

ANÁLISIS COMPARADO DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS CASTELLANO-LEONESAS

Gabriel de la Fuente Herrero

Félix J. López Iturriaga

Departamento de Economía y Administración de Empresas. Universidad de Valladolid.

I. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL: UNA HISTORIA AZAROSA

La interdependencia de las decisiones financieras de la empresa -inversión, financiación y dividendos- y relevancia en la creación de valor en la empresa constituye el objeto de estudio de múltiples trabajos, teóricos y empíricos, que se han sucedido ininterrumpidamente desde 1958, año en el que Modigliani y Miller avivaron el debate con la publicación del renombrado artículo *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*.

Hasta entonces, la teoría tradicional postulaba la relevancia de la estructura de capital y la existencia de una relación óptima entre los recursos propios y ajenos que minimizaba el coste de capital y, por tanto, maximizaba el valor empresarial. En el citado artículo, los autores citados demuestran que en mercados perfectos de capitales⁽¹⁾ el valor de mercado de la empresa es independiente de la forma como ésta financie sus inversiones. Se produce, por tanto, la completa disociación de la estructura de inversión y la de capital. El valor de mercado de la empresa viene determinado por la primera, es decir, por la capacidad de sus activos para generar renta, y no por la distribución de la misma entre los distintos tipos de aportantes de fondos.

En los años inmediatamente posteriores proliferan las generalizaciones de las proposiciones de Modigliani y Miller mediante la aplicación de modelos de equilibrio general de mercado como, por ejemplo, los trabajos de Hamada (1969), Stiglitz (1969) y Rubinstein (1973).

Más recientemente los desarrollos teóricos proceden a la relajación de alguna de las implicaciones de la hipótesis de mercados perfectos, tan distantes de la realidad. Así, los nuevos modelos contemplan la existencia de impuestos (MM, 1963; Haley, 1971; Miller, 1977; Modigliani, 1988), costes de quiebra (Kim y otros, 1979), inflación (Hochman y Palmon, 1983), información asimétrica (Ross, 1977) y costes de agencia (Jensen y Mecklin, 1976).

La consideración de las imperfecciones de los mercados da también lugar a diferentes estudios empíricos en los que se pretende demostrar la influencia de la decisión de financiación y dividendos sobre el valor de mercado de la empresa, así como determinar la interrelación de éstas con la de inversión (Myers, 1988; Azofra y Miguel,

1990).

Aceptada la existencia de efectos valoración (Azofra y Miguel, 1990), podrían existir ratios-objetivo de financiación y dividendos a los que, en el largo plazo, las empresas ajustarían su política. Estas mismas fricciones impedirían un ajuste completo, limitándose las empresas a mantener pautas de ajuste parcial. Además, y como ya se ha apuntado, podrían dar lugar a importantes interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos.

En este contexto se enmarca el presente trabajo, cuyo objetivo consiste en determinar los rasgos característicos del comportamiento de las empresas castellano-leonesas en lo que a la estructura de capital atañe. Con este fin se analiza la estructura económico-financiera de las empresas de la comunidad en función de la distribución provincial y sectorial de la actividad económica. Con este objeto adoptamos una postura marcadamente positiva. Nuestro propósito es describir la situación real de las empresas, soslayando cualquier pretensión normativista que intentase modelizar dicha realidad.

2. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS, FUENTE ESTADÍSTICA Y MUESTRA.

La metodología utilizada consiste en una técnica estadística multivariante denominada análisis de conglomerados o *cluster analysis*. Ésta permite agrupar a los individuos analizados a partir de sus características comunes, de modo que se formen grupos cuyos componentes presenten una elevada homogeneidad interna y, simultáneamente, la máxima heterogeneidad externa posible⁽²⁾. Dentro de los criterios posibles para determinar la inclusión de los individuos en un grupo determinado, hemos optado por el procedimiento *K-means*. Este método asigna cada individuo (en nuestro caso, los valores correspondientes a cada provincia o a cada sector) a aquel conglomerado cuyo centroide se encuentre más próximo, proximidad ésta medida a través de la distancia euclídea.

