

DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LOS SERVICIOS FINANCIEROS MEXICANOS

Mario Aceves Mejía

Benemérita Universidad Autónoma de Puebla
ORCID: 0000-0003-0770-3596

María del Pilar Castelán Luna

Benemérita Universidad Autónoma de Puebla
ORCID: 0000-0002-6588-2062

Edsson Al Dixon Acosta

Benemérita Universidad Autónoma de Puebla
ORCID: 0009-0001-0794-4894

Rufina Georgina Hernández Contreras

Benemérita Universidad Autónoma de Puebla
ORCID: 0000-0003-3200-392X

Resumen

El presente trabajo tiene por objetivo descubrir los determinantes de la estructura de capital con respecto a las empresas pertenecientes al Sector de Servicios Financieros pertenecientes a la clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores, durante el período de 2001 a 2023, y bajo esta premisa definir cuál es el comportamiento que concentra las decisiones de financiación de dichas emisoras. A saber, la relevancia de esta investigación reside en verificar los determinantes del endeudamiento en las empresas financieras de un país emergente, a fin de comparar los resultados con las predicciones de las teorías del Equilibrio Estático *versus* el enfoque de la Jerarquía Financiera. A su vez, la metodología empleada se basa en una estructura de datos de series de tiempo determinando así la relación de la variable dependiente que será el cálculo de la deuda neta en concordancia con un conjunto de variables independientes relativas a la rentabilidad definidas.

Palabras clave: Estructura de capital; Deuda neta; Rentabilidad.

Abstract

The present investigation aims to discover the determinants of the capital structure with respect to the companies belonging to the Financial Services Sector of the classification of the Mexican Stock Exchange, during the period from 2007 to 2023, under the premise of defining which theory it better concentrates the financing decisions of these broadcasters. Namely, the relevance of this research lies in verifying the determinants of indebtedness in financial companies in an emerging country, in order to compare the results with the predictions of the Static Equilibrium theories *versus* the Financial Hierarchy approach. In turn, the methodology to be used is based on a panel data structure, thus determining the relationship of the dependent variable that will be the calculation of the net debt in accordance with a set of independent

variables defined by the theoretical approach of corporate finance.

Keywords: Capital structure; Net debt; Profitability.

Introducción

Particularmente, la estrategia a precisar en el presente proyecto estará encaminada a la definición de los determinantes de la estructura de capital de las empresas que integran la muestra del S&P BMV IPC SERVICIOS FINANCIEROS (índice bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores). A saber, debido al conocimiento y comprensión de dichos fundamentales categóricos, es posible puntualizar los mecanismos de transmisión de una estrategia de financiamiento óptima para las compañías del grupo en cuestión, y así definir la dinámica de financiamiento empresarial que se realiza en la actualidad donde se tienen dos distintas alternativas: el enfoque de Equilibrio Estático o en su caso, la teoría de Jerarquía Financiera.

A saber, en el *corpus* teórico-práctico financiero-contable, la estructura óptima de capital ha sido una de las tesis más controvertidas, puesto que no existe un consenso general en cuanto a la definición de los determinantes de la estructura de capital, produciéndose un debate entre posturas que consideran relevante al endeudamiento *versus* al uso jerárquico de los recursos propios, dos escenarios y consideraciones en las que las variables determinantes de los mismos son contrarias o en su caso insignificantes.

Al respecto, el tratamiento científico y formalizado tanto por la utilización de referencias, comparación, análisis y trabajo cuantitativo basado en la obtención de evidencia empírica, es esencial para la definición de la estructura de capital de las empresas debido a que el objetivo de los directivos es incrementar el valor de la empresa para los accionistas, al mismo tiempo que en términos microeconómicos el objetivo de las compañías —como células productivas— es la maximización de beneficios. De esta manera, el trabajo colegiado en cuestión presenta impacta en la fundamentación sobre las bases

teórico-prácticas al definir un conjunto de relaciones de causalidad para determinar con mayor eficiencia la toma de decisiones sobre la estructura de capital de las empresas de servicios financieros mexicanas, haciendo uso de los conocimientos financiero-contables en términos corporativos como lo son el desarrollo de Hojas de Balance, Estados de Resultados, así como Razones Financieras.

