

Dedico esta obra a mi mujer Lola y mi hijo Luca

A Eleuterio y Valentín, mis mentores, muchísimas gracias

Veni, vidi, vici

ÍNDICE TEMÁTICO

INTRODUCCIÓN.....	1
1. CAPÍTULO I: FACTORES EMPRESARIALES EN LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN.....	15
1.1 INTRODUCCIÓN.....	15
1.2 MODELOS EXPLICATIVOS DE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN....	18
1.2.1 <i>Modelos basados en los problemas de agencia</i>	22
1.2.1.1 Relación de agencia <i>manager</i> -accionistas.....	23
1.2.1.1.1 Relación de agencia <i>managers</i> -accionistas y la estructura de propiedad.....	27
1.2.1.1.2 Relación de agencia <i>managers</i> -accionistas y la deuda	33
1.2.1.1.3 Relación de agencia <i>insiders</i> - <i>outsiders</i> y la deuda como mecanismo de gobierno corporativo.....	38
1.2.1.1.4 Relación de agencia <i>insiders</i> - <i>outsiders</i> y el mercado como mecanismo de gobierno corporativo	45
1.2.1.2 Relación accionistas-acreedores.....	48
1.2.1.2.1 Problema de sustitución de activo	48
1.2.1.2.2 Problema de subinversión.....	50
1.2.1.2.3 Las oportunidades de crecimiento y los problemas de agencia de la deuda	52
1.2.1.2.4 Problemas de sustitución de activos y subinversión y la deuda	54
1.2.2 <i>Modelos basados en los problemas de asimetrías de información</i>	59
1.2.2.1 Asimetría informativa entre <i>manager</i> -acreedores	60
1.2.2.1.1 Problema de asimetría de información y el rol informativo de la deuda	63
1.2.2.1.2 Problema de asimetría de información y la participación accionarial de los directivos	67
1.2.2.2 Teoría del <i>pecking order</i>	68
1.2.2.3 Teoría del <i>trade-off</i>	74
1.3 DETERMINANTES DE LA PROPIEDAD DE LA DEUDA.....	81
1.3.1 <i>Las cláusulas contractuales</i>	82
1.3.2 <i>Riesgo de liquidez</i>	85
1.3.3 <i>La garantía colateral</i>	87
1.3.4 <i>El tamaño de la empresa</i>	88
1.4 MODELOS DEL PLAZO DE VENCIMIENTO DE LA DEUDA.....	91
1.4.1 <i>Hipótesis de asimetrías de información</i>	95
1.4.1.1 Calidad de los proyectos de inversión	95
1.4.1.2 Riesgo de liquidez	97
1.4.2 <i>Hipótesis de los costes de agencia</i>	98
1.4.2.1 Oportunidades de crecimiento	98
1.4.2.2 Tamaño de la empresa	100
1.4.2.3 Vida útil de los activos	101
2. CAPÍTULO II: FACTORES INSTITUCIONALES EN LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN.....	105

2.1	INTRODUCCIÓN.....	105
2.2	SISTEMAS FINANCIEROS.....	109
2.2.1	<i>Sistemas de organización financiera anglosajón y continental: Una visión panorámica.....</i>	<i>111</i>
2.2.2	<i>Sistemas de organización financiera anglosajón y continental: La decisión de financiación.....</i>	<i>118</i>
2.2.2.1	La relación del sistema financiero y la propiedad de la deuda.....	124
2.2.2.2	La relación del sistema financiero y el crecimiento de los países....	128
2.2.3	<i>Sistemas de organización financiera: Un nuevo enfoque.....</i>	<i>133</i>
2.2.3.1	El enfoque de los servicios financieros.....	133
2.2.3.2	La liberalización financiera de los países y el endeudamiento.....	135
2.3	COMPARACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS ENTRE PAÍSES Y EL ENDEUDAMIENTO.....	139
2.3.1	<i>Tamaño y actividad de la banca y de los mercados de capitales.....</i>	<i>139</i>
2.3.2	<i>Gobierno corporativo y sistemas financieros.....</i>	<i>146</i>
2.3.3	<i>Endeudamiento de las empresas según su entorno institucional.....</i>	<i>152</i>
2.4	EFICIENCIA DE LOS MODELOS FINANCIEROS DE LOS PAÍSES ORIENTADOS A LA BANCA EN FUNCIÓN DEL MARCO LEGAL.....	154
2.4.1	<i>Un marco comparativo en términos de la eficiencia de cada sistema legal</i> <i>155</i>	
2.4.2	<i>Diferencias observables para el sistema legal de la civil-law.....</i>	<i>157</i>
2.4.2.1	Concentración bancaria y la relación con los bancos.....	157
2.4.2.2	Participación bancaria en la propiedad de las empresas.....	160
2.4.2.3	Estructura de propiedad y el gobierno corporativo.....	160
2.4.2.4	Términos contractuales de contratos de deuda bancaria.....	162
3.	CAPÍTULO III: ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS CHILENAS Y ESPAÑOLAS.....	165
3.1	INTRODUCCIÓN.....	165
3.2	HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN.....	169
3.2.1	<i>Hipótesis sobre la financiación de las oportunidades de crecimiento.....</i>	<i>169</i>
3.2.2	<i>Hipótesis asociadas al déficit de fondos.....</i>	<i>177</i>
3.2.3	<i>Hipótesis asociadas a la estructura de propiedad.....</i>	<i>180</i>
3.3	MÉTODOLÓGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	185
3.3.1	<i>Los sistemas financieros de Chile y España: Nuestro foco de atención..</i>	<i>186</i>
3.3.1.1	El sistema financiero en Chile.....	188
3.3.1.2	El sistema financiero en España.....	193
3.3.2	<i>Definición de variables.....</i>	<i>198</i>
3.3.2.1	Medición de la variable dependiente.....	198
3.3.2.2	Medición de las variables independientes.....	202
3.3.3	<i>Datos y descripción de la fuente de información.....</i>	<i>206</i>
3.3.4	<i>Metodología.....</i>	<i>207</i>
3.3.4.1	Ventajas de la utilización de datos de panel.....	209
3.4	RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	215
3.4.1	<i>RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE.....</i>	<i>216</i>
3.4.1.1	Estadística descriptiva.....	216
3.4.1.2	Análisis de diferencia de medias.....	223
3.4.2	<i>RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE.....</i>	<i>225</i>

3.4.2.1	Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con las oportunidades de crecimiento para las empresas no financieras de Chile y España	226
3.4.2.2	Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con el déficit de fondos para las empresas no financieras de Chile y España.....	237
3.4.2.3	Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con la estructura de propiedad para las empresas no financieras de Chile y España..	241
3.4.2.4	Resultados para las variables de control para las empresas no financieras de Chile y España.....	249
4.	CONCLUSIONES	267
5.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	281
6.	APÉNDICE	313
6.1	ORÍGENES HISTÓRICOS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS	313
6.2	ESTIMACIÓN DE LAS VARIABLES UTILIZADAS EN LOS MODELOS	316

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Esquema sinóptico del Capítulo I.....	20
Gráfico 2. Teoría estática del <i>trade-off</i> de la estructura de capital empresarial	77
Gráfico 3. Esquema de relaciones entre el plazo de vencimiento y la propiedad de la deuda.....	94
Gráfico 4. Esquema sinóptico del Capítulo II	111
Gráfico 5. Esquema de método de investigación propuesto.....	186
Gráfico 6. Esquema de relaciones de los sistemas financieros de Chile y España.....	188
Gráfico 7. Comparación de la evolución del endeudamiento por país.....	220
Gráfico 8. Comparación de la evolución del plazo de vencimiento de la deuda por país	221
Gráfico 9. Comparación de la evolución de las oportunidades de crecimiento y de la estructura de propiedad por país.....	223

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Cuadro comparativo de sistemas de control de gobierno de la empresa.....	117
Tabla 2. Análisis descriptivo de los sistemas financieros entre países.....	145
Tabla 3. Resumen de las relaciones planteadas para las hipótesis de investigación	185
Tabla 4. Composición de la muestra por país y sector industrial.....	253
Tabla 5. Estadística descriptiva de las variables.....	254
Tabla 6. Estadística descriptiva de las variables por país y año.....	255
Tabla 7. Análisis de diferencia de media de las variables.....	256
Tabla 8. Determinantes del endeudamiento de las empresas. Modelos para los casos de Chile y España.....	257
Tabla 9. Determinantes de la propiedad de la deuda. Modelos para los casos de Chile y España.....	259
Tabla 10. Determinantes del plazo de vencimiento de la deuda. Modelos para los casos de Chile y España.....	261
Tabla 11. Determinantes del plazo de vencimiento de la deuda bancaria. Modelos para los casos de Chile y España.....	263
Tabla 12. Cuadro comparativo de resultados con la literatura previa.....	265

INTRODUCCIÓN

Es evidente que las empresas se desenvuelven en un entorno de creciente desarrollo y evolución de los mercados financieros. En éstos se suscitan diversas cuestiones relativas al impacto que este hecho puede tener en la economía real. El crecimiento exponencial de los instrumentos de financiación que actualmente se negocian en los mercados financieros, ha dejado en un claro entredicho el rol jugado antaño por el tradicional prestamista de fondos, los bancos, para la financiación de proyectos de inversión y oportunidades de crecimiento. El papel de los bancos ha evolucionado desde su función clásica de transformar activos financieros para adecuar los horizontes temporales entre los prestamistas y los prestatarios finales, hasta la realización de labores de asesoramiento y señalización basada en la reputación que ofrecen (Datta *et al.*, 1999; Nieto y Tribó, 2000; Miller, 2000; Dahiya *et al.*, 2003). Al momento de pensar en las fuentes de financiación de los proyectos de inversión, los *managers* de las empresas no se limitan solamente a unos pocos oferentes de fondos o a un número restringido de instrumentos de financiación (Ross *et al.*, 1996; 531). Actualmente son los bancos y los mercados de valores tanto nacionales como extranjeros los principales proveedores de fondos, que a su vez, ofrecen una amplia gama de instrumentos de financiación. La razón que impulsa a los directivos a seleccionar una o varias de las diversas fuentes de financiación, descartando otras, pueden ser muchas, pero sin lugar a dudas, éstos tratan no sólo de conciliar en dicha decisión cuestiones puramente financieras sino también estratégicas (Myers, 1984 b; Opler y Titman, 2001).

En este contexto, el avance sufrido por la teoría financiera ha sido notable desde que Modigliani y Miller expusiesen sus Propositiones sobre estructura de capital allá en el año 1958. De hecho, prácticamente en toda la literatura enfocada a la moderna teoría financiera que haga referencia a cuestiones sobre la estructura de capital de las empresas se observa como una constante la presencia del destacado trabajo de Modigliani y Miller de 1958 (Adserà y Viñolas, 2003).¹ En su documento, estos autores demuestran

¹ Una declaración interesante y no menos curiosa es realizada por Modigliani (1988) al señalar que durante su curso de Dinero y Macroeconomía del año 1956 dictado en el Instituto

que toda vez que sea observada una perfección en los mercados de capitales e inexistencia de efectos impositivos en las empresas y personas físicas, tanto el coste de capital como el valor de la empresa se comportan de modo independiente de su estructura de capital. Se llega a este razonamiento después de asumir los siguientes supuestos sobre los que fundan sus Propositiones. Primero, la existencia de mercados de capitales perfectos,² donde existe libre disponibilidad de información e inexistencia de costes de transacción (Hayek, 1945; Shleifer, 2000; Kothari, 2001). Segundo, las empresas se encuentran en una situación de estacionariedad o nulo crecimiento y se encuentran clasificadas bajo un tipo de riesgo. Así, las participaciones en cualquiera de las empresas de una clase de riesgo equivalente son homogéneas y perfectamente sustituibles entre sí. Finalmente, Modigliani y Miller suponen la inexistencia de impuestos.