La amplia bibliografía disponible relativa a la metodología aplicada contrasta con la escasez, cuantitativa y cualitativa, documental de la actividad económica de las empresas que operan en Castilla y León. La información finalmente utilizada procede primordialmente de dos fuentes. En primer lugar, los datos regionales se han obtenido de la reciente publicación *Análisis económico-financiero de las empresas de Castilla y León por sectores de actividad 1989-1990* del Servicio de Estudios de la Consejería de Economía y Hacienda de la citada Comunidad Autónoma. Los datos del conjunto nacional provienen de la publicación del Instituto de Estudios Fiscales del Ministerio de Economía y Hacienda, *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias (1989-1990)*.

Las fuentes arriba citadas ofrecen datos agregados de las empresas domiciliadas en la Comunidad de Castilla y León con obligación legal de depositar las cuentas anuales abreviadas en el Registro Mercantil, en el primer caso, y de las empresas sujetas al impuesto de sociedades, en el segundo, no recogiendo, entre otras, la información relativa a la actividad empresarial de las personas físicas⁽³⁾.

En cualquier caso, no resulta posible el uso de datos individuales de empresas,

por otra parte idóneo para estudios de este tipo, lo cual obliga a manejar agregados provinciales y sectoriales. Esta información no refleja la diversidad de valores y comportamientos de las empresas, siendo necesario recurrir a valores medios para cada provincia o para cada sector de la actividad⁽⁴⁾. Sería pues deseable que se hiciese un esfuerzo entre profesionales e instituciones con el fin de ampliar y actualizar la información existente y conseguir una mayor exactitud de la misma.

El análisis se ha efectuado con el paquete estadístico BMDP Statistical Software para pc's. Para determinar los grupos se ha elaborado una batería de ratios obtenida a partir de los balances de situación agregados a 31-XII-1989 y 31-XII-1990 y de la cuenta de pérdidas y ganancias en las mismas fechas. En el proceso de agrupamiento un subconjunto de esta batería se revela como especialmente indicado para la catalogación. Dichos ratios se clasifican finalmente en dos grupos de variables: variables de liquidez y variables de estructura de financiación. (Véase tabla 1)

Variables de liquidez	Variables de estructura de financiación
(Realizable + disponible)/Pasivo circulante	Pasivo circulante/Deuda total
Disponible/Pasivo circulante	Fondos permanentes/Inmovilizado
Pasivo circulante/Ventas	Fondos propios/Fondos permanentes
	Gastos financieros/Recursos generados netos
	Recursos generados netos/Deuda largo plazo
	Inmovilizado/Activo total
	Gastos financieros/Deuda total
	Beneficio neto/Fondos propios
	(Beneficio neto + gastos financieros)/Activo total neto
	Deuda total/Fondospropios

Tabla 1.

El método no jerárquico *K-means* por el que se ha optado exige la determinación *a priori* del número de conglomerados que se desea construir. Realizadas distintas pruebas se observó que el número óptimo de agrupaciones resultó ser tres y cinco en el análisis provincial y sectorial, respectivamente. Cualquier otra partición conduciría, bien a una excesiva atomización de los conjuntos que no permitiría establecer pautas semejantes, bien a una escasa similitud *intra-clusters*.

3.- UNA PRIMERA APROXIMACIÓN.

La actividad económica desarrollada por el total de empresas domiciliadas en la comunidad autónoma castellano-leonesa -141.883⁽⁵⁾ entidades en 1990 que representan el 6,82 por ciento del total nacional- se caracteriza por un volumen de ventas de 3.573.185 millones, poco más del 4 por ciento de la facturación nacional, ocupando a 407.082 trabajadores.