Marco referencial. El debate de la estructura de capital

La existencia o no de una estructura de capital óptima para las empresas, así como sus factores estratégicos definidos por medio de los determinantes de ésta, ha sido uno de los temas más controvertidos de la literatura financiero-contable desde que Modigliani y Miller (1958) contravinieron su propia formulación con respecto a la irrelevancia de la estructura de capital en el valor de la empresa para dar énfasis a mecanismos de transmisión de la dirección financiera y contable por medio del endeudamiento en 1963. Particularmente, a pesar de que ya han transcurrido 60 años desde esta última publicación, estos autores sentaron las bases teórico-prácticas de las finanzas corporativas, que han derivado en diversos estudios sobre la estructura de capital de suma relevancia en la economía y las finanzas; sin embargo, la investigación realizada en la teoría de la estructura de capital hasta ahora no es capaz de mantener un consenso *per se*, y esto se debe a que la dinámica financiero-contable empresarial se desarrolla en escenarios sumamente heterogéneos.

A saber, el trabajo de Modigliani y Miller (1958, 1963) fue el pionero en plantear formalmente lo qué existe detrás de las decisiones de la estructura de capital de las empresas, es así que ambos reconocieron las ventajas impositivas particulares del uso de la deuda, debido a que contraer deuda genera intereses que son deducibles del pago de impuestos, al igual que otros beneficios igualmente fiscales; paradigma conocido como Teoría del Equilibrio Estático (TEE). En otros términos, definieron que los impuestos sí eran determinantes de la estructura de capital; y además advirtieron que, a pesar de las ventajas

del endeudamiento, las empresas no deberían contraer deuda potencialmente garantizada por sus activos, puesto que principalmente esto pudiera incrementar las probabilidades de caer en quiebra, y por lo tanto llegaron a considerar determinantes irrelevantes a los elementos intrínsecos de la empresa en la estructura de capital. En consecuencia, la Teoría del Equilibrio Estático (TEE) considera que la estructura de capital de las empresas viene determinada por la evaluación de costo-beneficio respecto al uso de deuda para financiar las operaciones (Serrasqueiro y Caetano, 2015).

Por su parte, Rivera (2002) y San Martín (2017) señalan que, si bien pueden existir imperfecciones con respecto a la estructura de capital, sostienen que:

- Existe una estructura financiera óptima, en donde los costos por dificultades financieras se igualan a los beneficios fiscales por deuda (que se puede explicar por el costo de oportunidad/*trade-off*).
- Además, la teoría de agencia, explica la existencia de conflictos entre propiedad y control de accionistas y prestamistas cuando se adquiere deuda, externalidad que es solventada por el costo de oportunidad/*trade-off*.

Y es así que apoyando el argumento del *trade-off*, Mejía y Andrés (2013), enfatizan que:

- Un incremento en los costos de quiebra reduce el nivel óptimo de deuda, de esta forma la deuda contraída por medio de terceros como lo es el sistema bancario es mejor que la emisión de deuda con garantía en los activos de las empresas.
- Un incremento en los escudos fiscales diferentes a la deuda reduce el nivel óptimo de deuda, de manera que el sistema impositivo produce un menor costo de oportunidad que el derivado de la emisión de deuda o la asociación por el mercado de valores.
- Un incremento en la tasa de impuestos al patrimonio de las personas incrementa el nivel óptimo de deuda, considerando los beneficios generados por el gravamen

impositivo en cuanto a deducción y generación de efecto aceleración entre el gasto público, el crecimiento económico y un nuevo ciclo de los negocios creciente iniciados por mayor inversión.

Por lo tanto, el enfoque de la TEE indica que mediante el endeudamiento los problemas de agencia tienden a reducirse, ya que, el endeudamiento serviría como un mecanismo disciplinario para los directores gracias a que la carga de la deuda prevendría el uso ineficiente de los recursos financieros (Mejía y Andrés, 2013; Modigliani y Miller, 1958; Rivera, 2002; Serrasqueiro y Caetano, 2015).

No obstante, algunos años más adelante, Myers (1977, 1984) determinó que el planteamiento de la TEE era insuficiente para analizar y explicar las nuevas formas de estructura de capital que se presentaron a mediados de los años 70's del siglo xx, debido a que un gran número de firmas internacionales pertenecientes a distintos sectores económicos comenzaron a amplificar su emisión de activos propios en los mercados de valores; es así como entró a la discusión la Teoría de la Jerarquía Financiera (TJF). En específico, la TJF argumenta que las empresas no deberían perseguir un nivel de deuda óptimo, sino que deben determinar su estructura de capital por medio de los recursos propios (Myers, 1977, 1984). Al respecto, la existente asimetría de información evidente entre los directores y acreedores cuando las condiciones crediticias entre acreedor y deudor dependen del valor de mercado del colateral, provocaría que, si la empresa tiene activos de alto valor, el acreedor tendrá mayor disposición a solicitar menos información acerca de la condición de la empresa. Por lo tanto, bajo este escenario, el costo de capital se reduce, pero paralelamente, existirían conflictos entre accionistas y acreedores debido a la transferencia de riqueza de los accionistas al acreedor.

