la financiación informal o extra bancaria, según los mismos autores, es más importante en empresas jóvenes, pero se reduce en las de edad mediana, cuando las utilidades retenidas cobran mayor importancia.

Al mismo tiempo, FERNÁNDEZ-GUADAÑO (2012: 41), analizando empresas españolas, en cuanto a la propiedad de trabajadores y administración de las organizaciones por los mismos, observó que un modelo de gobierno con participación mayoritaria de trabajadores, o gobierno corporativo laboral, es eficiente respecto de los flujos reales financieros e informativo-decisionales, pero que las empresas convencionales obtienen mayores resultados en su desempeño económico en utilidades, valor agregado, EBIT y EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* [Utilidades antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones]).

Así pues el derecho de propiedad mediante participación en el patrimonio tiene un costo añadido tanto interna como externamente. En esta transacción económica se intercambian costos asociados al valor del capital o la deuda y al resultado financiero, pero también a las acciones administrativas que se derivan de la misma. La privatización crea riqueza dependiendo de los costos y ganancias netas que conlleva (LEESON Y HARRIS, 2018) y la participación colectiva puede cambiar el nivel de privatización reduciendo la concentración del patrimonio y los sesgos asociados a la misma, aunque generando costos.

Los efectos de las transacciones asociadas a los derechos de propiedad son una externalidad cuando los mismos tienen que ver con un grupo inadecuado de individuos, dando lugar a un costo excesivo (DEMSETZ, 1967, 2002). Así, la externalidad deviene por una toma de decisiones sobre los derechos de propiedad colectivos de alto costo financiero.

Sin embargo, la propiedad colectiva también podría reducir los efectos adversos comportamentales de la concentración patrimonial (indicada por GUTIERREZ ET AL., 2012: 29) y aprovechar los beneficios relacionados con el flujo de efectivo financiero y decisional-administrativo, señalados por FERNÁNDEZ-GUADAÑO (2012: 41).

Estas consideraciones y la relevancia del patrimonio desde el punto de vista financiero, comportamental y social, hacen necesario identificar su composición y la presencia de participación colectiva.

3. METODOLOGÍA

3.1 Enfoque metodológico, método y diseño

Esta investigación es empírica, analítica y deductiva, con un enfoque metodológico cuantitativo asociativo-comparativo que incorpora análisis estadísticos e interpretaciones matemáticas. El método utilizado es correlacional con varios grupos, entre los cuales se realizan las comparaciones pertinentes. Debido a la combinación de los grupos se configura un diseño de dos niveles, uno de ellos con tres categorías, el

sector, y el otro con cuatro categorías, el tamaño de las empresas dentro de cada sector.

3.2 Población y muestra

La población está constituida por las empresas existentes en la economía de Colombia y que reportan a la Superintendencia de Sociedades (SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES, s.f.). En esta población se realizó un muestreo poli-etápico donde, en primer lugar, se llevó a cabo un muestreo propositivo, seleccionando tres sectores por diversidad de actividad y patrimonio e interés para la economía colombiana; dichos sectores, según la Clasificación de Actividades Económicas (CIIU) adaptada para Colombia (Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales [DIAN], s.f.), fueron los siguientes: a) A0121: Cría de ganado vacuno y de ovejas, cabras, caballos, asnos, mulas y burdéganos; cría de ganado lechero, b) I5511: Alojamiento en hoteles, c) B0510: Extracción de hulla (carbón de piedra).

En segundo lugar, se realizó un agrupamiento clúster de acuerdo con el tamaño de las empresas dentro de cada sector; en cada uno de los clúster obtenidos se tomaron todas las empresas del mismo. La identificación de dicho tamaño se llevó a cabo mediante la clasificación adoptada en Colombia (CONGRESO DE LA REPÚBLICA, 2004), la cual se rige por los siguientes rangos: a) Microempresa: Activos totales de hasta 500 salarios legales mínimos vigentes (SLMV); b) Pequeña empresa: Más de 500 y hasta 5.000 (SLMV); c) Empresa mediana: Más de 5.000 y hasta 30.000 (SLMV); y d) Gran empresa. Más de 30.000 (SMLV).

3.3 Instrumentos

El instrumento para la realización del estudio consistió en la base de datos de los estados financieros del año 2016 de las compañías que estaban reportando a la Superintendencia de Sociedades. En dichos estados financieros se incluía información relativa a los activos, pasivos y patrimonio de las organizaciones, la cual se encontraba de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD [IASB], s.f.).