En cuanto a la forma jurídica, destaca el elevado número de personas físicas respecto al resto de alternativas, 112.869 frente a 29.014 empresas, es decir, casi el 80 por ciento del conjunto de la comunidad. De estas 112.869, poco más del 90 por ciento está constituido por explotaciones sin asalariados, lo que representa aproximadamente el 72 por ciento del total de empresas castellano-leonesas. En segundo lugar se sitúan las empresas con forma societaria que aglutinan cerca del 10 por ciento del total de empresas. (Véase tabla 2)

Tipo de Empresa	Total	Porcentaje
Personas físicas	112.869	79,55%
Sociedades	13.960	9,84%
Cooperativas	1.661	1,17%
Comunidades de bienes y propietarios	9.392	6,62%
Asociaciones	1.992	1,4%
Administraciones Públicas	2.009	1,42%
Total	141.883	100%

Tabla 2. Fuente: "Las empresas españolas en las fuentes tributarias en 1990". Instituto de Estudios Fiscales.

La distribución del número de empresas por tamaño, medido éste por el número de empleados se recoge en la tabla 3. Del mismo se desprende la importancia de la empresa sin asalariados, que reúne al 71,22 por ciento del total de empresas, ascendiendo al 95 por ciento si tomamos empresas con menos de diez trabajadores, ligeramente superior al 93,46 por ciento nacional. El número de empresas con más de 250 asalariados alcanza el 0,07 por ciento, claramente inferior al 0,16 por ciento nacional.

Dimensión	Total	Porcentaje
Sin asalariados	101.046	71,22%
De 1 a 10	33.793	23,82%
De 11 a 50	6.076	4,28%
De 51 a 250	867	0,61%
De 251 a 500	54	0,04%
Más de 500	47	0,03%
Total	141.883	100%

Tabla 3. Fuente: "Las empresas españolas en las fuentes tributarias en 1990". Instituto de Estudios Fiscales.

Por actividades sobresale la significación de cuatro sectores: Alquileres inmobiliarios, Comercio y reparaciones, Construcción y Hostelería y restauración que apiñan algo más del 82 por ciento de las empresas domiciliadas en la comunidad. Respecto a las ventas totales realizadas por las empresas castellano-leonesas, una cifra en torno al 72 por ciento es absorbida por los sectores Industria y Comercio, que dan empleo a las dos terceras partes del total de trabajadores contratados.

Apuntados los rasgos más característicos de la actividad económica de las empresas castellano-leonesas, en las líneas que siguen se realiza una primera aproximación de la estructura económico-financiera de las 10.650 empresas obligadas a depositar las cuentas anuales en el Registro, objeto de nuestro análisis. Intentaremos dar los perfiles de aquellos grupos que aglutinan a la mayor parte de las empresas objeto de estudio.

De estas 10.650 firmas, el 96 por ciento se constituyen bajo la forma de sociedad anónima, dos terceras partes del conjunto de empresas castellano-leonesas están domiciliadas en Burgos, León y Valladolid, poco menos del 79 por ciento de sociedades gestionan un activo inferior a 100 millones y destaca la relevancia de los sectores de Comercio y hostelería, Construcción y Crédito y seguros que reúnen el 56 por ciento del total de la inversión en activo y cerca del 46 por ciento del número de sociedades.

El balance financiero agregado a nivel regional para el año 1990 presenta un activo total que asciende a 1.282.047 millones, del que 874.793 millones (el 68,23 por ciento) corresponde al activo circulante y 407.255 (el 31,76 por ciento) al activo fijo. Esto pone de manifiesto la flexibilidad de la estructura económica de nuestras empresas, mayor que la ofrecida por el balance financiero agregado a nivel nacional donde el activo fijo y activo circulante, respecto al total, representan un 47,87% y 52,12% respectivamente.

Esta estructura de inversión es financiada fundamentalmente mediante capitales permanentes cuyo volumen se eleva a 517.231 millones (40,34 por ciento del total de pasivo frente al 55,10% a nivel nacional); mientras que la financiación a corto alcanza 764.916 millones (59,66 por ciento, 44,90 a nivel nacional), resultando en consecuencia un equilibrio financiero aceptable que viene representado por un fondo de rotación de 109.976 millones (8,57% del activo total; 7,22% en el balance de todas las comunidades).