También, Ramírez *et al* (2018) consideran que en términos generales las empresas (particularmente las grandes) presentan una estructura de capital definida por TJF debido a que el endeudamiento produce dos tipos de problemas: de una parte, de selección

adversa (problemas de agencia *ex-ante* de la relación contractual), referidos al conocimiento previo de los proyectos de inversión por parte de quien tiene que aportar los fondos; y en segundo lugar, el riesgo moral (problemas de agencia *ex-post* de la relación contractual), referidos al control del uso de los fondos aportados a la empresa. De esta forma, el sistema financiero ha redireccionado el crédito preponderantemente hacia el consumo en lugar del sector productivo, derivado de la espera de tiempo en la maduración de inversión en el ámbito productivo, el cual es un retorno de ingresos de mediano y largo plazo; mientras que por parte de las empresas, los consejos de administración solamente amplifican el endeudamiento y riesgo asumido con el único objetivo de incrementar la capitalización bursátil de la compañía por arriba de la minimización a la volatilidad de los rendimientos para los inversionistas.

A su vez, Myers y Majluf (1984), así como Watskins y Flores (2016) consideran que los problemas generados por el uso de la deuda devienen de factores macroeconómicos, legales y financieros singulares para cada país debido a que afectan el valor en el mercado de valores de una empresa; en específico, a) la inflación tiene mayor impacto en una empresa, en razón del financiamiento por deuda, en el ahorro, en la inversión, y en los dividendos de cada agente. Por consiguiente, si la inflación que se presenta en el mercado es alta, se reduce el margen de ingresos brutos (EBIIT), el acceso al crédito se dificulta igual que la inversión, así como se afectan las tasas de rendimiento de los inversores, y el ahorro. Por su parte b), en el sistema legal, determinará las características esenciales del sistema fiscal y financiero y, por lo tanto, aquellas relacionadas con acceso a subvenciones y endeudamiento por parte de las empresas. Finalmente, c) respecto al sistema financiero, si este se encuentra desarrollado, las pequeñas y medianas empresas tienen una mayor facilidad de endeudamiento, así como la protección de inversores, y es así que las empresas en general determinan una estructura de capital por medio de los determinantes considerados en la TJF.

En suma, la Teoría de la Jerarquía Financiera predice una relación negativa entre el endeudamiento y la rentabilidad. Esta asume que las empresas prefieren utilizar recursos propios antes que endeudarse, por lo tanto, mientras más rentable sea la empresa, hará menor uso de deuda como recurso financiero. Asimismo, la evidencia empírica sugiere que los factores específicos en la explicación de las decisiones de contratación de la deuda de la empresa están relacionados con el entorno económico y los mecanismos institucionales de cada país, como lo es el sector financiero, el sistema fiscal, el sistema legal y las prácticas de contabilidad (Myers, 1977, 1984; Myers y Majluf, 1984; Ramírez *et al*, 2018; Watskins y Flores, 2016).

En conclusión, es explícita la contraposición de los enfoques de la TEE *versus* la TJF, y su análisis implica reparar en que la dinámica financiero-contable de las diferentes empresas no se mantendrán en un *impasse*, inclusive tratándose de la misma a través del tiempo.

De esta forma, el financiamiento de activos por parte de las empresas puede llevarse a cabo mediante tres opciones: a) obtención de deuda (bancaria o corporativa); b) aporte de los accionistas y c) mediante fondos propios; de esta forma se derivan dos hipótesis generales:

a) En el sentido de Modigliani y Miller (1958): las empresas prefieren realizar endeudamiento como medida de financiación. De esta forma, la tasa de impuesto sobre la renta, la tasa de interés, la utilidad de operación, el tipo de cambio y el capital son factores que están relacionados negativamente con la estructura de capital; por el contrario, la inflación, los activos totales y las ventas netas son factores que están relacionados positivamente al incorporar la deuda a largo plazo en la estructura de capital utilizada por las empresas de los sectores de la comunicación y los servicios en México. A saber, este corpus teórico trata de predecir el nivel de deuda óptimo que deben fijar los

administradores a fin de minimizar los costos de bancarrota y maximizar las ventajas impositivas.

b) En el sentido de Myers (1984): las corporaciones no deberían perseguir un nivel de deuda óptimo; en otros términos, se le otorga menor importancia al financiamiento externo *per se* y más bien tiene precedencia el financiamiento por medio de los bienes en tenencia. Adicionalmente, señala que las decisiones de financiamiento siguen un orden jerárquico que se rige por el costo implícito de acceso al capital y la disponibilidad del mismo. Por consiguiente, las empresas preferirían utilizar los fondos propios, seguido de los aportes de capital por socios existentes o nuevos, y finalmente la emisión de deuda.