Con el objetivo de analizar la participación colectiva patrimonial en la economía colombiana en función del tamaño de las empresas y el sector, de la información existente en los estados financieros se seleccionaron las cuentas de sinopsis del patrimonio, las cuales fueron las siguientes: 1) Capital emitido, 2) Prima de emisión, 3) Acciones propias en cartera, 4) Inversión suplementaria al capital asignado, 5) Otras participaciones en el patrimonio, 6) Superávit por revaluación, 7) Otras reservas, 8) Ganancias acumuladas y 9) Patrimonio total. Además de estas cuentas, se utilizó la cuenta de Total de patrimonio y pasivos, y se calculó la razón del Patrimonio total a la cuenta de Total Pasivo y Patrimonio. En este estudio se toman como elementos de participación lo registrado en las cuentas de patrimonio, especialmente en las de Capital emitido, Prima de emisión y Otras participaciones, como una primera aproximación; no obstante debe entenderse que los elementos de participación van más allá de un registro en un estado financiero.

3.4 Procedimiento

El procedimiento consistió en primer lugar en obtener la información financiera de las empresas, la cual es de libre acceso, y verificar que no presentaba errores de codificación; a continuación se extrajeron los datos correspondientes a los tres códigos CIU. Finalmente, se realizaron los análisis pertinentes teniendo en cuenta los presupuestos teóricos y metodológicos descritos.

4. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

4.1 Resultados descriptivos y comparativos de los sectores económicos

Se encontraron 43 empresas del código CIU “A0121” (Cría de ganado vacuno y de ovejas, cabras, caballos, asnos, mulas y burdéganos; cría de ganado lechero), 221 del código “I5511” (Alojamiento en hoteles) y 72 del código “B0510” (Extracción de hulla (carbón de piedra), del total de 21919 empresas reportadas en la Superintendencia de Sociedades. Esta muestra es suficiente bajo los criterios de representatividad cualitativa establecidos. Los estadísticos descriptivos y comparativos para las cuentas de patrimonio por sector se encuentran en la Tabla 1.

El grado de significación de las diferencias se obtuvo mediante la prueba no paramétrica de Kruskal-Wallis (K-W), la cual realiza una asignación de rangos al conjunto de todas las puntuaciones y analiza las diferencias entre grupos según la distribución de sus rangos, no de sus

puntuaciones directas. El estadístico sigue una distribución χ^2 con $k-1$ grados de libertad, siendo k el número de grupos.

En la comparación de las diferencias en las cuentas entre los sectores (Tabla 2), se observan diferencias significativas en Inversión suplementaria al capital asignado, Ganancias acumuladas, Patrimonio total y razón Patrimonio total a Total pasivo y patrimonio).

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y comparativos de los tres sectores del estudio

Sectores	A0121			I5511			B0510		
Cuentas del patrimonio	N ^a	Media	Rango Medio	N ^a	Media	Rango Medio	N ^a	Media	Rango Medio
CE	43	1614340,65	161,71	219	2012500,05	163,79	72	17489181,28	182,24
PE	20	1672467,05	83,23	103	6733550,43	72,47	31	25655847,68	90,53
APC	6	,00	42,00	66	29668,32	42,64	12	,00	42,00
IS*	7	1779573,00	48,43	71	2413556,38	45,96	18	233135681,50	58,56
OP	9	704128,22	53,56	83	3577896,58	54,81	16	807300,31	53,44
SR	16	4473079,94	78,88	95	5071048,46	65,10	25	9853040,36	74,78
OR	30	5684598,93	118,03	175	1822878,02	132,98	57	110207965,80	134,05
GA**	43	3507550,63	172,58	217	7868870,56	177,65	72	22304247,17	129,25
PT*	43	11967257,63	164,98	220	18677096,29	177,12	72	199972184,10	141,94
TPP	43	18549264,60	151,16	220	40742094,70	171,77	72	369900444,90	166,54
RPT**	43	,59	192,00	220	,53	174,76	72	-,36	133,00

a: número de casos válidos en la cuenta; CE: Capital emitido; PE: Prima de emisión; APC: Acciones propias en cartera; IS: Inversión suplementaria al capital asignado; OP: Otras participaciones; SR: Superávit por revaluación; OR: Otras reservas; GA: Ganancias acumuladas; PT: Patrimonio total; TPP: Total de patrimonio y pasivos; RPT: Razón Patrimonio a Total Pasivo y Patrimonio; *: $p \leq ,05$; **: $p \leq ,01$.

