

# **FINANCIACIÓN**

**BERNARDO VARGAS OCAMPO  
JUAN JOSÉ VIVAS**

**PROYECTO DE GRADO II**

**PROFESOR:**

**JULIÁN BENAVIDES FRANCO**

**UNIVERSIDAD ICESI  
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS  
PROGRAMAS DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y  
ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
SANTIAGO DE CALI  
30 DE NOVIEMBRE DE 2011**

# CONTENIDO

INTRODUCCION .....	3
MARCO TEÓRICO.....	5
Modelo Trade-Off:.....	5
Endeudamiento:.....	5
Dividendos:.....	5
Pecking-Order: .....	6
Endeudamiento:.....	6
Dividendos:.....	6
Listamiento como ADR:.....	7
MUESTRA.....	8
MODELO .....	8
Variables de Interacción:.....	8
RESULTADOS .....	9
Dividendos:.....	9
Deuda: .....	11
CONCLUSIONES: .....	12
BIBLIOGRAFÍA.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>

## RESUMEN

Pretendemos estudiar si las decisiones de financiación de las empresas se ven afectadas por el listamiento de sus acciones comunes u ordinarias como ADRs, a la luz de los modelos tradicionales de evaluación de la estructura de capital, *trade-off* y *pecking order*. Los resultados no permitieron comprobar la influencia de la emisión de ADRs sobre el apalancamiento, sin embargo, si se presentó evidencia negativa y significativa de la influencia de la emisión de ADRs sobre el pago efectivo de dividendos.

**Palabras Claves:** apalancamiento, dividendos, trade-off, pecking order, listamiento, ADR, estructura de capital, rentabilidad, inversión, deuda.

## INTRODUCCION

Desde finales de los años 50's con la publicación de Modigliani y Miller en 1958, se desató la polémica acerca de cómo las empresas toman sus decisiones de inversión, y cómo planean su estructura de capital. La polémica ronda entorno a la idea de que existe una estructura óptima de capital que maximiza el valor de la empresa y minimiza el costo del capital. En base a esta idea se desarrolló la teoría estática o teoría del *trade-off*, que es la teoría tradicional en aspectos de financiación, y que considera para su planteamiento aspectos como imperfecciones en el mercado de capitales provenientes de cuestiones impositivas o insolvencia operativa.

A pesar de la coherencia de la teoría del *trade-off* y su fácil aplicación teórica, un poco más recientemente se han venido desarrollando otro tipo de teorías que consideran más imperfecciones del mercado, derivadas en su mayoría de la teoría contractual de la empresa o teoría de la agencia. Esta teoría, llamada *pecking order* o teoría de la jerarquización, considera 3 imperfecciones del mercado, o 3 factores que pueden llegar a intervenir en las decisiones de financiación: la información asimétrica, el problema de la agencia, y los modelos basados en la interacción de productos y factores. El problema de la agencia, sirve para explicar los conflictos de intereses entre los diferentes agentes que tiene jurisdicción en las decisiones sobre los recursos de la empresa, bien sean propietarios de su capital común o acreedores. El problema de la información asimétrica resume cómo las decisiones sobre el apalancamiento financiero pueden enviar señales al mercado que pueden ser interpretadas de manera diversa por los agentes que interactúan en el, resolviendo en alguna medida el problema de la selección adversa. Los modelos de interacción entre productos y factores, explican de alguna manera como la deuda puede influir en el mercado de productos o factores, bien sea directamente en la naturaleza del producto o en la competitividad del mercado.

Este trabajo no pretende determinar que modelo es más eficaz, o de mejor aplicabilidad, sólo pretende usar ambos modelos para contrastar la influencia de un hecho exógeno en la financiación de las empresas, y en sus políticas de pago de dividendos. De esta manera, pretendemos estudiar si las decisiones de financiación de las empresas se ven afectadas por el listamiento de sus acciones comunes u ordinarias como ADR'S. La idea que el listamiento del activo pueda influir en las decisiones de financiación, surge del acceso a los nuevos recursos y mercados de capitales extra nacionales que la emisión brinda a la empresa, volviendo más atractiva la financiación por medio de acciones que por medio de deuda bancaria o la emisión de bonos.

Adicionalmente a la variable la emisión, se considerara para el análisis si las variables incluidas en los modelos responden de manera consecuente con la teoría del *trade-off*, o con la teoría del *pecking order*.