Metodología

En lo particular, se planea utilizar un modelo econométrico de *series de tiempo* para calcular la relación matemática del cálculo de endeudamiento neto, con respecto a dos variables de rentabilidad: 1) el cálculo del coeficiente de ingresos antes intereses e impuestos (EBIT) y 2) el retorno sobre activos (ROA) siendo todos ellos datos trimestrales que cambian en su extensión dependiendo de su ingreso como emisoras en el mercado de capitales (la mayor extensión corresponde del primer trimestre de 2001 al segundo trimestre de 2023). De esta forma, el modelo econométrico presentaría la siguiente forma funcional:

$$Deuda\ neta_{t,i} = b_1 + b_2 \text{ coeficiente de } EBIT_{t,i} + b_3 ROA_{t,i} + \epsilon_{t,i}$$

Donde:

$$Deuda\ neta = (Deuda\ corto\ plazo + deuda\ largo\ plazo) \\ - (efectivo + equivalentes\ de\ efectivo)$$

$$Margen\ de\ EBIT = \frac{Ingresos\ antes\ de\ intereses\ e\ impuestos}{Ingresos\ por\ ventas}$$

$$ROA = \frac{beneficio\ neto}{activos}$$

A saber, la técnica del modelo de series de tiempo (Hill *et al*, 2019), requiere que las variables utilizadas sean estacionarias, condición que se verifica mediante la prueba Dickey-Fuller como sigue en la tabla 1. En lo particular, todas las variables presentaron raíz unitaria en concordancia con los modelos de prueba convencionales utilizando constante y en algunos casos considerando la tendencia.

Tabla 1

Cumplimiento de estacionariedad en muestra sobre estructura de capital

Criterios	ADF con constante	ADF con constante y tendencia
	Crítico 10%: -2.57	Crítico 10%: -3.157
	Crítico 5%: -2.86	Crítico 5%: -3.461
	Crítico 1% -3.43	Crítico 1% -4.064
Tau Estadístico		
Grupo Financiero Banorte		
<i>Deuda neta</i>		-5.684***
Margen de Ebit		-5.388***
ROA	-3.006**	
Grupo Financiero Inbursa		
<i>Deuda neta</i>		-3.634**
Margen de Ebit		-6.757***
ROA		-10.135***
Banco del Bajío		
<i>Deuda neta</i>	-5.557***	
Margen de Ebit	-6.147***	
ROA	-0.324	
Banco Regional (Banregio)		
<i>Deuda neta</i>	-5.485***	
Margen de Ebit	-6.279***	
ROA	-8.295***	
Genera		
<i>Deuda neta</i>		-3.538**
Margen de Ebit		-6.386***
ROA		-4.169***
Grupo Bolsa Mexicana de Valores		

Deuda neta	-3.303*
Margen de Ebit	-7.333***
ROA	-7.699***
Qualitas Controladora	
Deuda neta	-3.167*
Margen de Ebit	-2.746*
ROA	-4.321

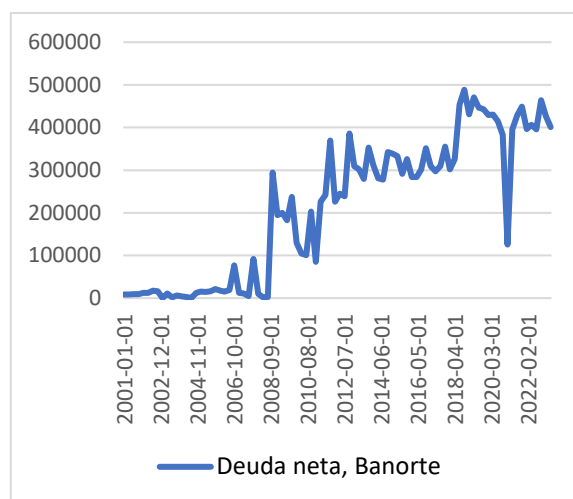
Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023), así como los reportes trimestrales de cada emisora.

Asimismo, el proyecto analiza los hechos estilizados referentes al nivel de endeudamiento de las emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores (en adelante BMV), que son representativas del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) específicamente del sector de servicios financieros, con respecto a los fundamentales de las Hojas de Balance General, el Estado de Resultados, así como algunos componentes del Flujo de caja. En específico, el IPC Servicios Financieros de la Bolsa Mexicana de Valores se constituye por las siguientes siete emisoras: 1) Grupo Financiero Banorte, 2) Grupo Financiero Inbursa, 3) Banco del Bajío, 4) Qualitas Controladora, 5) Gentera, 6) Regional (Banregio) y 7) Bolsa Mexicana de Valores.