En cuanto a las fuentes de financiación utilizadas, destacan los capitales ajenos con un 71,82 por ciento del total del pasivo frente al 28,18 por ciento en que los capitales propios participan en el pasivo total del balance financiero (porcentajes que para el balance agregado a nivel nacional suponen un 63,83 y 36,17 por ciento respectivamente).

El análisis de la estructura de capital en función del tamaño de empresa -expresado éste por el volumen del activo- revela el mayor recurso al endeudamiento en los casos extremos de empresas de menor y mayor tamaño (activo con menos de 10 y con más de 5.000 millones) representado por un ratio de deuda sobre total pasivo del 76,68 y 82,68% respectivamente, mientras que el resto de empresas alcanzan valores medios.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

4.1. Análisis sectorial

En una primera aproximación se realizó un análisis de conglomerados partiendo del conjunto de individuos y del total de variables empleadas. El elevado poder discriminatorio alcanzado por las variables referentes a la estructura de financiación anulaba el efecto de las variables de liquidez. Este resultado no hace sino confirmar el propósito de nuestro estudio: las empresas castellano-leonesas pueden clasificarse en función de su estructura de capital y dicha clasificación resulta significativa. Asimismo aconseja realizar el trabajo distinguiendo entre catalogación de las observaciones en función de sus variables de liquidez, por una parte, y de la estructura de financiación, por otra. De esta forma queda abierta la posibilidad de que las empresas presenten un comportamiento financiero diferenciado en atención al distinto plazo temporal.

El proceso se inicia con una primera clasificación de las observaciones en tres grupos. Aumentado el número de conglomerados hasta cinco se perciben algunas mejoras como el incremento de las semejanzas *intra-clusters* medido a través de la distancia entre cada observación y el centroide del conglomerado. Además no se produce ninguna distorsión en las reagrupaciones, es decir, no existe ningún par de observaciones que perteneciendo al mismo cluster, cuando se realiza la partición más numerosa, procedieran de distinto conglomerado al hacer la triple partición. Las variables significativas en la estructuración coinciden en ambos años, tratándose de los ratios de pasivo circulante/ventas y prueba ácida (suma de realizable a corto plazo y disponibilidades líquidas sobre el pasivo circulante). Las agrupaciones así obtenidas se recogen en la siguiente tabla:

1989	1990
Administración	Administración
Créditos	Créditos
Minerales metálicos Minerales no metálicos Químicos Maquinaria Alimentación Transportes Servicios venta No identificados Industrias diversas	Minerales metálicos Minerales no metálicos Químicos Maquinaria Alimentación Transportes Servicios venta No identificados Industrias diversas Material transporte Pasta de papel
Edificios Energía	Edificios Energía

Textiles Comercio y hostelería Agricultura Material de transporte Pasta de papel	Textiles Comercio y hostelería Agricultura
--	--

Como aspectos más notables de esta clasificación destaca el último conglomerado, cuyos valores de los ratios citados son los más bajos para el par de periodos descritos. Estos resultados se explican considerando la elevada proporción que representa la cifra de negocios sobre el pasivo circulante en sectores tales como la hostelería o la agricultura, así como activos de muy corto plazo marcadamente inferiores a los valores medios de otros sectores. Resalta también como distintivo que presenta una continuidad temporal el tercero de los conglomerados resultantes. Mientras sus valores para la prueba ácida permanecen en unos niveles intermedios, presenta una rotación baja del pasivo circulante en relación a la cifra de ventas. Otra consideración reseñable a partir de estos resultados estadísticos consiste en la separación del sector de administración como grupo independiente, fundamentalmente debido a su elevado ratio de pasivo circulante sobre ventas, que llega a ser tres, cuatro o cinco veces superior a la media de los otros grupos respectivamente.