En la tabla se observa, en general, que a medida que se incrementa el patrimonio se incrementa las cantidades en el resto de cuentas patrimoniales, exceptuando la cuenta de Otras Participaciones, la cual es mayor en el sector “I5511” que en el “B0510”, invirtiéndose la relación

con Total del patrimonio, y la cuenta de Otras reservas donde la menor cantidad se presenta en el sector “I5511”, en lugar de en el sector “A0121”. También se observa que la razón de Total patrimonio al Total de pasivo y patrimonio se reduce a medida que se incrementa el patrimonio, presentándose en el último sector (“B0510”), una razón negativa, debida al alto financiamiento mediante deuda. En este sentido, se ha indicado que a medida que la deuda es mayor, aunque existan beneficios, los intereses aumentan y, si se vuelven altos en relación con el EBIT generado, el riesgo de insolvencia se incrementa (BHANDARI, 1988; SCHAUTEN Y SPRONK, 2010).

En dicha tabla, la diferencia en el Patrimonio total es significativa entre los sectores, lo que confirma la elección realizada buscando diversidad sectorial y patrimonial. Por su parte, la Emisión de acciones, la Prima de emisión y las Acciones propias en cartera no muestran diferencias significativas entre los sectores. Es decir, el aporte colectivo al patrimonio, en forma de acciones, se mantiene estable, aunque el patrimonio crezca, existiendo una reducción relativa en la participación colectiva a través de los sectores. Esto también se manifiesta, en la razón de Total patrimonio al Total de pasivo y patrimonio la cual se reduce significativamente a través de los sectores. Las Ganancias acumuladas están probablemente relacionadas con nuevos proyectos de inversión, al igual que la Inversión suplementaria, la cual puede referirse a nuevos proyecto o sucursales de la empresa. Este enfoque, de acuerdo a la ecuación (1) reduce el costo por patrimonio K_E y también la razón $E/D+E$, pero la reducción del WACC debe tener en cuenta el incremento en el tamaño de deuda D y el escudo tributario $(1-t)$. En este sentido, se obtiene

un mayor valor para la empresa mediante el incremento de deuda, de acuerdo a la ecuación (2), pero si existe un flujo de caja adecuado.

Desde el punto de vista de la propiedad, los sectores incrementan su patrimonio apoyándose en el endeudamiento y reduciendo la participación colectiva. Sin embargo, si el costo de la deuda es alto, como ocurre en el sector “B0510”, en relación con el del patrimonio o si existe deuda acumulada, es más conveniente recurrir a mayores niveles de patrimonio, mediante aportes de los socios, emisión de acciones, superávit por valorizaciones, ganancias acumuladas y otras reservas. No obstante, esta decisión, debería ser una política de empresa, no un último recurso de evitación de impagos.

Aunque estos resultados son coincidentes con las predicciones de acuerdo al crecimiento de la empresa, donde a mayor tamaño, menor será la emisión de acciones y mayor el pago de dividendos, esa interpretación está únicamente orientada al crecimiento de la empresa y no al de los sectores. Debido a esto, dentro de cada sector se realizó una diferenciación adicional en función del tamaño de las empresas. A continuación se presentan los resultados obtenidos en cada sector según el tamaño de las empresas.

4.2 Resultados de la comparación entre los tamaños de las empresas para el código CIU “A0121”

Para el código “A0121” (Cría de ganado vacuno y de ovejas, cabras, caballos, asnos, mulas y burdéganos) se obtuvo una (2,3%)

microempresa, nueve (20,9%) empresas pequeñas, 26 (60,5%) empresas medianas, y siete (16,3%) empresas grandes. Los estadísticos descriptivos de las cuentas patrimoniales de las mismas, así como el grado de significación de las diferencias por tamaño de las empresas, según la prueba K-W, se encuentran en la Tabla 2.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos y significación de las comparaciones según el tamaño de las empresas para el sector “A0121” (Cría de ganado vacuno y de ovejas, cabras, caballos, asnos, mulas y burdéganos).

Tamaño Empresa	Microempresa			Pequeña empresa			Mediana empresa			Gran empresa		
	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio
Cuentas del patrimonio												
CE	1	20000,0	6	9	444744,67	16,56	26	1322685,62	23,38	7	4429160,00	26,14
PE	1	,0	2,50	5	789054,40	7,50	9	2473310,67	12,61	5	1448854,60	11,30
APC	1	,0	3,50	1	,00	3,50	3	,00	3,50	1	,00	3,50
IS	1	,0	3,50	1	,00	3,50	4	3114252,75	4,38	1	,00	3,50
OP	1	,0	3,50	1	,00	3,50	5	1087006,60	5,50	2	451060,50	5,25
SR*	1	,0	3,50	4	,00	3,50	9	3973141,89	9,94	2	17905501,00	14,50
OR*	1	,0	1,50	6	58437,67	10,75	18	127622,83	15,33	5	33578026,20	24,60
GA*	1	84699,0	14,00	9	514510,00	15,66	26	1412111,42	21,23	7	15627784,43	34,29
PT**	1	104699,0	3,00	9	1436576,67	9,56	26	5742771,19	22,81	7	50320876,86	37,71
TPP**	1	168765,0	1,00	9	2507256,78	6,00	26	9897776,73	23,50	7	73934586,71	40,00
RPT	1	,62	21,00	9	,60	22,11	26	,61	23,04	7	,52	18,14