En específico, el cálculo de deuda neta que es la variable más relevante para analizar la estructura de capital se presenta en las figuras 1 a 7. A su vez, es de suma importancia considerar que la información es asimétrica en cuando al rango de tiempo presentado para cada empresa debido a que su listado en el mercado de valores no fue simultaneo.

Figura 1.

Cálculo de deuda neta, Grupo Financiero Banorte, 1T 2001 a 2T 2023

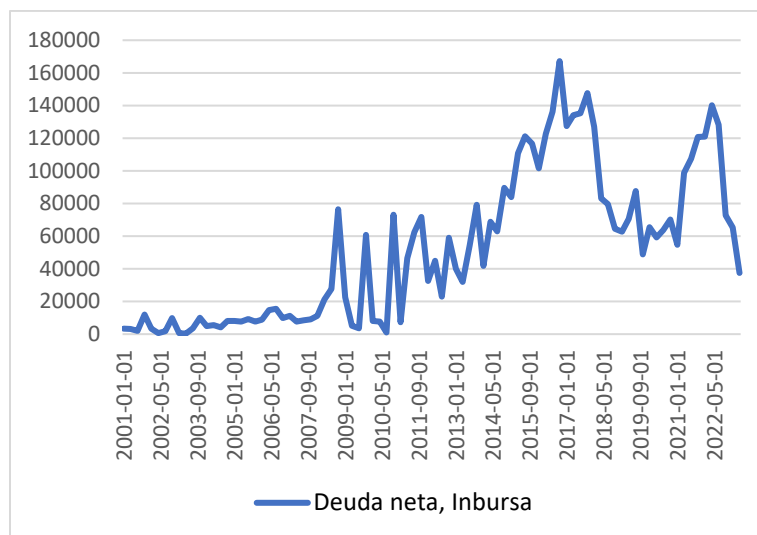


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

Con respecto a la dinámica de deuda de Grupo Financiero Banorte la figura 1 demuestra que la empresa presenta una trayectoria positiva en su nivel de apalancamiento, situación que a primera vista podría ser considerado como comportamiento de la Teoría de Equilibrio Estático, teniendo los mayores impulsos de endeudamiento en 2008, 2011, así como en su reintegración en el período de pandemia en 2020.

Figura 2.

Cálculo de deuda neta, Grupo Financiero Banorte, 1T 2001 a 2T 2023

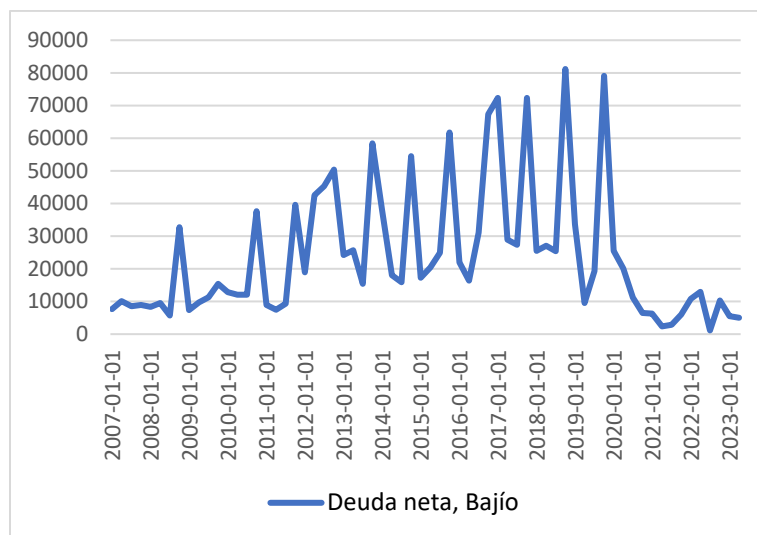


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

Por su parte, el caso de Inbursa podría considerarse entre los dos enfoques teóricos referentes a la estructura de capital, mientras en 2013 y 2016 el nivel de endeudamiento presentó sus mayores incrementos, con la llegada del declive en la estabilidad macroeconómica y las ampliaciones de la TIIE que caracterizaron a los años 2017 y 2018 es posible observar la reducción del apalancamiento como medida precautoria al riesgo.

Figura 3.