Para la contrastación se utilizaran datos de empresas listadas en la NYSE y en el NASDAQ, originarias de 6 países, Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela. No se incluyen empresas colombianas porque no se cuenta con información histórica suficiente para desarrollar la contrastación empírica.

## MARCO TEÓRICO

### Modelo Trade-off:

Las conclusiones derivadas de la investigación de Modigliani Miller, se basan en el supuesto de la no existencia de costos de Bancarrota, lo que naturalmente resulta utópico en la práctica. La Bancarrota genera costos de todo tipo, tanto contables como costos de retener clientes o costos referentes a la venta de activos que busquen mantener la operación de la empresa. Los riesgos de incurrir en bancarrota aumentan proporcionalmente con el nivel de endeudamiento de la empresa, entre más endeudada está una compañía, menos poder de negociación tendrá con sus proveedores y menos posibilidades de compras a crédito, mayor será el costo de su deuda después de impuestos, y se generarán otros efectos como la salida de sus empleados más destacados hacia empresas más estables financieramente. “La teoría también afirma que las firmas con ingresos más volátiles incurren en menores niveles de apalancamiento” (Brigham & Ehrhardt, 2005). Esto quiere decir que altos niveles de riesgo en el negocio o riesgo operativo, limitan los posibles niveles de apalancamiento.

Además de los riesgos por dificultades financieras que representa la deuda, también trae cierto tipo de beneficios contables, derivados de las deducciones impositivas. La deducción de intereses antes del pago de obligaciones impositivas, genera lo que se conoce como escudo fiscal, beneficio que dejando todas las otras variables constantes añade valor a la empresa, afectando tanto sus flujos como el costo de capital.

Lo que la teoría considera un *trade-off*, es la evaluación que debe hacer el gerente financiero a la hora de planificar la estructura de capital, entre los beneficios de obtener financiación (escudo fiscal) y los altos intereses y costos asociados a la bancarrota. Según el modelo del *trade-off*, basadas en esta dualidad de criterios las empresas o sus gerentes financieros, fijan una estructura óptima de capital, con un nivel de endeudamiento determinado, en el momento en que los costos marginales relacionados con la bancarrota, se igualan a los beneficios marginales del escudo fiscal.

### Endeudamiento:

- El modelo del *trade-off* predice que las firmas más rentables tienen mayor nivel de apalancamiento (Fama & French, 2002).
- Firms con ingresos más volátiles tienen menores niveles de apalancamiento.
- Firms con mayores tasas de impuestos tienen mayores niveles de apalancamiento (Miller & Scholes, 1978).
- Existe un nivel de apalancamiento óptimo que minimiza el costo de capital promedio ponderado y maximiza el valor de la empresa.

### Dividendos:

- Manteniendo constantes las posibilidades de inversión, compañías con activos más rentables tienen pagos de dividendos más altos (Fama & French, 2002).
- Compañías con inversiones más rentables, tienen menores pagos de dividendos (Fama & French, 2002).

- La deuda y los dividendos son sustitutos en las decisiones de financiación (Fama & French, 2002).

### **Pecking-Order:**

El modelo del *pecking order* como mencionamos anteriormente, trata el problema de la información asimétrica. Como punto de partida, supone que los dueños de la compañía, sus directores, o en definitiva quien al interior de la misma planifique su estructura de capital, tiene más información acerca de los proyectos, riesgos y avalúos de la compañía, que los inversionistas externos. Esto naturalmente afecta las decisiones sobre la manera en que la compañía obtiene recursos, existiendo solamente 3 posibilidades: mediante utilidades retenidas, mediante la emisión de bonos u obtención de otro tipo de deuda, o mediante la emisión de acciones.

La asimetría de la información genera señales hacia al mercado sobre la probable rentabilidad de los recursos que serán captados por la compañía. La emisión de deuda es percibida de manera positiva por los inversores externos, ya que es interpretada como una señal de que la inversión será rentable y superará ampliamente los costos de la deuda, esto lleva al mercado a interpretar que el precio de la acción está subvalorado. La emisión de acciones, en cambio, genera una pérdida de confianza por parte de los inversores externos, ya que se interpreta como que el precio de la acción está sobre valorado.

Estas señales, sumadas al efecto que las diferentes formas de financiación tienen en el costo de capital promedio ponderado, generan un orden jerárquico que prioriza las alternativas de financiación que tienen las compañías. Como primera alternativa, y menos costosa, aparecen las utilidades retenidas, seguidas por la deuda que contiene la deducción de intereses de los impuestos, finalizando con la emisión de acciones que para el modelo resulta la alternativa más costosa desde todo punto de vista.