Con esta dotación de supuestos el propio funcionamiento del mercado financiero conducirá a una situación de equilibrio en la que las relaciones se verificarán para todas las empresas de una misma clase de riesgo independientemente de su estructura financiera. De presentarse entonces diferencias en la composición del pasivo de las empresas que afecten el valor de las mismas y su coste medio ponderado de capital, dado los supuestos de partida, entrará en funcionamiento el mecanismo de arbitraje a través del cual se restaurará el equilibrio, haciendo que el precio de las acciones de las empresas sobrevaloradas caiga y el de aquellas que se encuentren infravaloradas se incremente. Este proceso conducirá finalmente a la desaparición de las diferencias de valor entre las distintas empresas de una misma clase de riesgo, haciendo que la decisión de financiación adoptada por la empresa sea irrelevante en términos de la generación de valor para ésta.

De este cuerpo teórico se coligen conclusiones sobre las decisiones de inversión y financiación de las empresas que son elegantes y atractivas en su simplificación y

Tecnológico de Carnegie, durante su exposición acerca del coste de capital de las empresas, nunca se imaginaría que los cuestionamientos de uno de sus alumnos, Merton Miller, permitía dar origen al clásico trabajo de Modigliani y Miller de 1958, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*.

² Según Shleifer (2000), la existencia de un mercado de capitales perfectos ha sido un tema central en las finanzas durante al menos los últimos treinta años. Se entiende que un mercado de capitales es perfecto cuando los precios de los activos reflejan completamente la información disponible, además, frente a un evento, dicho elemento será reflejado inmediatamente a través de una modificación en el nivel de precios del activo (Hayek, 1945; Kothari, 2001).

presentación (Salloum y Vigier, 2003). La más importante de ellas establece que las decisiones de inversión y financiación son separables y que las empresas pueden elegir entre todos los proyectos de inversión disponibles y efectuar un ordenamiento de los mejores sin la necesidad de reparar en la forma en que dichos proyectos serán financiados. De este modo, la irrelevancia de la estructura de capital de Modigliani y Miller constituye una piedra angular en la teoría financiera, a partir de la cual se han desarrollado otras importantes teorías y planteamientos (Modigliani y Miller, 1963; Black y Scholes, 1973; Ross, 1976; Miller, 1977, 1988; Myers, 1984 b; Vilasuso y Minkler, 2001; Prasad *et al.*, 2001; Frydenberg, 2004 b). Estas teorías posteriores son gestadas a través de la relajación de algunos supuestos e introduciendo imperfecciones de mercado tales como las asimetrías de información y los costes de agencia (Chen y Hammes, 2004).

Si las decisiones de inversión de las empresas son independientes de su condición financiera o de las fuentes de financiación, por un lado, y si la dirección de las empresas tiene por único objetivo elegir los proyectos de inversión que maximicen el valor de mercado de la empresa, por otro, no hay entonces necesidad de desarrollar e implementar estrategias financieras óptimas. En conclusión, bajo estas condiciones, cualquier estrategia será tan buena como otra. Esto es equivalente a la separación de la decisión de inversión y financiación de las finanzas corporativas clásica (Edwards, 1988 a; Myers, 1993; Mauer y Triantis, 1994).

Sin dejar de lado esta interesante cuestión sobre la irrelevancia de la estructura de capital de las empresas, lo cierto es que en la práctica la mayor parte de las empresas poseen deuda en sus registros contables. Deuda que proviene tanto de los mercados financieros como de los intermediarios. Deuda con sus correspondientes fricciones expresadas en costes de transacción, costes informativos y los ineludibles efectos impositivos. Sin lugar a dudas entonces, el supuesto de la existencia de un mercado perfecto no nos provee de una adecuada descripción del mundo que las empresas enfrentan cotidianamente. De hecho, la conducta de los diversos partícipes de la decisión de financiación con derechos sobre los activos empresariales que consideramos en este estudio —*managers*, accionistas y acreedores— se encuentra orientada por la maximización de su propia función de utilidad y por la existencia de información desigualmente distribuida entre ellos. Por lo tanto, en un escenario como este, con

imperfecciones de mercado, la decisión de endeudamiento sí cobra relevancia en el valor de la empresa (Chen y Hammes, 2004).

Cuando los *managers* evalúan la elección de la estructura de capital bajo determinado modelo, consideran generalmente una larga variedad de costes y beneficios. Pese a que casi todos los efectos de elegir una estructura de capital conveniente han intentado ser capturados y evaluados en distintos enfoques, tal decisión es tan compleja que no es posible determinar un único modelo que incluya todos estos aspectos distintivos relevantes (Edwards, 1988 b; Harris y Raviv, 1991). No obstante esto, se puede derivar un conjunto no mutuamente excluyente de predicciones susceptibles de contraste empírico. Para nuestro caso, dichas predicciones acerca de la decisión de endeudamiento serán entroncadas en los postulados ofrecidos por la nueva economía institucional a través de la teoría positiva de la agencia y de asimetrías de información. Del conjunto de decisiones financieras, entonces, reconocidas tradicionalmente por la teoría financiera, será en la de financiación, sin subestimar de ninguna manera las de inversión y de política de dividendos, sobre la cual se centrará el desarrollo de este estudio.

En este sentido, para una mayor comprensión del trabajo se hace preciso distinguir entre las diversas fuentes externas de financiación. Los recursos financieros externos, en términos generales, son aquellos recursos que se encuentran bajo la forma de deuda, a los que les corresponde una retribución de carácter fijo a percibir dentro de unos plazos perfectamente estipulados. Además de estos, los recursos externos están constituidos por aquellas aportaciones de capital a las que, bajo la forma de acciones o de participaciones en el capital de la empresa, les corresponde una remuneración residual³ de carácter variable y de inferior prioridad a la percibida por los aportantes de recursos en forma de deuda. El desarrollo de este trabajo se centrará en el estudio de las aportaciones de recursos en forma de deuda. De este modo, la elección entre las diversas fuente de recursos financieros determina el nivel de endeudamiento de la empresa, su estructura financiera y, por lo tanto, constituye el núcleo esencial de la política financiera empresarial (Rodríguez, 1997).

En función de nuestros argumentos teóricos entonces, en esta investigación se ha de pasar del enfoque neoclásico dominado por la racionalidad y la optimización del

³ Retribución que les corresponde a los aportantes del capital propio tras remunerar a la totalidad de los demás partícipes o *stakeholders* —no sólo financieros— de la empresa.

comportamiento de los agentes, y apoyado en el argumento del arbitraje y el análisis marginalista (Azofra, 2005), al enfoque de la teoría contractual de la nueva economía institucional, que quiebra una parte no pequeña de los argumentos neoclásicos, dando cabida a la irracionalidad de los agentes, al oportunismo de sus conductas y a la información desigualmente distribuida entre éstos (Hackbarth, 2002 y 2009).

La teoría de agencia parte de los postulados de la inexistencia de un agente perfecto, es decir, de uno que pueda actuar en función de los intereses de otro. Dado que los propietarios de las empresas se encuentran dotados de una capacidad limitada para la eficiente gestión de sus negocios, se ven impelidos a delegar en terceros derechos de decisión y acción sobre sus propios recursos. Luego, para asegurar la correcta gestión de sus recursos, que en definitiva vienen expresados en su propiedad empresarial, los principales deben incurrir en un conjunto de costes que permitan alinear los intereses de los agentes contratados con los intereses de los propietarios. A este conjunto de costes, surgidos tanto a *priori* de la formalización de los contratos como a *posteriori*, la literatura ha venido a denominar costes de agencia.

El conjunto de estos costes de agencia que dan lugar a imperfecciones de mercado, constituye uno de los elementos condicionantes de la decisión de financiación de las empresas. Una aguda presencia de potenciales problemas de agencia implica necesariamente un mayor conjunto de obstáculos que deberán sortear las empresas para poder recurrir a la deuda, tanto aquella negociada en los mercados como aquella transada a través de intermediarios financieros, como los bancos.

En el mismo contexto del enfoque contractual, la teoría de asimetrías de información postula que bajo la presencia de mercados de capitales imperfectos, el *stock* de información disponible por cada integrante de la relación de agencia: *managers*, accionistas y acreedores, se encuentra desigualmente distribuida. De este modo, unos se esforzarán en aprovechar sus ventajas informativas para captar financiación en condiciones económicamente convenientes, como es el caso de los *managers*. Otros, conscientes de la menor información que poseen, estipularán contratos de deuda con un conjunto de cláusulas tales que les aseguren el cumplimiento del pago de la retribución por el riesgo que asumen en invertir en la empresa, como acontece en el caso de los acreedores y en el de los accionistas (Fazzari *et al.*, 1988).

En este mismo contexto de información asimétricamente distribuida puede observarse también que las empresas comunican al mercado determinada información con el objeto de reducir tal brecha informativa. Bajo este estado de la naturaleza, el intento de las empresas sigue siendo conseguir un coste de capital menor para la financiación de sus carteras de proyectos de inversión. Sin embargo, puede acontecer también que dicha brecha informativa sea utilizada de forma oportunista *ex post* a la formalización de los contratos de deuda, dando cabida a los problemas de riesgo moral conocidos como sustitución de activos y subinversión. En el primero de estos casos, conscientes de la ventaja informativa que poseen los *managers* en relación a los acreedores, éstos incrementarán el riesgo de la cartera de proyectos para así maximizar la riqueza del accionariado, toda vez que dichos proyectos sean llevados a cabo de forma exitosa. El segundo de estos conflictos de agencia se produce cuando los directivos dejan de invertir en proyectos económicamente rentables con el objeto de no transferir la riqueza generada por los actuales proyectos de inversión a los acreedores, siempre que la empresa se encuentre próxima a la quiebra y cuente con contratos de endeudamiento pendientes de pago.

Una vez que hemos reconocido que el enfoque neoclásico orientado por la perfección de los mercados, la total disponibilidad de información y la completa racionalidad de los diversos grupos con derechos sobre la empresa no es idóneo para el estudio de la decisión de financiación; hemos optado por la adopción de un enfoque analítico que incorpora imperfecciones observables en el mercado como las asimetrías informativas y la conducta oportunista de los partícipes de la relación de endeudamiento. Estos temas son tratados en detalle a lo largo del Capítulo I que describe los factores empresariales de la decisión de financiación. Entre las materias tratadas se incluye el análisis de los diversos modelos explicativos de la decisión de financiación, que centran su atención en la relación gestada entre *managers*, acreedores y accionistas. También se estudian los determinantes de la propiedad de la deuda y los del plazo de vencimiento de ésta.

Asiéndonos de los argumentos esgrimidos por Azofra (2005) y Gómez-Bezares (2005), ampliamente han sido reconocidas las limitaciones del esquema de análisis neoclásico para explicar las macrocuestiones de las finanzas corporativas, por una parte, y el éxito evidenciado empíricamente por la capacidad explicativa de la teoría positiva de la agencia en dar respuesta a tales cuestionamientos, por otra. No obstante esto, se

desvela también empíricamente la importancia que juega la tradición legal de los países como factor determinante en tales cuestiones, tanto en sistemas orientados a la banca como en aquellos donde son los mercados los principales oferentes de fondos para la financiación de las empresas (Beck y Levine, 2002; Denis y McConnell, 2003).

En consecuencia, el hilo conductor de nuestro análisis también incorpora este elemento que se traduce en la consideración de las características del entorno institucional donde actúan las empresas. Creemos que la sola inclusión de estas imperfecciones de mercado y la conducta oportunista de sus agentes no es suficiente para reportarnos un acabado entendimiento acerca de las decisiones de endeudamiento. De este modo, para nuestro análisis no sólo serán introducidos los elementos aportados por las teorías de agencia y de asimetrías de información; sino que además dichas relaciones serán estudiadas bajo el prisma del efecto que tienen las diferencias institucionales en la toma de decisión de la estructura de capital de las empresas para el conjunto de países estudiados.