a: número de casos válidos en la cuenta; CE: Capital emitido; PE: Prima de emisión; APC: Acciones propias en cartera; IS: Inversión suplementaria al capital asignado; OP: Otras participaciones; SR: Superavit por revaluación; OR: Otras reservas; GA: Ganancias acumuladas; PT: Patrimonio total; TPP: Total de patrimonio y pasivos; RPT: Razón Patrimonio a Total Pasivo y Patrimonio; *: $p \leq ,05$; **: $p \leq ,01$.

En general, en la Tabla 2 se observa el mismo resultado que en la Tabla 1 correspondiente a los sectores. Se aprecian diferencias significativas en las ganancias acumuladas, las cuales se incrementan a medida que se incrementa el patrimonio. En este sentido, las organizaciones pueden tener proyectos rentables a medida que su tamaño aumenta, no viendo la necesidad de aumentar porcentualmente su

financiamiento externo, aunque esto no coincidiría con el ciclo de crecimiento. Las cuentas de Superávit por revaluación y Otras reservas también presentan diferencias; dichas cuentas afectan al valor de los activos y a las reservas para futuras obligaciones, y no específicamente a la participación colectiva.

En este sector, se aprecia una relación Patrimonio total/Total pasivo y patrimonio que permanece sin diferencias significativas en los distintos tamaños de las compañías. Es decir a medida que se incrementa el tamaño de las empresas, se incrementan las ganancias acumuladas, las reservas y las inversiones suplementarias, pero los porcentajes de asignación de D y E se mantienen estables, aunque sus costos K_E y K_D puedan variar (Ecuación 1). Este sector es insensible al tamaño de la empresa y el costo de capital está determinado por el costo de las fuentes de financiación y el escudo tributario, estructura que permanece estable. No obstante el valor de la firma se apoya aquí más en D , en comparación a la diferencia entre sectores. Existe también una tendencia al mantenimiento porcentual de la propiedad patrimonial, sin embargo la participación colectiva se mantiene estable sin verse afectada por el tamaño de empresa.

4.3 Resultados de la comparación entre los tamaños de las empresas para el sector CIIU “I5511”

Para el código “I5511” (Alojamiento en hoteles) se obtuvo una (,5%) microempresa, 44 (19,9%) empresas pequeñas, 115 (52,0%)

empresas medianas, y 60 (27,1%) empresas grandes. En la Tabla 3 se muestran los datos estadísticos de las cuentas patrimoniales del sector según el tamaño de las empresas, y la comparación entre ellas con la prueba K-W.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos y significación de las comparaciones según el tamaño de las empresas para el sector “I5511” (Alojamiento en hoteles).

Tamaño Empresa	Microempresa			Pequeña empresa			Mediana empresa			Gran empresa		
	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio	Nº	Media	Rango Medio
CE**	1	20000,0	21,50	44	233583,20	66,50	115	1308772,40	111,38	59	4744593,61	141,25
PE**	0		21	505026,76	36,71	49	1288824,49	48,02	33	18781749,45	67,64	
APC	0		19	,00	33,00	33	,00	33,00	14	139864,93	35,36	
IS	0		19	62955,37	34,74	33	23129,09	33,97	19	8915952,16	40,79	
OP	0		19	134731,68	36,21	42	1241249,74	40,39	22	11012410,23	50,07	
SR**	1	9904,0	57,00	22	221680,41	58,00	46	1256237,15	44,11	26	16118300,85	63,00
OR**	1	337,0	18,00	34	57815,65	47,75	90	370552,54	82,51	50	5673757,12	126,66
GA**	1	-100134,0	44,00	44	77589,70	60,31	115	3178501,77	111,57	57	23486024,47	142,54
PT**	1	-69893,0	7,00	44	793089,20	35,73	115	6288881,01	103,70	60	55848563,92	180,08
TPP**	1	59880,0	1,00	44	2424980,55	23,50	115	10510308,87	103,00	60	127463604,90	190,50
RPT**	1	-1,17	1,00	44	,32	66,07	115	,59	122,39	60	,60	122,12

a: número de casos válidos en la cuenta; CE: Capital emitido; PE: Prima de emisión; APC: Acciones propias en cartera; IS: Inversión suplementaria al capital asignado; OP: Otras participaciones; SR: Superávit por revaluación; OR: Otras reservas; GA: Ganancias acumuladas; PT: Patrimonio total; TPP: Total de patrimonio y pasivos; RPT: Razón Patrimonio a Total Pasivo y Patrimonio; *: $p \leq ,05$; **: $p \leq ,01$.