### **Endeudamiento:**

- Manteniendo constantes las posibilidades de inversión, compañías con activos más rentables tienen en general menores niveles de apalancamiento (Fama & French, 2002).
- No existe un nivel de apalancamiento óptimo que minimice el costo de capital promedio ponderado y maximice el valor de la empresa.
- Empresas con flujos de caja más volátiles tienen niveles de apalancamiento menores.

### **Dividendos:**

- Los dividendos quedan fijos ante variaciones de corto plazo en los ingresos, siendo estas absorbidas por la deuda (Fama & French, 2002).
- Manteniendo constantes las posibilidades de inversión, compañías con activos más rentables tienen pagos de dividendos más altos (Fama & French, 2002).
- Compañías con ingresos más volátiles históricamente tienen menores pagos de dividendos

### **Listamiento como ADR:**

Al momento de realizar la selección del hecho exógeno, se debía seleccionar un suceso que efectivamente tuviera un efecto sobre las condiciones financieras de la empresa, es decir, sobre su disponibilidad de financiación y las características de la misma. El listamiento de la empresa como ADR es un evento que modifica las condiciones del entorno financiero de la empresa por la “bonding hypothesis”, en la que se plantea que al hacer las firmas emisión de ADRs en mercados que tengan requerimientos legales y regulatorios más exigentes que los del mercado local de la firma, esto se traduce en una protección de los accionistas minoritarios de la expropiación de sus acciones por parte de los gerentes o accionistas mayoritarios. Dicho evento, permite a su vez a la empresa obtener acceso a mercados de capital extranjero (Coffee, 2002), lo que en consecuencia, le permite a las empresas tener acceso a fuentes de financiación más económicas (Boubakri, 2009) .

Estudios previos se han realizado en relación con los efectos que tiene el listamiento de una empresa en el mercado americano y es a partir de los datos registrados por los mismos que se considera que la emisión de ADRs puede permitir analizar cambios en la estructura de capital, así como las variables más influyentes en el mismo. No obstante, los análisis se han enfocado en la emisión de empresas de todo el mundo, ofreciendo conclusiones a nivel de tipos de ADR o tipo de país del que provienen las empresas (desarrollado o en vía de desarrollo), pero no hay análisis específicos para el caso latinoamericano. Adicionalmente, en las investigaciones se han presentado resultados mixtos, donde por ejemplo, las conclusiones de (Strickland & Zenner, 2005) arrojaban que mientras la emisión de acciones aumentaba dramáticamente para el periodo posterior al listamiento y la deuda no presentaba cambios significativos entre los periodos, mientras que para (Boubakri, 2009), las empresas aumentan su emisión tanto de acciones como de deuda, sobre todo para el primer año posterior a su emisión. Sin embargo, lo que sí se puede concluir bajos ambos escenarios, es que la emisión de ADRs cambia la estructura de capital de la empresa. Lo anterior sobretodo por los resultados obtenidos por (Boubakri, 2009), en el que al examinar la razón de ingresos por emisión de deuda sobre los ingresos por emisiones total, pudieron observar que todas las empresas analizadas presentaron una disminución de dicha razón, es decir, las empresas dependían más de una financiación por medio de una emisiones de acciones, que por emisiones de deuda, situación que se hacía más notoria para las empresas de mercados en vía de desarrollo.

Se encontró de esta manera que el listamiento de las empresas constituye un evento que indica cambios en las condiciones de acceso a fuentes de financiamiento para la empresa y que las investigaciones realizadas en este respecto, han determinado que efectivamente, dichos cambios tienen efectos sobre las estructuras de capital de las empresas que realizan su emisión. Es decir, el listamiento de las empresas constituye efectivamente un hecho exógeno que afecta las características de financiación de las empresas en su totalidad, ahora el análisis radica en ver si tiene los mismos efectos para las empresas latinoamericanas.

## MUESTRA

La muestra de datos se obtuvo de la base de datos de Economatica, teniendo inicialmente una muestra de más de 120 ADRs emitidos por empresas latinoamericanas. Luego de realizar una depuración de los datos para incluir sólo aquellas empresas que presentaran al menos cinco años de datos previos al listamiento y 5 años de datos posteriores al listamiento, obtuvimos una muestra de datos de 61 empresas. La composición de la muestra se daba de la siguiente manera: un total de seis empresas de Argentina, veintidós empresas de Brasil, ocho empresas de Chile, diecisiete empresas de México, una empresa de Perú y siete empresas de Venezuela. La totalidad de los datos, salvo los correspondientes al pago de dividendos, se obtuvo de Economatica como ya se mencionó, el pago de dividendos se obtuvo de Reuters.