Al respecto, básicamente son dos los entornos legales identificados, la *civil-law* y la *common-law*, orientados hacia la banca y hacia los mercados, respectivamente. Cada uno de estos posee sus propias características y particularidades en términos de los mecanismos de gobierno corporativo ofrecidos a las empresas. En este sentido, los países descendientes de la arquitectura legal de la *common-law* se encuentran caracterizados por poseer un integrado mercado financiero y el gobierno de las empresas se orienta primordialmente a través del mercado de gobierno corporativo. Sin embargo, los países de la *civil-law*, en los cuales centramos nuestro análisis, se identifican más con mecanismos internos de gobierno corporativo como los consejos directivos y una elevada concentración accionarial.

Visto de este modo, creemos que la presencia de estas particularidades de los sistemas legales, que se reflejan con posterioridad en los sistemas financieros, afecta de forma directa al proceso de toma de decisión acerca de la estructura de capital de las empresas. Bajo esta visión de los dos grandes esquemas legales, en esta investigación centramos nuestros esfuerzos en el estudio de las decisiones financieras tanto para Chile como para España, ambos pertenecientes al sistema legal de la *civil-law*.

La consideración de los factores institucionales se realiza a través del enfoque de los servicios financieros. Este consiste en el conjunto de servicios financieros provistos

a las empresas por el sistema financiero, para la protección de los derechos de los inversores, en particular, y para facilitar las diversas negociaciones en el mercado de capitales, en general. Este elemento es estudiado en detalle en el Capítulo II, donde se sientan las bases acerca de las principales características de los sistemas financieros junto con una comparación de los diversos elementos componentes de sus doctrinas legales. El Capítulo II se cierra con un análisis en detalle de las diferencias observables entre los diversos países para el sistema legal de la *civil-law*, debido a que es finalmente en este entorno sobre el cual se efectúa el análisis empírico.

Los modelos teóricos desarrollados a lo largo del marco conceptual de este estudio son aplicados a un conjunto de empresas tanto de Chile como de España para el período 1991-2001. Los argumentos que nos han llevado a la elección de estas empresas para ser sometidas a análisis son varios. En primer lugar, con el ánimo de romper el paradigma del contraste empírico centrado básicamente en aquellos países pertenecientes al esquema legal de la *common-law*, principalmente representado por los Estados Unidos, hemos querido incluir a estas dos economías cuyos sistemas legales descienden de la *civil-law*. En segundo lugar, hemos de reconocer que la homogeneidad de los mercados financieros de estos dos países durante nuestro período de análisis les hace un interesante conjunto para ser sometido a análisis empírico. Un ejemplo de ello se plasma en una elevada participación de la banca como oferente de fondos que se observa en ambas economías. En tercer lugar, otra similitud compartida es la observancia de un crecimiento económico estable en ambos países que reduce el sesgo al momento de la comparación de los resultados. En cuarto lugar, comparativamente hablando, ambos países han presentado una significativa evolución en el proceso de integración de sus mercados financieros en sus respectivos contextos geográficos. A Chile por una parte, tras la crisis bancaria a comienzos de la década de los 80 paulatinamente se permite a las empresas tanto la emisión de títulos como la colocación de capitales en el extranjero, principalmente en los Estados Unidos y el cono sur de América. España, por otra parte, se ve motivada a bajar sus barreras en los mercados de capitales al pasar a formar parte de la Unión Europea, incrementando considerablemente el movimiento hacia el extranjero de los capitales de sus empresas. Adicionalmente, en términos de las características de los mecanismos de gobierno corporativo ambos países han adoptado sistemas internos de control expresados en una elevada participación accionarial, así también como amplios consejos directivos.

No obstante a estas similitudes compartidas por ambos países, también se encuentra presente una serie de diferencias, como la mayor participación de la banca en España en relación a Chile tanto como mecanismo de gobierno así también como fuente de financiación. El marco legal también presenta una diferencia importante entre ambos países, y es que en el caso de España, los bancos pueden participar como accionistas de las empresas a las que financian; mientras que en Chile tal práctica está prohibida. Además, en Chile se registra un activo mercado de gobierno corporativo; mientras que en España tal mercado se presenta mucho más pasivo.

De este modo, el conjunto de factores que comparten ambas economías así también como aquellos que las diferencian, afectarían de forma directa la decisión de financiación que tomen sus empresas, haciendo de Chile y España un interesante elenco para someter a estudio dicha decisión de endeudamiento.

En consecuencia, para dar explicación a la decisión de financiación de las empresas, a través de esta investigación se sintetiza nuestro cuerpo teórico sustentado por la teoría de agencia y de asimetrías de información. Mientras que por otro lado dicha decisión de financiación también es analizada tomando en consideración estos factores institucionales que condicionarán, sin lugar a dudas, la forma en como las empresas son financiadas.

Del análisis de estos dos elementos obtenemos una serie de hipótesis susceptibles de contrastación empírica que vienen a explicar la decisión de financiación adoptada por las empresas. En términos generales, estas hipótesis se centran básicamente en la deuda como mecanismo de gobierno que se torna especialmente relevante cuando hay oportunidades de crecimiento y déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos de inversión. Al respecto, también se analiza la concentración de la propiedad como mecanismo de control y su incidencia en el endeudamiento de las empresas. En términos particulares, dichas hipótesis estudian la decisión sobre la estructura de capital de las empresas en los siguientes niveles. Primero, a un nivel superior en donde se examina la decisión de endeudamiento total. Luego, una vez que hemos examinado el nivel total de endeudamiento, nos centramos en el estudio de la propiedad de la deuda. Para ello, hemos considerado el nivel de deuda bancaria como principal fuente de financiación de estas empresas cuyos sistemas financieros se caracterizan por encontrarse fuertemente bancarizados, por un lado, y donde la elevada concentración bancaria juega un importante rol como mecanismo de

gobierno corporativo, por otro. Finalmente, procedemos al estudio del plazo de vencimiento tanto de la deuda total como de la deuda bancaria. Al respecto, damos respuesta a numerosas cuestiones asociadas a la elección que efectúan las empresas del plazo de vencimiento al cual suscriben sus contratos de deuda.

Para poder probar empíricamente la Tesis propuesta, se ha optado por un marco que considera el análisis de datos a través de la metodología de datos de panel. Esta metodología, detallada en el Capítulo III, nos permite controlar la heterogeneidad de las empresas consideradas de forma individual, junto con la utilización de variables instrumentales que nos permiten resolver los problemas de endogeneidad que se presentan comúnmente en los estudios empresariales. De forma adicional, la utilización de datos de panel posee un mayor contenido informativo al considerar datos tanto de corte transversal como longitudinal, menor colinealidad y una mayor eficiencia en la estimación de los regresores.

Bajo esta metodología se reconoce la existencia de efectos fijos inobservables asociados a cada empresa, como es nuestro caso, y correlacionados con el resto de variables independientes que producen estimaciones que son sesgadas e inconsistentes. La solución de este problema pasa por la transformación de las variables en primeras diferencias; mientras que el problema de simultaneidad de las variables independientes que estuvieran relacionadas con el término de error se considera a través de la aplicación del Método de Momentos Generalizados. Por otra parte, cuando el período de estudio es relativamente corto y el número de individuos es relativamente grande es probable que el estimador en diferencias utilizado presente un desempeño deficiente. Para salvar dicha situación y reducir los potenciales sesgos y errores de imprecisión que pudieran estar asociados al estimador en diferencias, se introduce en el análisis un estimador que combina un sistema de regresión en diferencias con la regresión en niveles. De este modo, es posible incrementar la eficiencia asintótica del estimador y obtener una mayor eficiencia en los resultados. En síntesis, creemos que la aplicación de datos de panel bajo estas dos variantes constituye una metodología idónea para el tratamiento de los datos.

Luego de estudiada la metodología de análisis, en el mismo Capítulo III se exponen los principales resultados alcanzados en esta investigación. Entre estos resultados destacan, en primer lugar, que de forma distinta a lo registrado en los trabajos empíricos para los países orientados hacia el mercado, en los países de nuestras

muestras se observa que la existencia de oportunidades de crecimiento incrementa el nivel de deuda. Las particularidades del marco institucional de Chile y España permiten una estrecha vinculación de la empresa con los acreedores, fomentando la relación directa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento. Por otra parte, los mecanismos internos de gobierno corporativo empleados en estos países como la concentrada estructura de propiedad permiten moderar los problemas generados por las oportunidades de crecimiento, reduciendo las barreras para la emisión de títulos de deuda. Sin embargo, al hablar de la propiedad de la deuda y las oportunidades de crecimiento se ven diferencias en la financiación a través de la deuda bancaria para ambos países. Para las empresas chilenas se observa una relación negativa entre oportunidades de crecimiento y nivel de deuda bancaria, mientras que para las empresas españolas dicha relación es positiva. Estos resultados nos muestran que el desarrollo del sistema financiero juega un papel primordial en la relación entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento bancario.

En segundo lugar, en ambos contextos se observan diferencias en la utilización del plazo de vencimiento de la deuda bancaria como mecanismo de gobierno corporativo. Los problemas de riesgo moral generados por las oportunidades de crecimiento parecen ser mejor resueltos en el contexto chileno a través de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria. Sin embargo, las empresas españolas no utilizan el plazo de vencimiento de la deuda bancaria para dar solución a este tipo de conflictos. Más bien, prefieren utilizar mecanismos de gobierno propios de los países bancarizados como la participación accionarial de los bancos en las empresas, la concentración bancaria y la estrecha relación que estos intermediarios financieros tienen con las empresas.

En tercer lugar, se observa un comportamiento diferenciado en la recurrencia a la deuda para las empresas chilenas y españolas en función de su concentración de propiedad. La mayor concentración de la propiedad de las empresas chilenas orienta la conducta de los directivos en función de los intereses de los accionistas, lo que reduce las barreras de acceso a las fuentes ajenas de financiación. Sin embargo, para el caso de las empresas españolas, se observa que la mayor concentración de la propiedad genera problemas de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, situación que restringe el acceso al crédito.

Finalmente, cuando existe déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos de inversión, tanto las empresas en Chile como en España tienden a recurrir a la deuda bancaria para la financiación de las oportunidades de crecimiento. Bajo este escenario con oportunidades de crecimiento y déficit de fondos, en los entornos institucionales donde es débil la protección legal de los intereses de los accionistas y acreedores, se motiva a las empresas a la emisión de títulos de deuda canalizados a través de los intermediarios privados, dada las ventajas que este tipo de acreedor tiene como asignador del control de las empresas.

Estas diferencias en la decisión de endeudamiento se explican por la mayor contribución que tiene la banca tanto en la financiación como en el gobierno de las empresas en el caso de España en relación con Chile. Elementos como la participación directa que pueden tener los bancos en las empresas como accionistas en España, así también como el importante peso relativo que tienen estos intermediarios financieros en relación al volumen de créditos emitidos en la economía, junto con la supervisión directa de las empresas a través del control de estructuras piramidales de propiedad, hacen que los bancos tengan una participación más representativa como fuente de financiación de las empresas. Sin embargo, el caso de Chile ha observado una complementariedad de los mecanismos de gobierno de las empresas canalizados tanto a través de la banca como a través del mercado de gobierno corporativo. Elementos como las reformas legales del mercado de valores imitando a la de los Estados Unidos, así también como la desregulación del movimiento de capitales han hecho que el mercado de gobierno corporativo pase a jugar un rol más activo en el control de las empresas, y que el mercado de valores sustituya en alguna medida la financiación a través de los intermediarios financieros.

De este modo, la Tesis propuesta demuestra que en el estudio de las decisiones de financiación de las empresas bajo un esquema de imperfección de mercados, no sólo deben ser considerados los factores empresariales postulados por la teoría positiva de la agencia y la de asimetrías de información; sino que también deben ser tenidos en consideración las características de los entornos institucionales donde dichas decisiones son tomadas. Al respecto, las hipótesis tradicionalmente formuladas para los países con orientación hacia los mercados como los anglosajones no pueden ser extrapoladas directamente a aquellos países más bancarizados como los de nuestras muestras. Más aún, observamos que incluso para estos países pertenecientes a una misma raíz legal,

sus características particulares y el contexto geopolítico en donde se desarrollan también afectan de forma diferenciada a la decisión de endeudamiento analizada en este trabajo de investigación.