En la Tabla 3 se aprecia un resultado contrario al sector anterior, con un incremento gradual significativo en la emisión de capital, en la prima de emisión, y en la relación Patrimonio total/Total pasivo y patrimonio. Igualmente, las ganancias acumuladas, el superávit por revalorización y otras reservas muestran una tendencia significativa creciente a medida que crece el tamaño de la empresa. El valor de la

firma se va inclinando más hacia el flujo de caja S que al apalancamiento financiero (Ecuación 2); a su vez el costo del capital tiende hacia K_E y E por reducción de D (Ecuación 1). Este resultado coincide parcialmente con lo establecido en el ciclo de crecimiento de la empresa, al acumular las utilidades, pero es contrario a lo obtenido en la comparación entre sectores (Tabla 1).

Los resultados reflejan, frente al sector anterior, una mayor tendencia hacia la participación colectiva, al aumentar las acciones emitidas y la prima por las mismas, pero combinada con el incremento de la inversión. La mayor cantidad de ganancias acumuladas se podría explicar por la baja de las tasas de interés, lo que reduce el costo de capital y aumenta el VPN de los proyectos, llevando a nuevas inversiones que crean valor.

4.4 Resultados de la comparación entre los tamaños de las empresas para el código “B0510”

En el código “B0510” (Extracción de hulla (carbón de piedra) se obtuvo una (1,4%) microempresa, 21 (29,2%) empresas pequeñas, 24 (33,3%) empresas medianas, y 26 (36,1%) empresas grandes. En la Tabla 4 se observan los estadísticos descriptivos y las comparaciones de las cuentas patrimoniales mediante la prueba K-W.

Tabla 4. Estadísticos descriptivos y significación de las comparaciones según el tamaño de las empresas para el sector “B0510” (Extracción de hulla (carbón de piedra)).

Tamaño Empresa	Microempresa		Pequeña empresa		Mediana empresa		Gran empresa					
Cuentas del patrimonio	Nº	Rango Medio	Nº	Rango Medio	Nº	Rango Medio	Nº	Rango Medio				
CE**	1	170048,0	20,00	21	901951,52	26,21	24	1561018,96	33,40	26	46255598,73	48,31
PE	0		4	416976,25	10,00	10	8895443,60	13,70	17	41453466,88	18,76	
APC	0		2	,00	6,50	5	,00	6,50	5	,00	6,50	
IS	0		3	153041,67	8,67	6	111468810,70	8,25	9	391907808,70	10,61	
OP	0		3	87553,67	8,00	7	523848,00	9,00	6	1497868,00	8,17	
SR	1	14118,0	10,00	6	310242,17	12,67	9	1146015,44	12,67	9	26015144,33	13,89
OR**	0		15	146944,80	24,93	19	119870,89	20,63	23	272929231,80	38,57	
GA	1	-24307,0	33,00	21	11341,19	36,48	24	-40842264,17	35,88	26	99457993,77	37,23
PT**	1	159859,0	14,00	21	1220688,71	25,33	24	-7030165,13	33,25	26	559266419,20	49,38
TPP**	1	298810,0	1,00	21	2230881,71	12,00	24	9022026,21	34,50	26	1014198311,00	59,50
RPT	1	,54	44,00	21	,51	43,71	24	-1,85	32,46	26	,28	34,12

a: número de casos válidos en la cuenta; CE: Capital emitido; PE: Prima de emisión; APC: Acciones propias en cartera; IS: Inversión suplementaria al capital asignado; OP: Otras participaciones; SR: Superávit por revaluación; OR: Otras reservas; GA: Ganancias acumuladas; PT: Patrimonio total; TPP: Total de patrimonio y pasivos; RPT: Razón Patrimonio a Total Pasivo y Patrimonio; *: $p \leq ,05$; **: $p \leq ,01$.