Analizando ahora la clasificación lograda a partir de las variables de estructura de financiación debemos comenzar indicando que el ratio de *leverage* es la única significativa para la clasificación, entendido este ratio como el cociente entre la deuda y los recursos propios. Con el fin de determinar si existe alguna otra medida especialmente adecuada para examinar la estructura de capital, se introdujeron ratios semejantes sin que resultasen significativos ni mermasen la significación de la variable reseñada. La organización de los conglomerados es la recogida en la tabla adjunta:

1989	1990
Crédito	Créditos
Edificios Comercio y hostelería	Edificios Comercio y hostelería
Químicos Maquinaria Alimentación Industrias diversas Servicios venta No identificados	Químicos Maquinaria Alimentación Industrias diversas Servicios venta No identificados Pasta de papel Transportes Agricultura Minerales no metálicos

Textiles Agricultura Material de transporte Pasta de papel Transporte Minerales no metálicos	Textiles Agricultura Material de transporte
Minerales metálicos Administración	Minerales metálicos Administración

Los resultados estadísticos destacan un primer grupo formado exclusivamente por el sector de Crédito y seguros. La característica distintiva es la de un valor de la deuda extraordinariamente elevado en relación a los fondos propios (entre tres y cuatro veces superior al de los otros sectores), lo cual es lógico a juzgar por el tipo de actividad de dichas entidades. El grupo formado por los sectores Edificios y Comercio actúa también con altos valores del ratio deuda/fondos propios. Por el contrario, sectores pertenecientes a los dos últimos grupos recurren en menor medida a la deuda, aunque esta afirmación no puede ser tomada en sentido absoluto ya que arrojan una considerable dispersión.

4.2. Análisis provincial

Debido al paralelismo que intentamos mantener entre los dos tipos de análisis, los resultados de este epígrafe han de ser interpretados a la luz de las provisionales conclusiones extraídas del apartado anterior. De modo análogo al estudio sectorial, en primer lugar se realizó una clasificación de las observaciones disponibles en función de un conjunto de variables que no diferenciase entre corto y largo plazo. Las variables significativas para la formación de las agrupaciones resultaron ser tanto las relativas a liquidez como a estructura financiera. En consecuencia, decidimos continuar con la misma metodología efectuando dos clasificaciones: una atendiendo a la estructura económica financiera de corto plazo y otra en función de la estructura de capital.

Realizada la clasificación para las variables de liquidez, la distribución óptima es la misma para los dos años y aparece recogida en la siguiente tabla:

1989	1990
Salamanca	Salamanca
Burgos	Burgos
Palencia	Palencia
Segovia	Segovia
Soria	Soria
Valladolid	Valladolid
Zamora	Zamora
Avila	Avila
Castilla y León	Castilla y León
España	España

León	León
------	------

Además de agrupar a los individuos de forma idéntica, las variables que han presentado mayor poder discriminante son también las mismas para ambos periodos: ratio de liquidez inmediata (cociente entre disponible y pasivo circulante) y ratio de pasivo circulante sobre ventas (en adelante PCV), siendo ésta última la que tiene mayor influencia.

En este último ratio se encuentra la razón para la segregación de Salamanca como grupo independiente, puesto que su valor es tres y seis veces superior al de los otros dos grupos respectivamente. Su explicación debe conectarse con las explicaciones dadas en el estudio sectorial de las variables de liquidez. En aquel momento indicamos que el sector de administración general destaca por su elevado valor del ratio PCV, lo que queda confirmado al reparar en que la mitad de las Administraciones Públicas recogidas en el estudio se encuentran ubicadas en la provincia salmantina.

En cuanto al segundo de los conglomerados obtenidos, el tamaño nos indica que se trata de una agrupación relativamente heterogénea. Es de destacar, a pesar de su inclusión, la discordancia de los valores del conjunto nacional. En concreto, el valor correspondiente al total del territorio español es el que presenta mayor distancia hasta el centroide del grupo en ambos años, lo que revela su discordancia con el valor medio regional.