1. CAPÍTULO I: FACTORES EMPRESARIALES EN LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN

1.1 INTRODUCCIÓN

Bajo un esquema de mercados de capitales imperfectos con presencia de efectos impositivos, con información que no está disponible de igual forma entre los diversos partícipes de la decisión de financiación y donde además la conducta de estos partícipes se encuentra orientada por el oportunismo que les motiva a la consecución de sus propios objetivos, se observa que la decisión de financiación se torna relevante en términos del valor generado para el accionariado.

A lo largo de este capítulo nos centraremos en el estudio de la decisión de endeudamiento de las empresas, prestando especial atención al conjunto de factores empresariales que condicionan dicha decisión. Las bases conceptuales que estructuran este capítulo provienen de los postulados de la teoría de agencia y de la teoría de asimetría de información. Sin embargo debemos reconocer también que casi todos los efectos de elegir una estructura de capital conveniente han intentado ser capturados y evaluados por distintos enfoques. Aunque estas teorías no pueden ser articuladas en un único modelo general, se pueden derivar un conjunto no mutuamente excluyentes de predicciones susceptibles de contraste empírico.

La teoría positiva de agencia viene a señalarnos que la incapacidad del propietario, conocido como principal, de poder gestionar sus propios recursos por no contar con las habilidades necesarias le motiva a la delegación de responsabilidades y de derechos de control sobre sus recursos en manos de un tercero, conocido como agente, que sí cuenta con tales habilidades. Dado el reconocimiento de la actitud oportunista del agente y la imposibilidad de los propietarios de poder identificar en forma perfecta tal conducta, de dicho proceso surgen una serie de costes con el objeto

de reducir el oportunismo y de orientar las decisiones del agente hacia la maximización de la riqueza del principal.

Esta relación principal-agente puede ser extrapolada de forma directa a la decisión de endeudamiento. Los partícipes de dicha decisión identificados como *managers*, accionistas y acreedores, vienen a actuar a su vez de forma oportunista, tratando de maximizar su propia función de utilidad tanto *a priori* como *a posteriori* de la suscripción del contrato de deuda. En consecuencia, esta relación de agencia y los conflictos de agencia inherentes a ella son analizados a través de este capítulo con el objeto de identificar los factores a nivel empresa que determinan la decisión de endeudamiento.

Del mismo modo, la argumentación que proviene de la teoría de la asimetría de información, viene a señalar que esta imperfección de mercado también motiva a estos partícipes a actuar de una forma que maximice su propio beneficio. En este sentido, puede ser dispuesto un mayor o menor flujo informativo al mercado con el objeto de orientar determinadas acciones en función de los intereses propios y no en función de la maximización del beneficio colectivo de quienes toman parte en la decisión de financiación de las empresas.

Así, una vez identificados estos conflictos nos centramos en estudiar cómo cada uno de ellos condiciona la decisión de endeudamiento adoptada por las empresas. En estos términos, cuando estudiamos los modelos de teoría de agencia, destacamos principalmente cómo la estructura de capital y el mercado de control corporativo podrían afectar la decisión de endeudamiento. La principal característica útil para unificar el grupo de teorías heterogéneas sobre las finanzas de la empresa reconoce la distinción clave entre las personas situadas tanto dentro como fuera de la empresa en el análisis de su comportamiento. Será entonces la separación entre la propiedad de la empresa y el control de la misma la que nos reportará un sustento teórico basado en las relaciones de agencia entre ambas partes. Esta relación de agencia entre principal y agente da origen a una serie de problemas de selección adversa y riesgo moral, básicamente porque los intereses de los agentes no siempre coincidirán con los intereses del principal a quien sirve. En virtud de esta diferencia de intereses son observados diversos problemas de agencia como el del *free cash flow*, la sustitución de activos o la subinversión.

Por una parte, dado que los propietarios no tienen un perfecto conocimiento de los intereses de los agentes, ni tampoco son capaces de conocer completamente la información que éstos poseen acerca de las oportunidades de crecimiento de la empresa (Edwards, 1988 b), estos propietarios no podrán observar las acciones de los *insiders* sin incurrir en algún coste (Jensen y Meckling, 1976). Por otra parte, si llegasen a observar las acciones del agente, tampoco son capaces de poder discriminar si dichas acciones van o no dirigidas a la maximización de su propio interés o del interés de los propietarios.

En suma, estos elementos nos ayudan a explicar la forma en cómo las empresas eligen su política de financiación, ya sea con el objeto de reducir los flujos de tesorería disponibles a discrecionalidad de los directivos; o con el propósito de alcanzar una ratio de apalancamiento óptima de largo plazo que logre equilibrar los beneficios fiscales del endeudamiento con el potencial coste de quiebra. Las empresas también pueden recurrir a la financiación externa siguiendo un ordenamiento jerárquico de dichas fuentes de financiación según su coste de capital. Tal decisión vendrá determinada ya sea por el grado de asimetría de información con el mercado o por la intención de captar una fuente de financiación capaz de ejercer una supervisión eficiente sobre la empresa minimizando los costes de agencia (Leland, 1998).

Bajo este prisma, el segundo enfoque adoptado para el análisis está asociado a una postura financiera que permite reducir la brecha informativa entre aquellos que tienen una participación interna privilegiada en el manejo de la información y aquellos que son externos. La teoría de asimetría informativa señala que las empresas no sólo adoptan una determinada estructura de capital con el objetivo de reducir el diferencial informativo con el mercado acerca de la existencia de oportunidades de crecimiento; sino que también los *managers* y accionistas pueden aprovechar esta asimetría informativa con el objeto de captar una mayor rentabilidad a expensas de los acreedores. Estas acciones se plasman en los ya señalados problemas de sustitución de activos y de subinversión, que surgen como consecuencia de la existencia de los contratos de deuda.

Al hilo de la discusión propuesta a lo largo de este capítulo y en concomitancia con nuestro objetivo de investigación, se procede también a explicar estas relaciones de agencia a la luz no sólo del volumen de endeudamiento, sino también en función de la propiedad de la deuda. Este último elemento se conceptúa a través de la deuda bancaria, detallándose sus atributos como eficiente mecanismo de gobierno corporativo.

La presentación de las distintas relaciones entre el plazo de vencimiento de la deuda y la propiedad de la misma, son temas cuya discusión se articula en los apartados finales de este capítulo. Tanto la propiedad de la deuda como los temas asociados a su plazo de vencimiento son campos inseparables de la decisión de financiación empresarial. Si bien, dichos elementos son expuestos a lo largo del capítulo, se presta mayor atención a su exposición al final del mismo, única y exclusivamente como estrategia expositiva con el objeto de no hacer tan engorrosa la comprensión de las diversas relaciones de agencia estudiadas con la decisión de endeudamiento.

Dado que nos centramos en los problemas de agencia de la deuda, a lo largo del capítulo también se esbozan los distintos mecanismos de gobierno adoptados por las empresas para dar solución a tales conflictos. En lo que continúa nos proponemos utilizar el marco de análisis de estas dos teorías generales para dar explicación a las distintas relaciones de cooperación entre los tres partícipes en la relación de endeudamiento: directivos, principales y acreedores. Luego, con el objeto de ofrecer un hilo conductor coherente de la discusión sobre la decisión de la estructura de capital, una vez estudiada las diversas relaciones de agencia propuestas, se procede al análisis de los determinantes de la propiedad de la deuda y finalmente se cierra el capítulo con un estudio de los determinantes del plazo de vencimiento de la deuda.

1.2 MODELOS EXPLICATIVOS DE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN

Al agrupar los modelos que explican la estructura de capital de las empresas bajo el paraguas de las finanzas corporativas es posible identificar un número no reducido de categorías. En los términos de Harris y Raviv (1991), estas áreas o categorías de determinantes de la estructura de capital son:

1. El enfoque de agencia. En el que a través del endeudamiento es posible aminorar los conflictos de intereses entre varios grupos con derechos sobre los recursos de la empresa.

2. El enfoque de asimetrías de información. Mediante este enfoque se comunica información privada a los mercados de capitales o se mitigan los efectos del problema de selección adversa.
3. El enfoque de las teorías derivadas de las consideraciones del control corporativo. En términos particulares, este enfoque discute las relaciones entre la estructura de capital y las posibilidades de tomas hostiles de control sobre la empresa, y los mecanismos generales de control corporativo.
4. El enfoque del mercado de productos e insumos. Ésta relaciona la estructura de capital de las empresas con su estrategia en el mercado de productos donde se incluyen elementos tales como el precio y cantidad de los productos ofertados en el mercado, los servicios colaterales de los mismos, juegos de poder entre directivos y oferentes de insumos, etcétera.

Bajo el interés que motiva la realización de este trabajo y en virtud de las teorías sobre las cuales se describen las relaciones que pretendemos estudiar, proponemos centrar nuestra atención en los puntos señalados en las parcelaciones efectuadas por Harris y Raviv (1991). No obstante, para seguir el hilo conductor de este trabajo se agruparán las teorías en las dos más recurrentes: el enfoque de agencia y el enfoque de asimetrías de información. Incluyendo el enfoque del control corporativo como parte integral del enfoque de agencia.

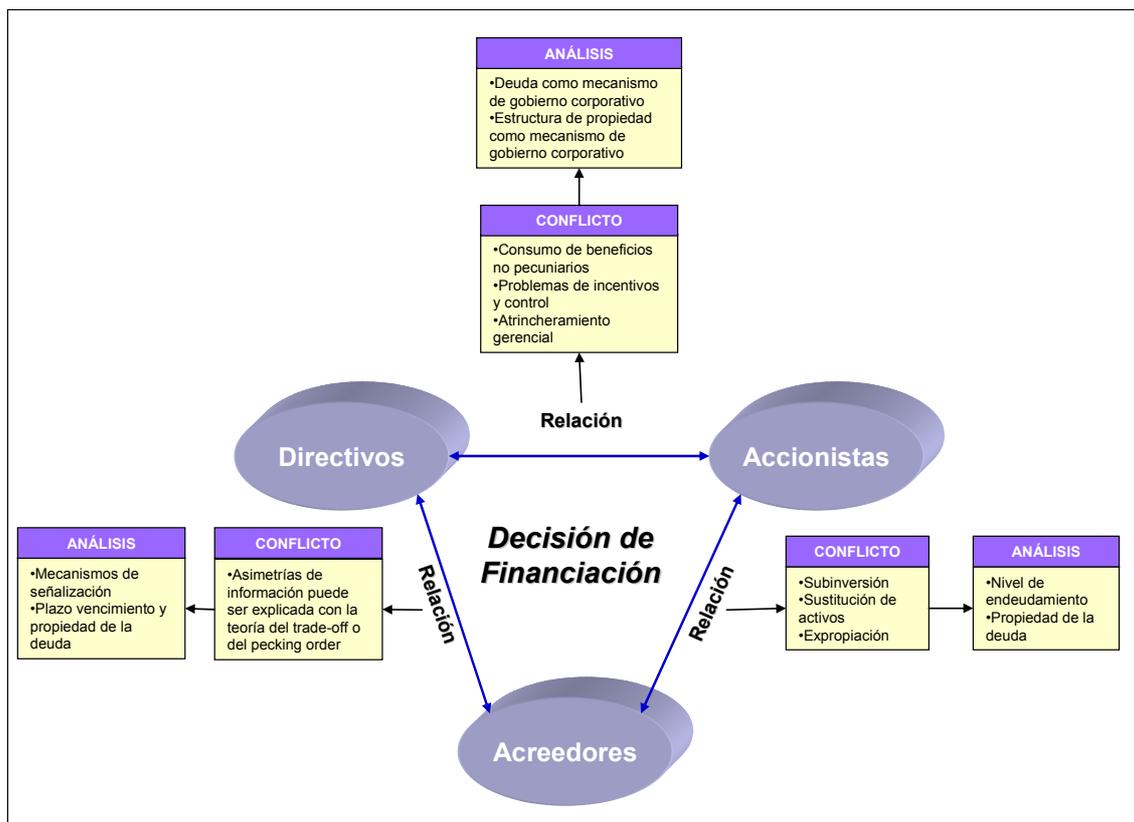
La gráfica siguiente nos ofrece un esquema sinóptico del desarrollo de este capítulo, describiéndonos la tríada de relaciones que se pretende estudiar. En nuestro caso, las relaciones contractuales ocasionadas por la decisión de financiación entre *manager* y accionistas, entre accionistas y acreedores, y entre *managers* y acreedores.