## MODELO

$$\frac{Div_{it}}{AT_{it}} = \alpha + \beta_1 \% D_{it} + \beta_2 \% UDI_{it} + \beta_3 \% EBIT_{it} + \beta_4 \Delta \% AF_{it} + \beta_5 LN(AT_{it}) + \beta_6 \frac{AF_{it}}{AT_{it}} + e_{it}$$
$$\% D_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Div_{it}}{AT_{it}} + \beta_2 \% UDI_{it} + \beta_3 \% EBIT_{it} + \beta_4 \Delta \% AF_{it} + \beta_5 LN(AT_{it}) + \beta_6 \frac{AF_{it}}{AT_{it}} + e_{it}$$

**Rentabilidad:** El margen de utilidad neta (%UDI) y el margen de utilidad operacional (%EBIT) son los indicadores de rentabilidad.

**Tamaño:** El logaritmo natural de los activos totales es el indicador de volatilidad y tamaño de la compañía.

**Inversión:** El indicador de inversión es el aumento del gasto en activos Fijos ( $\Delta\%AF$ ) y la proporción de activos fijos sobre activos totales.

**Apalancamiento:** El indicador de apalancamiento es la razón de deuda, expresado como deuda dividido por deuda más patrimonio (nos referimos a las obligaciones financieras como deuda).

### VARIABLES DE INTERACCIÓN:

Se crearon dos variables de interacción. La primera busca mirar si el alistamiento de la empresa como ADR en el mercado norteamericano influencia el apalancamiento o el pago de dividendos, o si influencia la manera como la rentabilidad, la volatilidad, la inversión o el tamaño afectan estas dos variables. A esta variable la denominamos DADR. Y toma el valor de 1 cuando la compañía está listada como ADR y el valor de 0 cuando la compañía no está listada.



La segunda variable busca probar si el carácter de las empresas, familiar o no familiar, influencia la manera como las compañías fijan sus niveles de apalancamiento y sus pagos de dividendos, o si influencia la manera como la rentabilidad, la volatilidad, la inversión o el tamaño afectan estas dos variables. A esta variable la denominamos DFAM y toma el valor de 1 si la empresa es familiar, y de 0 en caso contrario. Consideramos a una empresa como familiar en un momento dado del tiempo si más del 50% de su propiedad se encuentra concentrada, y si el presidente de la junta de accionistas es miembro de la familia que concentra la propiedad.

## RESULTADOS

### Dividendos:

Tabla 1. Regresión Sobre los dividendos

DIV/A	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
DADR	-21,47675	8,795338	-2,44	0,015	-38,71529	-4,238202
DFAM	-17,32847	7,839729	-2,21	0,027	-32,69406	-1,962884
%D	3,95978	2,38168	1,66	0,096	-0,708227	8,627787
%UDI	16,10772	10,48414	1,54	0,124	-4,440825	36,65626
%EBIT	-19,85637	9,901214	-2,01	0,045	-39,26239	-0,4503467
Δ%AF	3,392692	2,611333	1,3	0,194	-1,725426	8,51081
LN(AT)	-2,14703	0,6493722	-3,31	0,001	-3,419776	-0,8742834
AF/AT	0,202051	3,804996	0,05	0,958	-7,255604	7,659706
DADR.%D	-15,10533	10,44488	-1,45	0,148	-35,57691	5,366253
DADR.UDI	16,28131	10,2151	1,59	0,111	-3,739919	36,30253
DADR.Δ%AF	-3,068641	2,516496	-1,22	0,223	-8,000883	1,863601
DADR.LN(AT)	1,424125	0,547127	2,6	0,009	0,3517757	2,496474
DADR.(AF/AT)	1,598677	4,092483	0,39	0,696	-6,422442	9,619795
DFAM.%D	-10,54964	2,113733	-4,99	0	-14,69248	-6,406795
DFAM.UDI	9,127777	3,044385	3	0,003	3,160892	15,09466
DFAM.Δ%AF	-1,438864	0,8957437	-1,61	0,108	-3,194489	0,3167618
DFAM.LN(AT)	1,169711	0,5076277	2,3	0,021	0,1747789	2,164643
DFAM.(AF/AT)	-2,776627	2,102069	-1,32	0,187	-6,896605	1,343352
Intercepto	32,7674	10,17941	3,22	0,001	12,81613	52,71867
R <sup>2</sup>						
18.92%						

Fuente: Cálculos Propios

Las variables explicativas explican un 18,92% de la variabilidad total, de la razón de dividendos sobre activos.