También se debe efectuar un breve comentario respecto a otro grupo unitario, constituido por León. Este cluster viene caracterizado por un valor muy pequeño de PCV y un valor del ratio de liquidez inmediata negativo. Como en casos anteriores, estos resultados pueden valorarse a partir de las pautas esbozadas por el estudio sectorial. En éste el sector Minerales no metálicos se inscribe en aquellos *clusters* con unos menores ratios de PCV. Pues bien, la provincia de León aglutina a 62 de las 70 empresas de extracción de combustibles sólidos y a 50 de las 99 empresas dedicadas a la extracción de otros minerales no metálicos ubicadas en la región. No es de extrañar que, con un peso relativo tan elevado, el sector de la minería no metálica transmita su influencia al conjunto de los valores provinciales leoneses. El valor negativo del ratio de liquidez inmediata se debe a la influencia del sector comercio, cuyos valores de tesorería son negativos (cabe pensar que originados por descubiertos bancarios) y que pertenece al *cluster* que mostró unos valores medios extraordinariamente reducidos en comparación con los demás grupos obtenidos en el apartado de análisis sectorial. No en vano más de la tercera parte del activo total de la provincia leonesa se afecta al sector Comercio, hostelería y restaurantes (35'1% exactamente).

El examen de las variables de estructura de financiación indica de nuevo la conveniencia de una triple partición, si bien en este caso el proceso de agrupamiento no es igual para los dos años. Dicho proceso se sintetiza en la siguiente tabla:

1989	1990
Salamanca	Salamanca

Burgos	Burgos
Palencia	Palencia
Segovia	Segovia
Soria	Soria
Valladolid	Valladolid
Zamora	Zamora
Avila	León
Castilla y León	Castilla y León
España	España
León	Avila

A pesar de que la distribución no es idéntica, sí que lo son las variables a las que se les reconoce capacidad discriminante. En concreto, la única variable significativa a estos efectos es el ratio de *leverage*, resultado que corrobora el objetivo de nuestro trabajo.

Atendiendo a los valores medios de esta variable en cada conglomerado, se observa que el primer y tercer grupo del año 1989 y el primero del año 1990 presentan valores del citado ratio considerablemente elevados. La explicación puede encontrarse en la distribución sectorial de cada provincia. Ya se ha explicado anteriormente que el sector Crédito y seguros presentaba ratios de endeudamiento extraordinariamente elevados. Esta misma influencia se refleja en el reparto por provincias ya que León y Salamanca reúnen 23 de las 44 entidades de crédito y seguros registradas en nuestra Comunidad Autónoma.

5. CONCLUSIONES

A modo de sumario es importante reseñar las significativas diferencias en cuanto al comportamiento de financiación seguido por las empresas castellano-leonesas obedeciendo a su adscripción sectorial, resultado que evidencia la interdependencia de las decisiones financieras (inversión, financiación y dividendos). Se constata, asimismo, la presencia de grupos estratégicos, en cuanto a estructura financiera atañe, en gran parte explicada por el peso relativo de los distintos sectores en cada uno de los agregados provinciales.

La distinta especificidad de las inversiones propias de cada uno de los sectores conducen a distintas combinaciones de las fuentes financieras. Cinco son los grupos que se pueden distinguir a través del ratio de endeudamiento. Entre ellos destaca el sector Crédito y seguros, caracterizado por un recurso a los fondos ajenos muy superior al de los demás sectores, con un valor medio de 6,65 para el año 1990, lo cual resulta lógico a tenor del tipo de actividad. En el otro extremo se situán los sectores Administración y Minerales metálicos, con valores medios más de diez veces inferiores al anterior. En este último caso, los resultados son coherentes con la mayor especificidad de sus activos. Conviene también subrayar el importante peso de la deuda en el grupo formado por los sectores Edificios* y Comercio y hostelería, la cual duplica al valor de los fondos propios, situación que presupone activos más versátiles.

Notas y referencias del texto:

1. La hipótesis de mercados perfectos implica, básicamente, la existencia de un mismo tipo de interés para prestar y pedir prestado, ausencia de restricciones al endeudamiento, mercados competitivos, expectativas homogéneas, ausencia de impuestos, inexistencia de costes de quiebra y/o transacción e información perfecta.