Cálculo de deuda neta, Banco del Bajío, 1T 2007 a 2T 2023

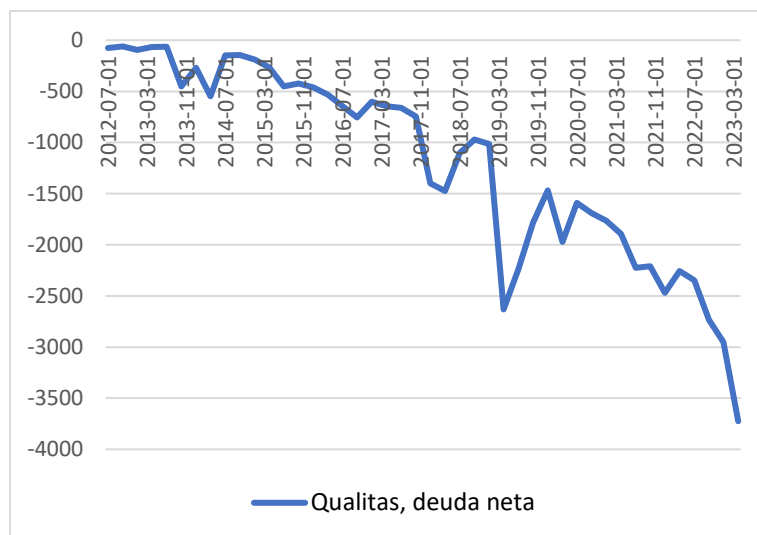


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

De todos los casos el más inusual es el referente a Banco del Bajío, debido a que, si bien desde 2009 a 2019 ha presentado niveles de deuda neta crecientes, estos son liquidados rápidamente, demostrando la utilización de los principios de la Teoría de Equilibrio Estático en dicha periodicidad. Sin embargo, exactamente desde el período de contingencia de 2020 su estructura de deuda ha presentado una plena desaceleración, pasando así a conformar una estructura de capital en el sentido de la Teoría de Jerarquía Financiera.

Figura 4.

Cálculo de deuda neta, Qualitas Controladora, T 2012 a 2T 2023

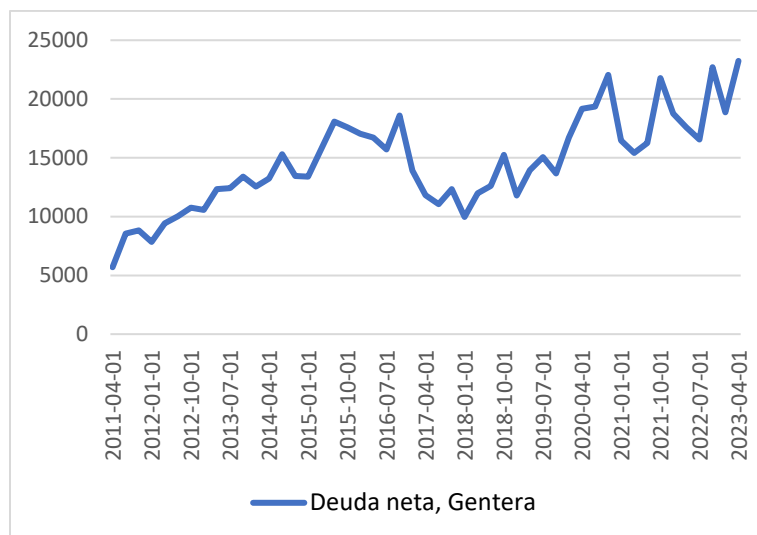


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

En cuanto a la figura 4, en el caso de Qualitas Controladora, la tenencia de deuda neta es estrictamente negativa por su naturaleza de aseguradora; sin embargo, si bien su tendencia es decreciente no es lineal, lo que demuestra que en algunos periodos ha apalancado su operación.

Figura 5.