En este sector, se aprecia un incremento significativo del capital emitido. Otras reservas también ofrecen un resultado significativo. Al igual que ocurría en el sector “A021”, las participaciones porcentuales de E y D , en los diferentes tamaños de empresa, se mantienen sin diferencias, por lo que el costo diferencial del capital está asociado a K_E y K_D (Ecuación 1) y el valor de la empresa crece proporcionalmente a D (Ecuación 2). El ciclo de crecimiento de la empresa se ajusta parcialmente al creciente efecto de acumulación de ganancias.

De esta forma, la dinámica en el sector es tendente a sostener la razón del aporte patrimonial, a través de la captación de capital y el

mantenimiento del mismo como reservas, pero también mediante la emisión de acciones, es decir incrementando la participación colectiva.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Como se ha observado en los resultados, de manera general la participación colectiva aumenta según el tamaño de la empresa, pero en sectores con mayor crecimiento patrimonial. Es decir el sector interactúa con el tamaño de empresa a la hora de determinar una mayor participación por emisión de acciones y asumir sus costos de transacción. No obstante, al realizar un análisis más detenido de los sectores económicos estudiados no se observa una diferencia en la participación colectiva por emisión de acciones, aunque sí un efecto diferencial en la reducción de la participación porcentual del patrimonio. De esta forma, existe todavía un gran espacio de análisis para la participación colectiva como instrumento de financiamiento de la organización; sin embargo, se requiere desarrollar nuevos argumentos que la justifiquen, así como diferentes formas de participación.

La decisión de cómo se estructura el capital tiene un impacto financiero y social importante sobre el valor de la firma y los costos de capital, según los modelos matemáticos aplicados a los resultados obtenidos, al igual que sobre los derechos de propiedad, pero la participación colectiva puede ser un buen recurso, no solo a medida que crece el tamaño de la empresa, como se ha visto en este estudio, sino también en cualquier momento del ciclo de la organización.

Por una parte, en empresas de mayor tamaño, las políticas residuales de pago de dividendos, evitando el pago de los mismos, pueden reducir ciertos efectos negativos de la internalización y ampliación del patrimonio colectivo; no obstante, para un sector amplio de la población esto no resulta atractivo, por lo que las empresas deberían equilibrar sus necesidades de inversión en nuevos proyecto con un enfoque más social de retornos periódicos hacia los socios. Por otra parte, empresas de menor tamaño o *start-ups*, puede utilizar más eficientemente sus recursos mediante un número mayor de participantes, lo que no es inusual en poblaciones en condiciones de vulnerabilidad; sin embargo, en estas ocasiones se puede ralentizar el crecimiento por las interferencias en la toma de decisiones, especialmente cuando los individuos participantes no son los adecuados.

Además, una política de apalancamiento financiero con aprovechamiento en la reducción de intereses por deuda, no necesariamente lleva a un incremento de la producción, lo que sitúa esta política en condiciones similares a las obligaciones por dividendos o pago por participación. No obstante, quizás el mayor riesgo en extender el patrimonio hacia un colectivo mayor se refiere a la pérdida de control y a la rendición de cuentas hacia un grupo de interesados amplio, lo cual llevaría también a un requerimiento de mayor transparencia y vigilancia; esto último aun siendo deseable ciertamente enlentece los procesos administrativos generando costos adicionales y complejizando la toma de decisiones.

Las externalidades devienen por el hecho de que la incorporación de nuevos propietarios ocasiona una restricción en la toma de decisiones y

unos costos que pueden incidir en las utilidades y el aprovechamiento de las mismas por la organización. Es en ese sentido que las organizaciones pueden considerar la ampliación del patrimonio colectivo como una internalización innecesaria, cuyo costo excede los beneficios asociados a la misma. No obstante, el apoyo en el capital patrimonial, más allá de exigir unos ajustes financieros calculados determinados, puede ofrecer la posibilidad de obtener un mayor apoyo en condiciones de incertidumbre en los mercados, especialmente en mercados emergentes y en aquellos en los cuales la comunicación de valor de la empresa mediante la gerencia de marca constituye un pilar de sostenimiento de la organización.

Por último, para corroborar estas conclusiones, en futuras investigaciones se podría añadir un enfoque comportamental desde el cual se evalúen sesgos y heurísticos que influyen en la composición del capital, incluir series de tiempo para ver el cambio de la composición del patrimonio a través de varios periodos, otros sectores locales, comparaciones internacionales y muestras de empresas al interior de cada sector. Igualmente, será necesario estimar los costos de transacción y externalidades asociadas a la participación colectiva.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- [BARONA-ZULUAGA, Bernardo y RIVERA-GODOY, Jorge Alberto.](#) 2012. “Análisis empírico de la financiación de nuevas empresas en Colombia”. **Innovar**, Vol. 22, No. 43: 5-18. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá (Colombia).
- BECKER, Jack. 1978. “General Proof of Modigliani-Miller Propositions I and II Using Parameter-Preferences”. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Vol 13, No. 1: 65-69.