2. Se trata de un modelo relativamente generalizado en las ciencias sociales para el estudio de algunos aspectos cuantitativos. Una interesante exposición de estas aplicaciones puede encontrarse en Sánchez Carrión 1984.

3. *El Análisis económico-financiero de las empresas de Castilla y León por sectores de actividad 1989-1990* excluye también a las empresas operando en la comunidad a través de establecimientos ubicados en la misma no están domiciliadas en ésta.

4. Llegados a este punto hemos de reconocer la labor realizado especialmente por los autores de la primera publicación. A pesar de su carácter limitado, se trata del principal estudio de estas características existente a nivel regional.

5. Fuente: Las empresas españolas en las fuentes tributarias en 1990. Instituto de estudios fiscales.

6. BIBLIOGRAFÍA

- AZOFRA PALENZUELA, V. (1986). "Bases para un modelo explicativo de la estructura de capital de la empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. vol. 15, nº 49.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (1987). *La estructura de capital de la empresa: factores explicativos*. Universidad de Valladolid. Valladolid.
- AZOFRA PALENZUELA, V. y MIGUEL HIDALGO, A. de (1990). "La interrelación de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la gran empresa industrial española". *ESIC-Market*. Julio-septiembre. pag. 115-139.
- BISQUERRA ALZINA, R. (1989). *Introducción conceptual al análisis multivariante*. PPU, S.A. Barcelona.
- HALLEY, C.W. (1971). "Taxes, The Cost of Capital, and The Firms Investment Decisions". *Journal of Finance*. nº 4, pag. 901-917.
- HAMADA, R. (1969). "Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance". *Journal of Finance*. vol. 24, nº 1, pag. 13-31.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991). "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*. vol. XLVI, nº1, pag. 297-355.
- HOCHMAN, S. y PALMON, O. (1983). "The Irrelevance of Capital Structure for the Impact of Inflation on Investment". *Journal of Finance*. Vol. 38, nº3, pag. 785
- INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1993). *Las empresas Españolas en las fuentes tributarias en 1990*. Madrid.
- INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1993). *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias (1989-1990)*. Madrid.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. vol 3. pag. 305-360.
- Junta de Castilla y León (1988-1992). *Informes de Coyuntura*. Valladolid.
- Junta de Castilla y León (1993). *Análisis económico-financiero de las empresas de Castilla-León por sectores de actividad. 1989-1990*. Valladolid.
- KIM, E.H.; LEWELLEN, W.G. y McCONNELL, J. (1979). "Financial Leverage Clientes: Theory and Evidence". *Journal of Financial Economics*. nº 7. pag. 83-109.
- MARTINEZ RAMOS, E. (1984). "Aspectos teóricos del análisis de *cluster* y aplicación a la caracterización del electorado potencial de un partido". En J.J. Sánchez Carrión (Ed.). *Introducción a las técnicas de análisis multivariante aplicadas a las ciencias sociales*. Madrid: Centro de Investigaciones Sociológicas. pag. 165-205.
- MILLER, M.H. (1977). "Debt and Taxes". *Journal of Finance*. vol. 32, nº 2. pag. 261-275.
- MODIGLIANI, F. (1988). "Past, Present, Future". *Journal of Economics Perspectives*. vol. 2, nº 4, pag. 149-158.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". *American Economic Review*. vol. 68. nº 3. pag. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction". *American Economic Review*. vol. 53, pag. 433-443.
- MYERS, S.C. (1974). "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions- Implications for Capital Budgeting". *Journal of Finance*. vol. 29. nº 1. pag. 1-25.
- ROSS, S.A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive-

- Signalling Approach". *The Bell Journal of Finance*. pag. 167-181.
- RUBINSTEIN, M.E. (1973). "A Mean-Variance Syntesis of Corporate Financial Theory". *Journal of Finance*. pag. 167-181.
- STIGLITZ, J.E. (1969). "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem". *American Economic Review*. pag. 785-793.