El desarrollo de este capítulo puede ser esquematizado a través del gráfico 1. Como punto inicial para la lectura del gráfico se considera la decisión de financiación dentro de aquellas atinentes al directivo financiero de las empresas. A continuación se procede al análisis y descripción de las diversas relaciones entre los partícipes que hemos decidido estudiar y que inciden en la política de financiación de las empresas. Para cada una de estas relaciones identificamos los principales problemas de agencia que surgen con ocasión de la existencia de contratos de endeudamiento, y seguidamente los mecanismos a través de los cuales dichos problemas de agencia pueden ser solucionados.

Antes de dar comienzo a nuestra discusión, creemos necesario dejar sentadas las bases sobre la cual se desarrollará este trabajo. En primera instancia, cabe tener presente que el endeudamiento en términos generales, o más bien la política de financiación de las empresas expresada a través del binomio recursos ajenos sobre recursos propios, no sólo son considerados como mecanismos de financiación alternativos, sino también como alternativas estructuras de gobierno corporativo.

En consecuencia, si la deuda es vista como un mecanismo de gobierno, este trabajo entonces bebe de las vertientes de la teoría positiva de la agencia y de la economía de los costes de transacción. Debemos reconocer también que ninguno de estos enfoques es mutuamente excluyente, sino por el contrario son básicamente complementarios (Williamson, 1988). De hecho para Jensen (1986) estos enfoques corresponden a las ramas formal y menos formal de la única teoría de agencia.

Gráfico 1. Esquema sinóptico del Capítulo I



Fuente: Creación propia.

El origen de la economía de los costes de transacción y de la teoría positiva de la agencia nos explica algunas de sus principales diferencias. En primera instancia, los problemas de costes de transacción surgen con el clásico trabajo de Coase (1937), donde se establece la disyuntiva sobre hasta qué punto la empresa producirá de forma interna para sus propias necesidades y en qué momento se producirá para el mercado. En su trabajo se justifica la existencia de la empresa y su grado de integración en función de los costes de transacción de recurrir al mercado, y de los costes de coordinación de producir o desarrollar internamente un determinado insumo o proceso (Tarziján, 2003). En su laureada contribución, Coase establece que las diferencias en los costes de transacción entre el mercado y las jerarquías —conceptualizada a través de la empresa— son los principales responsables de la decisión de hacer uso de los mercados para algunas transacciones, y de la jerarquía de las organizaciones para otras transacciones.

Por su lado, la teoría positiva de la agencia ha sido propuesta por el trabajo de Berle y Means (1932). En su trabajo se destaca que la propiedad y el control de las empresas se encuentran normalmente separados.

En consecuencia, como se puede ir apreciando, ambos enfoques corresponden a una excepción de la teoría neoclásica de la empresa que es vista como una función de producción, donde el objetivo central es el logro de la maximización de los beneficios. Por el contrario, la economía de los costes de transacción ve a la empresa como una estructura de gobierno y la teoría de agencia la considera como una red de contratos.

Adicionalmente, la economía de los costes de transacción asume que los agentes humanos están sujetos a una racionalidad limitada y tienen además la tendencia a actuar oportunamente.⁴ La racionalidad limitada se origina como consecuencia de la existencia de contratos incompletos, mientras que la actitud oportunista surge como resultado del riesgo contractual. Del mismo modo como los planteamientos de la economía de los costes de transacción, la teoría de agencia se refiere al oportunismo como riesgo moral y costes de agencia (Heaton, 2002). En consecuencia, se observa que ambos conceptos son los mismos, y las diferencias mantenidas son meras cuestiones terminológicas (Williamson, 1988).

⁴ La racionalidad limitada es definida como la intención de actuar racionalmente, pero en esencia es imposible.

Aunque tanto la economía de los costes de transacción como la teoría de la agencia se centran en el diseño de contratos, la teoría de agencia examina los contratos predominantemente desde un punto de vista *ex-ante* en su formalización; mientras la economía de los costes de transacción se enfoca en el diseño *ex-post* de estructuras de gobierno a través de la que es decidida la integridad de los contratos (Tarziján, 2003).

La principal diferencia, entre ambos enfoques de análisis de las relaciones propuestas corresponde a las unidades de análisis. Mientras que la economía de los costes de transacción se centra en el análisis de la transacción; bajo la teoría de agencia, por el contrario, la unidad elemental de análisis corresponde al agente individual (Jensen, 1983).

En consecuencia, debido a que nuestro principal interés es estudiar las relaciones que acontezcan entre cada uno de los partícipes de la decisión de financiación de las empresas, creemos que el enfoque que nos proporciona la teoría positiva de la agencia nos ayuda en mejor medida al logro de nuestro objetivo. Por lo tanto, el desarrollo de esta primera parte del marco teórico estará centrado básicamente en los postulados de esta teoría, sin desestimar claro está, que en alguna oportunidad también hagamos referencia a los enunciados de la economía de los costes de transacción a lo largo del desarrollo de este trabajo.

1.2.1 Modelos basados en los problemas de agencia

Los problemas de agencia que nos proponemos estudiar giran en torno a los partícipes en las relaciones de endeudamiento, definidos como grupos con derechos sobre la empresa. Comenzando con los trabajos seminales de Jensen y Meckling (1976) y Myers (1977), un largo cuerpo literario en finanzas corporativas se ha enfocado en el impacto de los conflictos de la relación entre el principal y el agente sobre la financiación corporativa. Sintetizando estos hechos en pocas palabras, el mensaje básico de estos trabajos es que los directivos actuando en beneficio de los dueños de los capitales propios se pueden ver impelidos a sobreinvertir o a subinvertir. Luego, los costes de agencia que surgen de estos incentivos afectan el coste de la financiación a través de deuda y por lo tanto la mezcla óptima de deuda y capitales propios utilizada

por la empresa para la financiación de sus oportunidades de crecimiento (Mauer y Sarkar, 2005).

En lo que sigue, se presentará una descripción de cada una de las relaciones planteadas entre los partícipes considerados en el análisis de la decisión de endeudamiento.

1.2.1.1 Relación de agencia *manager*-accionistas

Las principales aportaciones en relación a los problemas de agencia identifican a Jensen y Meckling (1976)⁵ como la más representativa en este campo. La relación de agencia surge bajo la suscripción de un contrato en cuyas cláusulas, una o más personas conocidas como principal, contratan a otra denominada agente, para que realice determinado servicio en su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en el agente. Los problemas de agencia tienen su punto de partida en el argumento del reconocimiento de la inexistencia de un agente perfecto (Jensen, 1994). De este modo, se supone imposible tanto para el principal como para el agente, asegurar a un coste cero que el agente tomará decisiones óptimas desde el punto de vista del principal. No obstante, el principal puede limitar las desviaciones de sus intereses mediante el establecimiento de un conjunto de incentivos para el agente, junto con incurrir en costes de control diseñados para corregir la conducta oportunista de éste.

Esta tendencia de los directivos a subordinar la maximización del interés de los accionistas a su propio interés ha sido expuesta por Jensen y Meckling (1994). En su obra acerca de la naturaleza del hombre (Jensen y Meckling, 1994), los autores concluyen que el individuo es un constante evaluador y maximizador de su bienestar, y que como consecuencia de esto, la posibilidad de observar un agente perfecto es prácticamente remota. Por lo tanto, se ha de esperar que la conducta de los *managers* esté condicionada a la obtención de beneficios personales en perjuicio del beneficio de

⁵ Este artículo sentó las bases de la teoría positiva de la agencia, pues su influencia se extiende más allá de las finanzas. Jensen y Meckling se esfuerzan en el desarrollo de esta teoría para explicar el comportamiento de las organizaciones apoyada en la hipótesis de racionalidad de los agentes económicos en general, y de los directivos en particular (Charreaux, 1987).

sus accionistas a través del tiempo y en forma constante. Por su parte, Jensen (1986) postula que la inclinación natural de muchos de los *managers* es al uso de los flujos libres de tesorería —*free cash flow*— para obtener beneficios a expensas de la rentabilidad de los accionistas, a través de la desviación de sus esfuerzos para lograr mayores cuotas de mercado por ejemplo, o quizá peor aún, destinando dichos recursos a incrementar su riqueza personal.⁶

En la mayor parte de estas relaciones de cooperación⁷ o de agencia, el principal y el agente incurrirán en costes de control y de garantía de fidelidad (tanto pecuniaria como no pecuniaria) y aún así existirán divergencias entre las decisiones de ambas partes (Jensen, 1994). Un ejemplo de ello se plasma en el trabajo de Jensen y Meckling (1976), donde reconocen que el problema entre principal y agente radica en que los directivos poseen menos del 100% de los derechos residuales sobre los activos empresariales que gestionan. De este modo, el cuerpo directivo no recibe de forma íntegra los beneficios con ocasión de una mejora en su desempeño, puesto que este excedente de beneficio debe ser distribuido a su vez entre los accionistas. El ejemplo que otorgan estos autores es que los directivos pueden invertir menos esfuerzo en gestionar los recursos de la empresa, siendo susceptible de transferir parte de dichos recursos hacia ellos mismos a través de beneficios personales no pecuniarios.⁸ Como resultado de este proceso, los directivos deben soportar todos los costes como consecuencia de sus actividades, capturando sólo una fracción de los beneficios. Un caso particular de derroche interno de recursos ha sido descrito por Jensen (2004; 2005), donde analiza los costes de agencia cuando el capital social de la empresa se encuentra sobrevalorado. Bajo este escenario, los *managers* y el equipo directivo en general encuentran un amplio conjunto de mecanismos de utilización ineficiente de recursos internos. Esta sobrevaloración del capital social les permite un mayor acceso a fondos

⁶ A esta conducta de los directivos a desviar la riqueza de los accionistas hacia su propio beneficio, Atanasov *et al.* (2005) han venido a denominar como *tunnel* que puede ser interpretada como la “canalización” de la riqueza del accionariado en beneficio propio o en beneficio de terceros distintos de los accionistas aportantes del capital.

⁷ El hallazgo clave de Adam Smith en su “The Wealth of Nations” (1776) [traducción española: La Riqueza de las Naciones, Aguilar, Madrid, 2º Edición, 1961], consistió en afirmar que todo intercambio voluntario genera beneficios para las dos partes y que, mientras la cooperación sea estrictamente voluntaria, ningún intercambio se llevará a cabo, a menos que ambas partes obtengan con ello un beneficio.

⁸ Ejemplo de ellos han sido los denominados consumos de *perquisities* como despachos de lujo, cuadros, construcción de “imperios”, discrecionalidades en beneficio propio, etc.

con bajo coste de capital (tanto en términos de emisión de nuevas acciones como de deuda) y elevadas posibilidades de hacer uso de recursos en actividades que no generen valor para la empresa.

Como producto de esta situación de separación entre quienes tienen la propiedad de los activos empresariales y quienes los gestionan, la dirección pudiera no identificarse con los intereses de los accionistas tanto *a priori* como *a posteriori* de la suscripción de los contratos que norman el comportamiento de las partes (Azofra y Fernández, 1992; Barclay *et al.*, 1995). Al existir entonces esta disparidad de intereses entre los partícipes, por una parte, e incertidumbre respecto de los reales intereses que éstos persigan, por otra, surgen de este proceso una serie de costes de agencia definidos como la suma de los costes de formalización y seguimiento de los contratos.⁹ Estos costes de agencia están constituidos por los costes de supervisión del agente por parte del principal, los costes de garantía o fianza por parte del agente y la pérdida residual¹⁰ (Jensen y Meckling, 1976). De forma análoga a esta definición de los costes de agencia, Morgado y Pindado (2003) señalan que tales costes pueden surgir básicamente por la presencia simultánea de dos factores: la separación entre propiedad (de un derecho contingente), por una parte, y la existencia de asimetría de información, por otro.