- BERANCK, William. 1964. **The effect of Leverage on the Market Value of Common Stock**. Ed. University of Wisconsin, Bureau of Business Research and Service, Madison (USA).
- BERK, Jonathan and DEMARZO, Peter. 2016. **Corporate Finance: The Core**, Fourth Ed. Ed. Pearson, Harlow (Inglaterra).
- BHANDARI, Laxmi Chand. 1988. "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence". **Journal of Finance**. Vol. 43, No. 2: 507-528.
- BRADLEY, Michael, JARREL, Gregg A. and KIM, E. Han. 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". **Journal of Finance**. Vol. 39, No. 3: 857-878.
- BRENNAN, Michael and SCHWARTZ, Edwardo S. 1978. "Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure". **Journal of Business**. Vol. 51, No. 1: 103-114.
- BREUER, Wolfgang and GÜRTLER, Marc. 2008. **50 Years After MM: Recent Developments in Corporate Finance**. Ed. Gabler Verlag, Würzburg (Alemania).
- BULAN, Laarni T. and SUBRAMANIAN, Narayanan. 2011. The Firm Life Cycle Theory of Dividends. En H. Kent Baker (Ed.), **Dividends and Dividend Policy** (pp. 201-213). Ed. John Wiley & Sons, Hoboken (USA).
- CONGRESO DE LA REPÚBLICA. 2004. **Ley 905 DE 2004**. Ed. Congreso de la República, Bogotá (Colombia).
- CORDES, Joseph J. and SHEFRIN, Steven M. 1983. "Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt". **Journal of Finance**. Vol. 38, No. 1: 95-105.
- DAMODARAN, Aswath. 2015. **Applied Corporate Finance**, Fourth Ed. Ed. John Wiley y Sons, Hoboken (USA).
- DEANGELO, Harry and DEANGELO, Linda. 2006. "The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem". **Journal of Financial Economics**. Vol. 79, No. 2: 293-315.
- DEANGELO, Harry and DEANGELO, Linda. 2007. "Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why?". **European Financial Management**. Vol. 13, No. 1: 11-27.

- DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda and STULZ, René M. 2006. **“Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory”**. *Journal of Financial Economics*. Vol. 81, No. 2: 227-254.
- DIRECCIÓN DE IMPUESTOS Y ADUANAS NACIONALES. s.f. **Normatividad CIU**. Bogotá (Colombia). Disponible en: <https://www.dian.gov.co/ciiu/Paginas/default.aspx>, Consultado el: 23. 04.2018
- DEMSETZ, Harold. 1967. “Toward a Theory of Property Rights” **The American Economic Review**, Vol. 57, No. 2: 347-359.
- DEMSETZ, Harold. 2002. “Toward a Theory of Property Rights II: The Competition between Private and Collective Ownership”. **The Journal of Legal Studies**, Vol. 31, No. S2: S653-S672.
- EISENHARDT, Kathleen M. 1989. “Agency Theory: An Assessment and Review”. **Academy of Management Review**, Vol. 14, No. 1: 57-74.
- FAMA, Eugene F. and FRENCH, Kenneth R. 2001. “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”. **Journal of Financial Economics**. Vol. 60, No. 1: 3-43.
- FERNÁNDEZ-GUADAÑO, Josefina. 2012. **“Desempeño de las empresas propiedad de sus trabajadores: ¿Un modelo de gobierno corporativo laboral?”**. *Innovar*; Vol. 22, No.: 43: 33-43. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá (Colombia).
- GORDON, Myron Jules. 1962. “The Savings Investment and Valuation of a Corporation”. **The Review of Economics and Statistics**. Vol. 44, No. 1: 37-51.
- GORDON, Myron Jules. 1989. “Corporate Finance under the MM Theorems”. **Financial Management**. Vol. 18, No. 2: 19-28.
- GRULLON, Gustavo, MICHAELY, Rony and SWAMINATHAN, Bhaskaran. 2002. “Are dividend changes a sign of firm maturity?”. **Journal of Business**. Vol. 75, No. 3: 387-424.
- GUTIÉRREZ, Mauricio. YAÑEZ, Miguel y UMAÑA, Benito. 2012. **“Análisis de la política de pago de dividendos en empresas chilenas”**. *Estudios gerenciales* Vol. 28, No. 123:27-42. Ed. Universidad Icesi. Medellín (Colombia).