En la tabla de resultados de la regresión podemos observar que manteniendo todo lo demás constante, el listamiento de la acción en el mercado norteamericano, influencia negativamente el radio de dividendos sobre activos, con una confianza del 95%. Esto nos puede llegar a hacer

pensar que el acceso de la empresa a un nuevo mercado de capitales, desestimula sus decisiones hacia el aumento de los pagos de dividendos. Esto puede llegar a resultar razonable, ya que en los mercados de capitales más desarrollados, los inversionistas externos, le apuestan más a la valorización de los activos, que a los otros ingresos que estos puedan generar.

Otro de los resultados interesantes, es el que nos arroja la variable dummy de empresas familiares, que es significativa con un 95% de confianza. De aquí podríamos inferir que *Ceteris Paribus*, el carácter familiar de la empresa influye negativamente el ratio de dividendos sobre activos. Esto puede resultar razonable, ya que las utilidades retenidas pasan a engrosar el valor de la compañía, mientras que los dividendos aumentan las ganancias de todos los accionistas incluyendo los minoritarios. Para los accionistas que concentran la propiedad de la compañía puede resultar mucho más atractivo aumentar el valor de su compañía, que percibir ingresos por concepto de dividendos. Esto no tiene fundamento teórico, es solo un razonamiento a partir de los incentivos que genera la decisión de pagar o no pagar dividendos.

La regresión también nos muestra que con un 90% de confianza, cuando la razón de deuda aumenta en 1 punto porcentual, la razón de dividendos sobre activos totales aumenta 3,93 puntos porcentuales. Esto no parece ser consistente con la teoría, ya que ambos modelos predicen que a mayor apalancamiento menor será el pago de dividendos de la empresa, pues la deuda y los dividendos son sustitutos. Aunque es probable que las empresas utilicen el ahorro del escudo fiscal para pagar dividendos.

Según los resultados podemos afirmar con un 95% de confianza que un aumento de un punto porcentual en el margen de rentabilidad operativa (%EBIT), reduce la razón de dividendos sobre activos totales en 19,8 puntos porcentuales. El resultado es un poco exagerado y no es consistente con ninguna de las 2 teorías. El modelo del *trade-off*, predice que las compañías con mayores niveles de rentabilidad pagan más dividendos, mientras que el modelo del *pecking order* afirma que los dividendos son invariables en el corto plazo ya que las fluctuaciones de la rentabilidad son absorbidas por el apalancamiento.

La variable que aproxima el tamaño de la empresa, LN(AT), es significativa con un 99% de confianza. Por lo que según lo estimado se podría afirmar que para las 61 empresas de la muestra, el tamaño afecta negativamente el pago de dividendos.

La interacción entre la variable LN(AT), y la Dummy del ADR, es significativa con un 99% de confianza, lo que quiere decir que la emisión afecta negativamente el efecto del tamaño sobre la razón de dividendos sobre activos.

Los resultados también nos permiten observar que manteniendo constantes todos los demás efectos, el carácter de empresa familiar afecta negativamente la razón de dividendos sobre activos. Cabe destacar, que dentro de nuestra investigación una empresa es considerada familiar, si más del 50% de la propiedad está concentrada, y si algún miembro de la familia que la concentra preside la junta directiva. Esta afirmación es válida con un 95% de confianza.

El carácter de empresa familiar también afecta negativamente la manera en que la deuda influye en la razón de pago de dividendos sobre activos, ya que el coeficiente asociado a la interacción entre estas dos variables es significativo con un 99% de confianza.