Cálculo de deuda neta, Gentera, 1T 2011 a 2T 2023

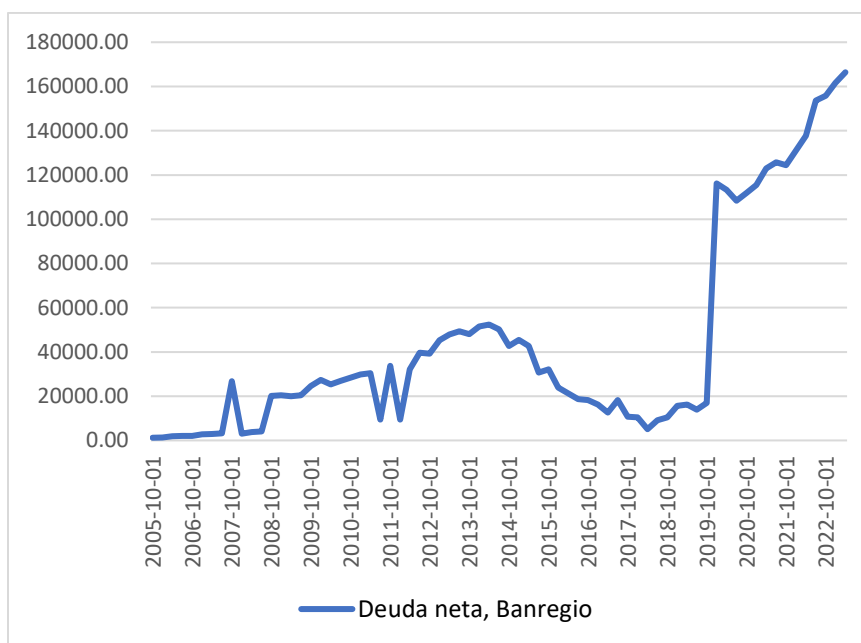


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

El caso de Gentera (figura 5) podría considerarse como el más representativo de la TEE, con una trayectoria indudablemente alcista desde 2011 a 2023, presentando inclusive algunas reducciones de endeudamiento derivadas de los incrementos de la TIIE entre 2017 y 2019.

Figura 6.

Cálculo de deuda neta, Regional (Banregio), 4T 200 a 2T 2023

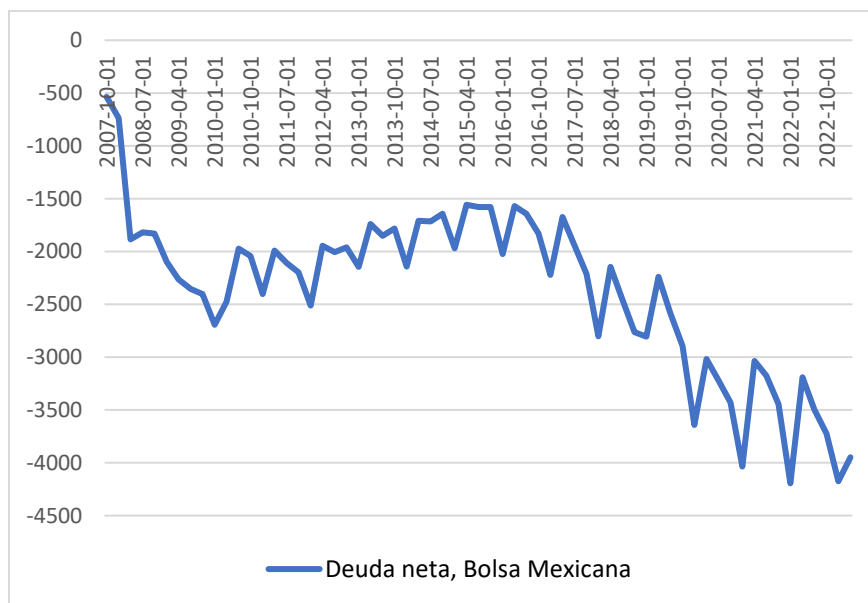


Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

Entre todos los casos, Banregio es la empresa de servicios financieros que mayor incremento en el nivel de endeudamiento neto ha presentado, amplificando dicho indicador en poco más de 7 veces en tan solo un año (de 2019 a 2020).

Figura 7.

Cálculo de deuda neta, Grupo Financiero Banorte, 4T 2007 a 2T 2023



Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023)

Finalmente, para el caso de Grupo Bolsa Mexicana de Valores, su tendencia en el nivel de endeudamiento neto es estrictamente negativo en todo momento es posible observar que por casi seis años (entre 2010 y 2016) constantemente amplificó su apalancamiento, escenario que demuestra que al igual que otras emisoras se ha encontrado entre las dos formas de estructura de capital (TEE y TJJ).

Resultados y discusión

Previo a la presentación de los resultados de la estimación realizada entre el cálculo de deuda neta con respecto al coeficiente de ingresos antes de intereses e impuestos y el retorno sobre activos, es importante señalar que en caso de que las empresas de servicios financieros se encuentren determinadas por el enfoque de la Teoría de Equilibrio Estático, los coeficientes de las variables de rentabilidad serán positivos. Sin embargo, en caso que la muestra tenga predilección por el uso de recursos propios, así como aversión a la emisión de deuda, la estimación presentará coeficientes negativos, o en su defecto insignificancia estadística grupal e individual. Es así como, en la tabla 2, se presentan los resultados de la metodología empleada para analizar el tipo de estructura de capital de las empresas financieras mexicanas.