Una vez reconocido entonces esta conducta oportunista de los *managers* de seguimiento de sus propios objetivos a través de la utilización de estos recursos residuales, es legítimo cuestionarse porqué las empresas mantienen grandes montantes de tesorería y equivalente de tesorería en sus cuentas de balance. Al respecto, existen varias explicaciones, pero una de las principales es que la tesorería y equivalente de tesorería provee bajos costes de financiación. De acuerdo con esta visión, los costes de financiación son mayores en presencia de asimetrías de información, como los problemas de subinversión y sustitución que se discutirán más adelante. Por lo tanto, los gerentes tras el intento de minimizar los costes asociados al uso de financiación a través del mercado, se ven motivados a mantener suficiente flexibilidad de financiación interna.

⁹ El trabajo de Mauer y Sarkar (2005), a través de un modelo de opciones reales, se centra en el estudio de la magnitud de los costes de agencia de la deuda, por un lado, y en la cuantificación del efecto de los dichos costes sobre el nivel óptimo de apalancamiento seguido por las empresas, por otro.

¹⁰ La pérdida residual es definida como el equivalente en la reducción del bienestar, expresado en unidades monetarias (e.g. valoradas en euros, €), experimentado por el principal como resultado de la divergencia de intereses entre éste y el agente (Jensen y Meckling, 1976).

Un enfoque alternativo para analizar la relación *managers* accionistas corresponde a la economía de los costes de transacción, desarrollada particularmente por Williamson (1988). Bajo este enfoque, tanto la deuda como los capitales propios son considerados como vehículos de gobierno corporativo en vez de instrumentos de financiación. Williamson (1988) establece que la estructura financiera de una empresa se encuentra afectada por la especificidad de los diferentes activos que la componen. La especificidad corresponde a la magnitud en la cual los activos empresariales pueden ser reutilizados en diferentes proyectos de inversión, sólo tras haberles efectuado limitadas modificaciones. Evidentemente, a medida que más específico sea el activo, menor será su valor de liquidación. Bajo este contexto, la deuda actúa como una camisa de fuerza frente a las oportunidades de inversión, puesto que los acreedores no prestarán fondos a empresas con activos muy específicos, puesto que frente a la eventualidad de una liquidación de los mismos, el valor realizado será muy reducido. Así, el apalancamiento debería reducirse a medida que el grado de especificidad de los activos aumenta. Los accionistas, por su parte, se encuentran menos afectados por el problema de especificidad de los activos, debido a que ellos se ven obligados a transferir el valor de los activos empresariales a los acreedores en una liquidación. En suma, a medida que la especificidad de los activos se incrementa, el coste de la deuda y de los capitales propios aumenta también, con el coste de la deuda aumentando más rápidamente que el de los capitales propios. Consecuentemente, para activos altamente reutilizables debería emplearse montantes elevados de deuda en su financiación, mientras que si dichos activos son muy específicos, deberían utilizarse capitales propios para su financiación. Al respecto, el trabajo de Vilasuso y Minkler (2001) integra los postulados de los costes de agencia y la literatura de la especificidad de los activos en un único modelo. Sus hallazgos permiten señalar que para los activos empresariales altamente específicos, los capitales propios reducen los costes de transacción limitando las conductas oportunistas de los directivos.

Un amplio menú de soluciones ha sido propuesto para resolver o al menos limitar estos problemas entre *manager* y accionistas. Por ejemplo, Jensen (1986) establece que los *managers* prefieren aumentar el tamaño de la empresa, mientras que los accionistas buscan la maximización del valor de sus acciones. Así, los *managers* intentarán evadir el control de los accionistas mediante la financiación de los proyectos de inversión menos rentables a través de recursos internos, caracterizados por estar

sujetos a un mínimo control externo. Los accionistas pueden evitar que los *managers* actúen de este modo mediante la reducción del flujo de tesorería liberado. Esto puede ser resuelto a través de un incremento en la tasa de pago de dividendos o a través de un aumento del endeudamiento. Para Hunsaker (1999), un incremento en el apalancamiento también incrementa el riesgo de quiebra y por lo tanto limita el consumo de recursos de los directivos en actividades que no generen valor.

En términos particulares Jensen y Meckling (1976) establecen que el *manager* puede ser disciplinado a través del uso de deuda convertible. La deuda convertible reduce los costes de agencia de la supervisión pues ésta da a los acreedores la oportunidad de participar en los beneficios de una empresa. Según Prasad *et al.* (2001) este hecho implica una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento de una empresa y el nivel de deuda convertible, y una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda ordinaria (de largo plazo).

En definitiva, la lista de mecanismos de control de estos problemas en la relación de agencia entre *managers* y accionistas no es pequeña. En los apartados que siguen se han considerado sólo aquellos elementos que afectan directamente a la decisión sobre estructura de capital de las empresas, descartándose todo el conjunto restante de factores que constituyen mecanismos de gobierno del control de conflictos entre *managers* y accionistas y que no atañen directamente a nuestro objetivo de investigación.

1.2.1.1.1 Relación de agencia managers-accionistas y la estructura de propiedad

Como hemos comentado con antelación, la conducta humana se encuentra orientada hacia la propia satisfacción de sus necesidades, por lo tanto la existencia de agentes perfectos que actúen en función de los intereses de un tercero es remotamente observable. Esta relación entre *managers* y accionistas se consolida bajo el reconocimiento de que los primeros poseen las habilidades necesarias y el conocimiento suficiente como para gestionar una empresa de forma eficiente. Por otra parte, esta

relación además está consolidada porque la gestión llevada a cabo por los *managers* es financiada por los accionistas cuyo objetivo es la maximización de su rentabilidad expresada en dividendos pagados por el mantenimiento de las acciones. Como producto de esta relación y de los compromisos establecidos entre ambas partes, son los accionistas quienes deben asumir la mayor parte del riesgo y del coste que significa dejar en manos del cuerpo directivo la gestión de la empresa. Una reducción de la inseguridad y el riesgo que estas acciones implican para el accionista se traducen finalmente en menores costes de agencia de control y supervisión de las acciones *ex post* del agente.

La literatura ha sugerido que la estructura de propiedad de los capitales propios afecta el conflicto de agencia entre *managers* y accionistas (McConnell y Servaes, 1995; Morck *et al.*, 1998; Karathanassis y Drakos, 2004; Maury y Pajuste, 2005; Mahrt-Smith, 2005). La agudeza y gravedad con que se presenten estos problemas se maximiza toda vez que la figura del empresario-propietario se hace más inexistente, o lo que es lo mismo, cuando el *manager* no posee una participación significativa en el capital social de la empresa (Maug, 1998). Los intereses de *managers* y accionistas tenderán a su alineamiento a medida que la propiedad gerencial de los capitales propios se incrementa, redundando en una mejora en el desempeño de la empresa (Anderson *et al.*, 2003; Lemmon y Lins, 2003). En consecuencia, los postulados ofrecidos por la teoría de agencia, nos señalan que la propiedad gerencial puede ser utilizada para resolver los conflictos entre *managers* y propietarios y por lo tanto influenciar positivamente el desempeño corporativo (Jensen y Meckling, 1976; Morck *et al.*, 1998).

Esta opción es comúnmente conocida como la hipótesis de convergencia de intereses; mientras que su antípoda, comúnmente denominada como la hipótesis de atrincheramiento (Karathanassis y Drakos, 2004), ve el incremento de la propiedad gerencial como una forma que tienen los directivos para perseguir sus propios objetivos a expensas de los intereses de los accionistas a los cuales sirven. El reciente trabajo de Maury y Pajuste (2005), por ejemplo, se centra en estudiar el efecto de la estructura de propiedad de las empresas sobre su valor corporativo, mostrando que aquellas empresas que presentan una distribución más equitativa de la propiedad de los capitales propios tienen un efecto positivo sobre el valor de la empresa, situación que propende a una reducción de las barreras de acceso a las fuentes externas de financiación.

Bajo este escenario, la configuración de la estructura de propiedad en las empresas constituye un elemento determinante no sólo en el complejo entramado de tomas de decisión, sino también en las bases de los mecanismos de control y disciplina de los directivos.¹¹ Los trabajos de Jensen y Meckling (1976, 1994) y Jensen (1994) ponen de relieve la existencia de motivaciones de las personas, y en términos particulares, de los gerentes para seguir sus propios objetivos que tienden a la maximización del interés personal. En consecuencia, uno de los eslabones que permite ligar los intereses entre el principal y el agente corresponderá a aquel que aproxime la propiedad y el control a un punto de acuerdo en común. En nuestro caso, este nexo vendrá expresado a través de la configuración de la estructura de propiedad.¹²

El hecho de que exista una elevada concentración de la propiedad facilita un control más cercano de las decisiones de la empresa por los principales accionistas (Carlin y Mayer, 2000).¹³ En este punto, la separación original entre la propiedad y el control se minimizan, conduciendo a una convergencia de intereses entre las partes con lo que se reducen así los costes de agencia que deben ser sufragados para controlar a los directivos (Jensen, 1986). De forma análoga, si gran parte de la propiedad del capital propio se encuentra en manos de los agentes —directivos y directores internos— ayudará a alinear la función de utilidad de estos agentes con la de los accionistas

¹¹ Según Demsetz y Villalonga (2001) la conexión entre la propiedad y el desempeño ha sido objeto de un importante y fructífero debate en la literatura de finanzas corporativas. El origen de este debate radica en el clásico trabajo de Berle y Means (1932), que sugiere que debería observarse una correlación inversa entre una propiedad atomizada y el desempeño de las empresas. En una línea argumentativa similar, el trabajo de Anderson *et al.* (2003) se propone como el pionero en particularizar la relación entre la estructura de propiedad y el coste de agencia de la deuda. En su trabajo, los autores estudian la relación entre la propiedad de las empresas familiares y los menores costes de financiación externa al que están sujetos gracias al menor potencial de conflicto de agencia entre *managers* y accionistas, como fruto de la singular configuración de su estructura de propiedad.

¹² Ver Putterman (1993) para una descripción de los determinantes de la concentración de propiedad de las empresas.

¹³ Un estudio particular para el caso de Japón ha sido desarrollado por Gul (1999), donde observa que las funciones de supervisión y control llevadas a cabo por los grandes accionistas de las empresas que forman un *keiretsu* son diferentes a aquellas desarrolladas por los dispersos accionistas de las empresas de los Estados Unidos.

externos —no directivos—, lo que se traduce en un conjunto de buenas noticias para los prestamistas que verán reducir su riesgo (Maug, 1998; Andrés *et al.*, 2000).¹⁴

El efecto que sobre la estructura de capital pudiera tener la relación entre quienes aportan los fondos para emprender los proyectos y quienes tienen la habilidad para gestionarlos es ambiguo (Morgado y Pindado, 2003). Existiendo asimetrías de información entre estas dos partes, los directivos podrán gestionar la empresa con un nivel de deuda inferior a aquel deseado por los accionistas. Si la empresa se encuentra subendeudada, el cuerpo directivo estará mejor cubierto del potencial riesgo de quiebra, y por lo tanto, de una devaluación del valor de la empresa, y finalmente, del riesgo de ser exonerados de sus respectivos puestos. Por otra parte, los directivos al adoptar esta conducta de subendeudamiento dejan a su disposición un mayor flujo de tesorería que eventualmente puede ser utilizado en acciones ocultas (Miguel *et al.*, 2005). Este problema de agencia es conocido como el problema de evitación del riesgo (Morgado y Pindado, 2003). Así, si se reconoce que los mecanismos que permiten converger los intereses entre principal y agente no son los idóneos, la empresa podrá seguir subendeudada.