- HIGGINS, Robert C. 1972. "The Corporate Dividend-Saving Decision". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Vol. 7, No. 2: 1527-1541.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **NIC/NIIF**. Disponible en: <http://www.nicniif.org/home/iasb/que-es-el-iasb.html>, Consultado el: 10.03.2018
- JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". **Journal of Financial Economics**, Vol 3, No. 4: 305-360.
- LEESON, Peter T. and HARRIS, Colin. 2018. "Wealth-destroying private property rights". **World Development**, Vol. 107: 1-9.
- LELAND, Hayne E. 1994. "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure". **The Journal of Finance**, Vol. 49, No. 4: 1213-1252.
- MARSH, Paul. 1982. "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study". **Journal of Finance**. Vol. 37, No. 1: 121-144.
- MIAO, Jianjun. 2005. "Optimal Capital Structure and Industry Dynamics". **Journal of Finance**. Vol. 60, No. 6: 2621-2659.
- MILLER, Merton. H. 2003. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. En: Joel M. Stern and Donald H. Crew Jr. (Ed.), **The Revolution in Corporate Finance** (pp. 19-141). Ed. Blackwell Publishing Ltd., Malden (USA).
- MILLER, Merton. H. and MODIGLIANI, Franco. 1961. "Dividend policy, growth and the valuation of shares". **The Journal of Business**. Vol. 34, No. 4: 411-433.
- MODIGLIANI, Franco. 1982. "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation". **The Journal of Finance**. Vol. 37, No. 2: 255-273
- MODIGLIANI, Franco and MILLER, Merton. H. 1958. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". **The American Economic Review**. Vol 48, No. 3: 261-297.
- MODIGLIANI, Franco and MILLER, Merton. H. 1963. "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". **The American Economic Review**. Vol. 53, No. 3: 433-443.

- MYERS, Stewart C. 1984. "The Capital Structure Puzzle". **The Journal of Finance**. Vol. 39, No. 3: 574-592.
- NIKBAKHT, Ehsan and GROPELLI, Angelico A. 2012. **Finance**, Sixth Ed. Ed. Barron's, New York (USA).
- NYBERG, Anthony J., FULMER, Ingrid Smithey, GERHART, Barry and CARPENTER, Mason A. 2017. "Agency Theory Revisited: CEO Return and Shareholder Interest Alignment". **Academy of Management Journal**, Vol. 53, No. 5: 1029-1049.
- PELEG, Doron. 2014. **Fundamental Models in Financial Theory**. Ed. The MIT Press, Cambridge (USA).
- PÉREZ, Carlos Hernán. 2009. Realidad empresarial y formación de administradores. En Winston M. Licon Calpe y Ángel Rodrigo Vélez Bedoya (Eds.), **Lecturas críticas y alternativas de realidad empresarial**. Ed. Universidad del Rosario. Bogotá (Colombia).
- ROSS, Stephen A. 1973. "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem". **The American Economic Review**, Vol. 63, No. 2: 134-139.
- SCHAUTEN, Marc B. J. and SPRONK, Jaap. 2010. Optimal Capital Structure Reflections on Economic and Other Values. En Constantin Zopounidis and Panos M. Pardalos (Ed.), **Handbook of Multicriteria Analysis**. Ed. Springer, Heidelberg (Alemania).
- STIGLITZ, Joseph E. 1969. "A Re-examination of the Modigliani -Miller Theorem". **American Economic Review**. Vol. 59, No. 5: 784-793.
- STIGLITZ, Joseph E. 1974. "On the Irrelevance of Corporate Financial Policy". **American Economic Review**. Vol. 64, No. 6: 851-866.
- SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. s.f. **Sistema de Información y Reporte Empresarial**. Bogotá (Colombia). Disponible en: <http://sirem.supersociedades.gov.co:9080/Sirem2/>, Consultado el: 02.04.2018
- TALMOR, Eli. 1984. "The determination of corporate optimal capital structure under value maximization and informational asymmetry". **Journal of Economics and Business**. Vol. 36, No. 1: 65-75.
- TITMAN, Sheridan and WESSELS, Roberto. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". **The Journal of Finance**. Vol. 43, No. 1: 1-19.



**UNIVERSIDAD
DEL ZULIA**

opción

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

Año 34, Especial N° 18, 2018

Esta revista fue editada en formato digital por el personal de la Oficina de Publicaciones Científicas de la Facultad Experimental de Ciencias, Universidad del Zulia.
Maracaibo - Venezuela

www.luz.edu.ve

www.serbi.luz.edu.ve

produccioncientifica.luz.edu.ve