Tabla 2

Resultados del modelo econométrico sobre estructura de capital

Grupo Financiero Banorte				
Observaciones: 90				
R cuadrado ajustado: 0.7221				
Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	-45091.62	0.176	-110783.2	20600
b2	1089325	0.000***	946707.2	1231942
b3	-9244020	0.000***	-12000000	-6439476
Grupo Financiero Inbursa				
Observaciones: 90				
R cuadrado ajustado: 0.0789				
Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	70538.85	0.000***	51623.02	89454.69
b2	-36480.96	0.003***	-59893.05	-13068.87
b3	239957.2	0.17	-104502.9	584417.3
Banco del Bajío				
Observaciones: 66				
R cuadrado ajustado: 0.0018				

Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	20077.19	0.000***	10676.82	29477.57
b2	10042.4	0.351	-11317.65	31402.44
b3	-	-	-	-

Banco Regional (Banregio)

Observaciones: 67

R cuadrado ajustado: 0.1502

Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	107.9853	0.000***	56.11475	159.8559
b2	-4.498758	0.001***	-6.956597	-2.04092
b3	.0418745	0.583	-.1098957	.1936448

Genera

Observaciones: 49

R cuadrado ajustado: 0.2780

Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	19132.61	0.000***	16775.05	21490.17
b2	805.2245	0.124	-228.4545	1838.904
b3	-61903.68	0.000***	-91652.65	-32154.72

Grupo Bolsa Mexicana de Valores

Observaciones: 63

R cuadrado ajustado: 0.2173

Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	-1318.805	0.001***	-2096.077	-541.5328
b2	-237.9961	0.874	-3225.319	2749.327
b3	-8960.3	0.034**	-17212.58	-708.0152

Qualitas Controladora

Observaciones: 44

R cuadrado ajustado: 0.1692

Indicador	Coeficiente	P-value	Intervalo inferior	Intervalo superior
b1	-847.4869	0.002***	-1355.662	-339.3113
b2	-14827.8	0.002***	-24081.33	-5574.265
b3	28169.84	0.011**	6817.345	49522.33

Elaboración propia con base en Bloomberg (2023), Reuters (2023) así como los reportes trimestrales de cada emisora.

Derivado de los resultados presentados en la tabla 2, es posible determinar que el conjunto de las siete emisoras de servicios financieros presenta mayormente una

estructura de capital de uso de recursos propios como es planteado por la Teoría de la Jerarquía Financiera (TEE). A saber, Banorte, Inbursa, Banregio y Qualitas muestran un coeficiente negativo en el margen de EBIT a un nivel de significancia estadística mayor al 95% de probabilidad, por lo tanto, su mayor rentabilidad reduce sus niveles de apalancamiento. Por su parte, las emisoras restantes (Banco del Bajío, Gentera y Bolsa Mexicana de Valores) no muestran significancia estadística en el margen de EBIT.

Sin embargo, Banorte y Qualitas muestran la particularidad que su ROA se encuentra en relación positiva con respecto al nivel de deuda contraído. En otros términos, el crecimiento del retorno sobre activos incentiva a estas dos empresas a amplificar sus niveles de deuda, justamente como es definido por el corpus teórico de la Teoría de Equilibrio Estático de Modigliani y Miller (1958, 1963).

Conclusiones

En esta investigación presentamos un análisis teórico y empírico sobre la relación entre la deuda neta y la rentabilidad de las empresas mexicanas pertenecientes al índice de Servicios Financieros de la Bolsa Mexicana de Valores. Nuestra hipótesis consiste en que la estructura de capital empresarial puede presentar dos alternativas de financiamiento definidas por enfoques de la Teoría de Equilibrio Estático en contraposición con la Teoría de la Jerarquía Financiera.

A saber, las empresas de servicios financieros presentan mayor adecuación a los principios y fundamentales de la TJF, por lo que se determinó que el grupo muestral tiene mayor predilección por el uso de recursos propios en su ejercicio productivo. Por consiguiente, las empresas financieras reducen su nivel de endeudamiento conforme obtienen mayores márgenes de rentabilidad. No obstante, dicho resultado a su vez refleja la falta de interés por parte del mismo sector para amplificar su participación en el mercado, así como la falta de innovación de sus respectivos servicios; siendo la única

excepción Grupo Financiero Banorte, cuyos resultados demuestran que ante el crecimiento del margen de ingresos antes de intereses e impuestos busca financiamiento con la emisión de deuda.

Referencias

Hill, R. C., Griffiths, W. E., y Lim, G. C. (2019). *Principles of econometrics*. John Wiley y Sons.

Mejía A., Andrés F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Revista Finanzas y Política Económica*, 5(2),141-160.

Modigliani, F., y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.

Modigliani, F., y Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Finance*, 5(2), 147-175. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).

Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3). doi:<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

Myers, S., y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information The Investor do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2). doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

Ramírez-Herrera, Luis-Miguel, y Palacín-Sánchez, María-José (2018). El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de Economía*, XXXVII (73),143-165

San Martín R. (2017). Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el

contexto mexicano. *Contaduría y administración*, 62(4), 1183-1198. <https://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.005>

Serrasqueiro, Z., y Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.

Watkins K. y Flores D. (2016). Determinantes de la concentración de la propiedad empresarial en México. *Contaduría y administración*, 61(2), 224-242. <https://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2015.05.015>