En línea con las características de la estructura de propiedad como mecanismo de convergencia de intereses, la literatura financiera ha sido prolífera en examinar la relación entre el mercado como mecanismo de control y la estructura de capital (Miguel *et al.*, 2005). Harris y Raviv (1988) postulan que las acciones comunes llevan consigo derechos de voto de los que la deuda carece. Para estos autores, la estructura de capital afecta los resultados en una lucha por el control a través de su efecto en la distribución de los votos accionariales, especialmente en la fracción que es de propiedad del directivo. Básicamente, el modelo de estos autores se centra en la relación entre la fracción del capital social propiedad del directivo de la empresa y aquella parte del capital social que está en manos de externos —capital social mantenido por aquellos distintos al directivo—.

Uno de los clásicos trabajos sobre la estructura de propiedad de las empresas ha sido liderado por Demsetz y Lehn (1985). En su artículo los autores postulan que una estructura de propiedad concentrada involucra una serie de costes y beneficios. Es decir,

¹⁴ Otros mecanismos tradicionalmente utilizados para alinear el interés de los directivos con el de los accionistas está liderado por los esquemas de compensación en función de la facturación de la empresa.

que junto con proveer de fuertes incentivos para la maximización del valor de la empresa, una estructura de propiedad concentrada involucra una serie de costes de dos formas. En primer lugar, forzando tanto a gerentes como a otros accionistas internos a soportar un excesivo riesgo específico de la empresa —riesgos que podrían ser soportados a un menor coste a través de una estructura accionarial bien diversificada—, idea que también es apoyada por Anderson *et al.* (2003). En segundo lugar, permitiendo a los propietarios internos captar beneficios privados a expensas de los propietarios o accionistas minoritarios. A través del enfoque de Demsetz y Lehn (1985), las estructuras de propiedad deberían ser el reflejo de un *trade-off* entre los beneficios de los incentivos de una estructura de propiedad concentrada y los costes esperados que surgen de una excesiva concentración de riesgo y el potencial de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios.

Bajo la misma línea de los argumentos previos, en el trabajo de Rajan y Zingales (1998) se estudia el aporte al valor de la empresa producto de la discrecionalidad que poseen los directivos para pedir nuevos créditos, los autores señalan que los derechos residuales sobre el capital propio son mucho más sensibles para el valor de la empresa que la deuda. Postulan que los inversores ven las nuevas emisiones de capital social como malas noticias, pues estas son consideradas como señales que la administración no es competente o capaz de cumplir con el servicio de la deuda, o que intentan diluir las inevitables pérdidas entre los nuevos inversores. Por lo tanto, el rol que cumple la emisión de la deuda y de capital social en la configuración de la estructura de capital de las empresas es inverso, al igual que el rol que estos cumplen como mecanismo de control de los potenciales problemas de agencia entre *managers* y accionistas. Por un lado, frente a la existencia de excesivos flujos de tesorería y bajas oportunidades de inversión, la emisión de deuda permite vincular los intereses de ambos partícipes. De este modo, se obliga a los *managers* a mantener un esquema de pagos del servicio de la deuda periódicamente. Mientras que la emisión de nuevas acciones, por otro lado, tienen el efecto nocivo de ser una mala señal en el mercado además de dejar la programación de los pagos de dividendos sujeta a la discrecionalidad del directivo.

En términos empíricos Miguel *et al.* (2005) argumentan una complementariedad de los mecanismos de control para las empresas españolas. Esta evidencia es contraria a aquella observada para las empresas de los Estados Unidos, en las que se observa un proceso de sustitución entre los mecanismos de gobierno que estudian —estructura de

propiedad, endeudamiento y pago de dividendos—. Esta discrepancia es atribuida a las diferencias en el sistema de gobierno corporativo de las empresas españolas, el cual está determinado por las características del marco legal e institucional del sistema financiero. Específicamente, el bajo rendimiento e incluso la falta de mecanismos alternativos de gobierno —tales como la protección legal a los inversores, los mercados de capitales desarrollados, el mercado de control corporativo y los consejos directivos eficientes— pueden explicar porqué las empresas españolas no controlan sus problemas de agencia a través de la elección de un mecanismo en particular que sustituye a los otros; sino más bien a través de una combinación de éstos.

Los argumentos previos también están en línea con Yafeh y Yosha (2003) quienes estudian la concentración de la propiedad y el endeudamiento bancario como mecanismos de control para un conjunto de empresas de la industria química japonesa. La idea básica sobre la que fundan sus argumentos radica en que los accionistas son capaces solamente de observar el conjunto de actividades de los directivos, pero no son capaces de discernir cuáles de estas actividades son productivas y cuáles son de despilfarro de recursos. En consecuencia sostienen que una concentrada estructura de propiedad es capaz de reducir la utilización de recursos en actividades que no generan valor para la empresa, de forma análoga y complementaria al endeudamiento bancario. Finalmente, Yafeh y Yosha (2003) comprueban empíricamente que una mayor concentración accionarial juega un rol importante en controlar a los *managers*. También encuentran evidencia del rol disciplinario de la deuda, que limita el flujo de tesorería liberado a disposición de los directivos para ser utilizado en actividades que no generan valor. No obstante estos hallazgos, los autores no encuentran suficiente apoyo a la conjetura de que los bancos son particularmente importantes en la realización de esta labor. Por lo demás, observan que el uso complementario de la propiedad de los *insiders*, la deuda y los dividendos tiene sentido sólo cuando existe una convergencia de intereses entre estos partícipes. De forma contraria, cuando existen propietarios controladores —*insiders* u *outsiders*— cuyos intereses están lejos de la maximización del valor de la empresa, esta hipótesis de complementariedad en los mecanismos de gobierno no se cumple.

En síntesis, es posible observar que la estructura de concentración de propiedad sobre el capital social de la empresa constituye un mecanismo eficiente para reducir los costes de agencia asociados a la relación entre los *managers* y el accionariado de la

empresa (Maug, 1998). Por lo tanto, sólo aquellas empresas que señalicen eficientemente la existencia de menores conflictos de agencia, tendrán la capacidad de recurrir a endeudamiento privado particularmente, debido a que estos intermediarios sólo colocarán sus fondos en aquellas empresas que demuestren una mayor capacidad para cumplir con las cláusulas de los contratos de endeudamiento. Al hilo de estos argumentos, hemos observado también que el problema que subyace a esta relación entre *managers* y accionistas puede ser resuelto a través de una mayor participación accionarial de cualquiera de estos dos grupos de interés.

Por un lado, si las acciones de la empresa están concentradas en un número reducido de accionistas, entonces éstos tendrán la motivación suficiente como para ejercer eficientes mecanismos de control sobre los directivos. De este modo, el riesgo potencial de una conducta oportunista se minimiza, encauzando los intereses de los *managers* a la consecución de la maximización de la riqueza del accionista. Por el otro lado, cuando son los propios directivos quienes tienen una participación significativa en el capital social de la empresa, por definición el interés de ambos grupos tiende a homologarse y por lo tanto los costes de supervisión y control se minimizan (Ang *et al.*, 2000; Singh y Davidson III, 2003).

1.2.1.1.2 Relación de agencia managers-accionistas y la deuda

Si bien en el apartado anterior hemos efectuado un esbozo acerca del papel que juega la estructura de propiedad en la relación de agencia entre *managers* y accionistas, en esta sección se efectuará una descripción acerca de las especificaciones no sólo en relación al nivel de deuda sino considerando también la propiedad de ésta.

Como se ha señalado ya de forma indirecta en los apartados previos, el conflicto de interés entre *managers* y accionistas acerca de la política de financiación de la empresa se origina básicamente por tres razones. En primer lugar, porque los accionistas están mucho más diversificados que los *managers*, quienes junto con tener acciones y opciones sobre acciones de la empresa, tienen su propio capital humano vinculado a la empresa (Fama, 1980). En segundo lugar, tal como lo señala Jensen (1986), un mayor

nivel de deuda compromete al *manager* a trabajar y generar un flujo de tesorería que reitúe a los inversores externos. Finalmente, Harris y Raviv (1988) argumentan que los *managers* pueden incrementar el apalancamiento más allá de lo que puede ser denominado como una estructura óptima de capital, con el objeto de incrementar su poder de votación sobre el capital social de la empresa y reducir así la probabilidad de toma de control hostil y su posible exoneración del trabajo.

Como hemos observado hasta ahora, la relación que existe entre el flujo de tesorería liberado y el nivel de deuda de la empresa son determinantes en las posibles relaciones establecidas entre el principal y el agente. De este modo, con el objeto de probar la teoría del *free cash flow*, Jensen (1986) introdujo dicha variable, definiéndola como el flujo de tesorería que no es consumido por las oportunidades de inversión. En el trabajo de Miguel y Pindado (2001) esta variable es definida como la interacción entre el flujo de tesorería y el inverso de las oportunidades de inversión.

Como ya se ha mencionado, uno de los mecanismos utilizados para controlar esta capacidad discrecional del cuerpo directivo sobre el flujo de tesorería liberado de la empresa está constituido por el endeudamiento. Toda vez que exista un exceso de dicho flujo de tesorería, la probabilidad de que éste sea utilizado por la dirección en el consumo de beneficios no pecuniarios se incrementa (Bhagat y Jefferis, 2002). En consecuencia, el endeudamiento contribuye a alinear los intereses de los directivos con el de los accionistas básicamente a través de dos vías.

La primera vía es que a través del incremento en el nivel de endeudamiento en forma excesiva aumenta también en la empresa su nivel de insolvencia, y junto con esto, la probabilidad de que la empresa entre en un proceso de liquidación de sus activos. Si esto es así, el control de la empresa se transfiere desde los directivos y accionistas a los acreedores quienes tienen derechos preferenciales sobre el valor de liquidación de los activos societarios. Bajo este estado de cosas se minimiza toda posibilidad de consumos no pecuniarios por parte de los directivos en bienes y actividades que no generan valor. En consecuencia, el interés de los directivos de no perder el control sobre la gestión de la empresa les motiva a atenuar toda señal asociada al potencial riesgo de insolvencia financiera. Por ello, elevadas ratios de endeudamiento restringen el consumo de recursos en actividades que no generan valor, alineando de esta forma los intereses de los directivos con el de los accionistas.

Un segundo mecanismo a través del cual el mayor nivel de endeudamiento contribuye a resolver este problema de agencia entre *managers* y accionistas corresponde a la liberación de recursos en forma periódica para cumplir con el pago del servicio de la deuda. Con esto se mitiga el problema potencial del *free cash flow*, destinando dichos recursos al servicio de la deuda (Hart y Moore, 1995; Harvey *et al.*, 2004).¹⁵

En forma paralela a este argumento, también ha sido señalado en la literatura y en los trabajos empíricos que un mecanismo alternativo para dar solución a este problema del *free cash flow* está representado por la política de distribución de dividendos de la empresa (Gugler, 2003). No obstante, la distribución de dividendos adolece, en comparación a la deuda, de la flexibilidad que la dirección puede ejercer sobre éstos al momento de los pagos. En comparación con el pago de dividendos como mecanismo alternativo de respuesta a este problema de agencia, la suscripción de contratos de deuda obliga a efectuar pagos periódicos de intereses y principal que son más efectivos que los pagos discrecionales de dividendos.

De este modo, la sustitución del mecanismo de pago de dividendos por deuda es vista como una estrategia más eficiente para atenuar este problema de sobreinversión, situación que obliga a los directivos a liberar dichos recursos que de otra forma serían invertidos ineficientemente (Barclay *et al.*, 1995; Andrés *et al.*, 2000).¹⁶

Concatenado con los argumentos presentados en el apartado anterior, a menudo se indica que la financiación bancaria es más efectiva que la deuda negociable en la reducción de los problemas de agencia ocasionados por el flujo de tesorería liberado (Krishnaswami *et al.* 1999; Cai *et al.*, 1999; James y Smith, 2000). Este efecto se produce básicamente por las ventajas comparativas que tienen los bancos en la supervisión de las actividades de la empresa y en la estandarización y recolección de información. En este sentido, las habilidades que han desarrollado los acreedores privados les permite la confección de contratos de deuda que dejan menos cabida al comportamiento oportunista que eventualmente pudieran tener los directivos de las empresas. De este modo, si el endeudamiento privado en comparación con la deuda

¹⁵ Jensen (1986) cataloga como hipótesis de control —*control hypothesis*— a la motivación que causa el mayor endeudamiento en los directivos para actuar más eficientemente.