### Deuda:

**Tabla 2. Regresión sobre el nivel de apalancamiento**

%D	Coef.	Std. Err.	z	Valor- P	[95% Conf. Interval]
DADR	6,66642	4,381189	1,52	0,128	-1,920553 15,25339
DFAM	3,946407	3,053271	1,29	0,196	-2,037894 9,930708
DIV/AT	0,0548842	0,0301307	1,82	0,069	-0,0041709 0,1139393
%UDI	-1,128169	1,011819	-1,11	0,265	-3,111298 0,8549597
%EBIT	0,094469	1,32653	0,07	0,943	-2,505482 2,69442
D%AF	-0,636773	0,5048436	-1,26	0,207	-1,626248 0,3527022
LN(AT)	0,4036868	0,2373252	1,7	0,089	-0,0614621 0,8688356
AF/AT	1,309856	1,355661	0,97	0,334	-1,34719 3,966902
DADR.%D	0,8968245	1,032387	0,87	0,385	-1,126618 2,920267
DADR.UDI	0,2018942	1,299525	0,16	0,877	-2,345128 2,748916
DADR.D%AF	0,6446881	0,5435717	1,19	0,236	-0,4206929 1,710069
DADR.LN(AT)	-0,4116546	0,2561567	-1,61	0,108	-0,9137125 0,0904033
DADR.(AF/AT)	-1,149408	1,602845	-0,72	0,473	-4,290926 1,992109
DFAM.%D	-7,743832	5,393264	-1,44	0,151	-18,31444 2,826772
DFAM.UDI	4,795097	3,144136	1,53	0,127	-1,367297 10,95749
DFAM.D%AF	3,095732	2,297669	1,35	0,178	-1,407615 7,59908
DFAM.LN(AT)	0,1121851	0,290654	0,39	0,7	-0,4574863 0,6818565
DFAM.(AF/AT)	-10,1882	4,930305	-2,07	0,039	-19,85142 -0,5249798
Intercepto	-6,389025	3,984051	-1,6	0,109	-14,19762 1,419572
			R <sup>2</sup>		
			4,42%		

Fuente: Cálculos Propios

Las variables explicativas propuestas tan sólo explican un 4,42% de la variabilidad total en la razón de deuda, para las acciones de nuestra muestra.

La única variable, de las que no son interacciones, que es significativa, con un 90% de confianza, es la razón de dividendos sobre activos. Que según los resultados afecta positivamente la razón de deuda. Cuando la razón de dividendos sobre activos aumenta en un punto porcentual la razón de deuda aumenta en 0,05 puntos porcentuales, para la muestra recolectada.

La interacción entre la dummy de empresa familiar y la proporción de activos fijos sobre activos totales, es significativa con un 90% de confianza. Lo que significa que el hecho de que una empresa sea familiar afecta negativamente el efecto de la inversión sobre la razón de deuda.

## CONCLUSIONES:

Lo supuestos que hacen ambos modelos sobre el apalancamiento, no se comprueban con nuestra contrastación, ya que como se observó, el modelo no presenta un buen ajuste. Por lo tanto no podemos comprobar de qué manera afectan la rentabilidad, el tamaño y las oportunidades de inversión al apalancamiento de las empresas latinoamericanas, ni observar si los resultados son más consistentes con alguno de los 2 modelos. El único supuesto que podría comprobarse, es el del modelo del *trade-off*, que predice que el pago de dividendos afecta negativamente el apalancamiento, sin embargo los resultados muestran exactamente lo contrario.

La contrastación sobre la razón de dividendos sobre activos totales es algo más explícita. Sin embargo también contradice los supuestos de ambos modelos, particularmente aquellos acerca de como la rentabilidad afecta el pago de dividendos. Según el modelo del *trade-off*, los pagos de dividendos son directamente proporcionales a la rentabilidad, mientras que según las conclusiones del *pecking order*, la rentabilidad no afecta el pago de dividendos en el corto plazo, ya que las fluctuaciones en la rentabilidad se ven absorbidas por cambios en el nivel de endeudamiento. La contrastación del modelo nos muestra una relación negativa, entre el %EBIT y la razón de dividendos sobre activos totales, significativa con un 95% de confianza.

Parecen existir otras razones para explicar la manera y el nivel en que se apalancan financieramente las empresas de Latinoamérica, también es posible que haya otra forma funcional en la relación entre el nivel de apalancamiento, la rentabilidad, el tamaño y potencial de crecimiento de los negocios.

## BIBLIOGRAFÍA

Boubakri. (2009). International Cross-Listings And Subsequent Security-Market Choices: Evidence From ADR'S. *Working Paper* .

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2005). *Fianancial Management*. Mason: THOMSON.

Coffee, J. (2002). Racing Toward The Top?: The Impact Of Cross-Listing And Stock Market Competition On International Corporate Governance. *Columbia Law Review* .

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off And Pecking-Order Predictions About Dividends And Debt. *The Review Of Financials Studies* .

Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends And Taxes. *Journal Of Financial Economics* .

Strickland, L. K., & Zenner, D. (2005). Do Non-US Firms Issue Equity On US Exchange To Relax Capital Constrains. *Journal Of Financial And Cuantitive Analysis* .