¹⁶ Un claro ejemplo de solución al problema de sobreinversión corresponde a la recompra apalancada de acciones (Barclay *et al.*, 1995).

negociable disminuye los costes de agencia de la deuda, aquellos directivos de empresas con mayores niveles de endeudamiento privado tendrán menos libertad en la utilización del flujo de tesorería liberado en actividades que no generen valor (Miguel y Pindado, 2001).

Sintetizando, según Esty y Megginson (2003) gran parte de la investigación en torno a la relación de cooperación o agencia entre directivos y accionistas ha asumido que los préstamos bancarios optimizan los mecanismos de gobierno corporativo que regulan eventuales acciones oportunistas entre directivos y accionistas de tres formas. Primero, se espera que los bancos ejerzan un mayor control sobre el desempeño de sus clientes e intervengan de forma más efectiva y oportuna en caso de que el desempeño no sea el esperado o el prometido en las cláusulas contractuales. En segundo lugar, una concentrada estructura de propiedad de la deuda implica una emisión de títulos de deuda con costes relativamente bajos. Situación que conduce a la preservación del valor de la empresa y la recontratación de nueva deuda frente al riesgo de insolvencia. Finalmente, la posibilidad de emisión de créditos sindicados a través de un gran número de bancos, puede disuadir voluntaria o estratégicamente a las empresas frente al riesgo de insolvencia a través del aumento del coste de capital de la emisión de dichos títulos de deuda.

Por el lado de los títulos de deuda emitidos en los mercados, aquellas empresas que recurren más frecuentemente a la deuda negociable tienen la ventaja de acceder al mercado de bonos. En consecuencia, estas empresas podrán mitigar sus restricciones financieras, y por lo tanto podrán ser menos sensibles a las fluctuaciones de los recursos internos. Huyghebaert *et al.* (2001) al estudiar la demanda de deuda que llevan a cabo los empresarios concluyen que dependiendo de la naturaleza del acreedor todo evento que se desee renegociar será más o menos costoso. En este caso, los acreedores con una gran participación en los capitales propios adoptan una política de liquidación de los activos más permisiva a cambio de un mayor coste de capital, toda vez que la empresa tenga un valor de liquidación relativamente elevado. Por otra parte, cuando los accionistas y directivos poseen información privada acerca de la probabilidad de sufrir presiones financieras, demandan créditos de los acreedores con baja participación en los capitales propios. Huyghebaert *et al.* (2001) postulan que esta situación permitirá a la empresa lograr un mejor punto de eficiencia durante un proceso de renegociación de los contratos.

Según el argumento de Ozkan y Ozkan (2004), una vez que la empresa haya decidido la emisión de deuda, ésta se inclinará por aquella de origen bancario siempre que deseen comunicar al mercado una señal positiva acerca de la empresa. La flexibilidad que poseen los bancos para financiar con nuevos créditos y para renovar los antiguos puede ser vista como una característica apreciable a la hora de acometer proyectos de inversión que presenten un valor actual neto positivo. Una de las particularidades más importante de las oportunidades de crecimiento es que los cambios y modificaciones tanto en el volumen de su financiación como en el momento en que se necesitan los fondos para llevarlas a cabo son dinámicos a través del tiempo. Por lo tanto, las empresas han de contar con una fuente de financiación lo suficientemente flexible como para solventar en forma oportuna la realización de estas oportunidades de crecimiento. El contar con deuda negociable limita la ejecución de las oportunidades de crecimiento, sin embargo, la deuda de origen privado fomenta el llevarlas a cabo. En efecto, el estudio desarrollado por Cantillo y Wright (2000) evidencia que las empresas con elevados flujos de tesorería pero que no cuentan con carteras de inversión rentables prefieren la emisión de deuda negociable en vez de deuda bancaria.

Asociado a los argumentos de Ozkan y Ozkan (2004), el trabajo que desarrollan Datta *et al.* (1999) se centra en estudiar cómo la relación de la empresa con sus acreedores bancarios les permite establecer una sólida reputación que posteriormente será usada para acceder al endeudamiento negociable. Dentro de los resultados observados por estos autores destacan el hecho de que los acreedores bancarios al tener mejor información acerca de las oportunidades de crecimiento de las empresas y de sus carteras de proyectos, hacen que la deuda negociable sea emitida a través de un menor coste de capital. Datta *et al.* (1999) también prueban la hipótesis de reputación crediticia formulada por Diamond (1984 y 1991). Dentro de sus hallazgos registran que las empresas más reputadas podrán demandar fondos con menores tasas de interés y en condiciones crediticias más ventajosas que las empresas menos reputadas. Señalan además que dicho endeudamiento estará orientado en primer lugar por el suscrito a través de intermediarios privados, y luego que se haya establecido una sólida reputación, se recurrirá al endeudamiento negociable. Este resultado también recibe apoyo por parte del reciente modelo teórico de Hackbarth *et al.* (2007).

A pesar de las ventajas que puede reportar una estrecha relación con los bancos y la reputación que la empresa se haya labrado, no ha de quedar fuera del proceso de

decisión una desventaja que subyace de la relación crediticia entre la empresa y los bancos. Al respecto Rajan (1992) determina la existencia de un claro *trade-off* entre la deuda bancaria y la deuda suscrita con el público —*arm's-length debt*—. El autor señala que el banco puede supervisar a la empresa y controlar sus decisiones de inversión de forma más directa y más eficiente que aquella que podrían lograr los diseminados acreedores de deuda negociable. Sin embargo, Rajan (1992) reconoce también que en dicho proceso de supervisión y control llevado a cabo por los bancos, se altera la relación entre el banco y la empresa. Esta situación lleva al banco a captar de forma extraordinaria la riqueza de los accionistas a través del problema del *hold-up* (Sharpe, 1990). Como consecuencia de este problema de expropiación de la riqueza de los accionistas, el autor reconoce que de mantenerse esta situación, a largo plazo se reducen los incentivos para la suscripción de deuda a través de intermediarios bancarios, siendo sustituidos por la emisión de deuda negociable, que no implica ni los beneficios bancarios de supervisión ni los costes de expropiación de la riqueza.

1.2.1.1.3 Relación de agencia insiders-outsiders y la deuda como mecanismo de gobierno corporativo

Como hemos visto anteriormente, la relación entre quienes dirigen la empresa y quienes aportan los fondos necesarios para llevar a cabo las actividades, sin lugar a dudas afecta a la decisión de endeudamiento de las empresas. Este hecho puede ser estudiado a través del margen de discrecionalidad¹⁷ que el *manager* tiene por el sólo hecho de ejercer la dirección de la empresa. Visto así, las decisiones gerenciales caen en un campo que se encuentra estrictamente controlado o normado tanto por el sistema legal en donde las empresas actúan —leyes tributarias, normativa contable, legislación que regula a las sociedades anónimas, etcétera— como por las políticas internas de la

¹⁷ De entre las muchas definiciones existentes para la discrecionalidad directiva Healy y Wahlen (1999) la consideran como la dirección de beneficios en el sentido de la capacidad que tienen los gerentes en informar y estructurar las transacciones para alterar los informes del desempeño económico de la empresa, ya sea para desorientar a los interesados —*stakeholders*— o para influenciar los resultados contractuales que dependen de las cifras contables. De hecho, los *insiders* pueden hacer elecciones contables que causen que los informes de los resultados sean menos variables que el desempeño económico real de la empresa.

empresa —consejo directivo, estatutos, manuales de procedimiento, etcétera—. Sin embargo, parte de dichas decisiones caen en un campo que no puede ser observado ni controlado directamente por los mecanismos formales ya señalados. Más aún, estas decisiones quedan a expensas de la sola potestad que tiene el *manager* de poder ejercer sus decisiones sobre la gestión de los activos empresariales. A este atributo en el proceso de toma de decisión se ha denominado discrecionalidad directiva de los *insiders* (Jones, 1991; Bannister y Newman, 1996; Subramanyam, 1996; Paek y Press, 1997; Teoh *et al.*, 1998; Gul *et al.*, 2000; Ke, 2001; Beneish, 2001). A continuación, sin el ánimo de ser exhaustivos en su presentación, esbozaremos las relaciones que se producen entre el *manager* de las empresas y sus accionistas, y cómo dicha relación es determinante de la decisión de financiación.

La teoría predice que cuando los directivos y *managers* poseen una fracción minoritaria del capital social,¹⁸ en relación a los accionistas, se ven incentivados a invertir menos esfuerzo en beneficio de los intereses de los accionistas, ocasionando una depreciación en la cotización bursátil de las acciones de la empresa (Warfield *et al.*, 1995; Morellec, 2004). Uno de los mecanismos tradicionalmente utilizados para reducir la brecha entre la conducta del agente y la gestión real que de ellos desean los propietarios han sido las cláusulas basadas en las cifras contables¹⁹ y el mantenimiento de determinados niveles de endeudamiento. Ambos constituyen algunos de los muchos mecanismos de gobierno corporativo. De acuerdo con los argumentos de Lefort (2003) el gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes partícipes en la empresa con el objeto de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. La razón de que esto no ocurra de forma automática es básicamente la existencia de información distribuida de forma desigual y la imposibilidad de implementar contratos completos que sean capaces de observar *a priori* cada una de las posibles actuaciones de las partes (Williamson, 1988).

¹⁸ McConnell *et al.* (2008) se centra en el estudio de la propiedad de los *insiders* y su efecto en el valor de la empresa. La propiedad de los *insiders* utilizada por los autores, y a la cual se hace referencia en esta investigación, corresponde a la propiedad en manos de los gerentes y de los miembros del consejo.

¹⁹ De la lengua inglesa *accounting-based constraint*, el cual es utilizado para referirse a contratos que descansan en información contable para mitigar la conducta oportunista de los directivos.

En este sentido, parece de gran interés retomar nuevamente los argumentos esgrimidos por Jensen y Meckling (1976) que plantean la utilización de la teoría de agencia para señalar que los gerentes no siempre adoptan una estructura de capital con el nivel de la deuda que maximiza el valor de los activos de la empresa. Así, es claramente visible que algunos gerentes parecen atrincherarse en forma considerable cada vez que se encuentran frente a la presencia de presiones, tanto internas como externas, propias de los mecanismos de gobierno corporativo. En sus trabajos sobre la determinación de los costes de agencia y la estructura de propiedad como mecanismo de gobierno corporativo Ang *et al.* (2000) y Singh y Davidson III (2003) indican que la participación significativa de los *insiders* en las acciones de la empresa debería traducirse en menores conflictos de agencia y por lo tanto en costes de agencia también más reducidos. Luego, esta reducción en los costes de agencia se debería ver reflejada en reducidos ratios de gastos discrecionales sobre la cifra de negocios.

En una línea argumental similar, Valadares y Leal (2000) y McConnell *et al.* (2008) observan que el aumento de la participación accionarial tanto en manos de los directivos como en manos de los miembros del consejo, incrementa el valor de la empresa hasta llegar a un nivel óptimo a partir del cual se destruye valor, como consecuencia del problema de atrincheramiento gerencial. Esta situación implica un incremento en los costes de agencia para reducir los potenciales problemas de expropiación de la riqueza de los accionistas.

El trabajo de Berger *et al.* (1997) se centra en estudiar la relación entre el atrincheramiento gerencial como forma de discrecionalidad directiva y la estructura de capital de la empresa. Éste es definido como la magnitud mediante la cual los gerentes evitan experimentar la disciplina impuesta por la amplia gama de mecanismos de control y gobierno corporativo, incluyendo el control por el cuerpo directivo, las amenazas de exoneración, compras hostiles e incluso los sistemas de compensación a través de acciones como resultado de la mejora en el desempeño. En términos específicos, Jandik y Makhija (2005) se centran en examinar si las ratios objetivas de endeudamiento son condicionantes en un proceso de toma de control hostil. Los autores reportan que los procesos de adquisición que involucran objetivos con elevadas ratios de endeudamiento tienden a ser significativamente más complejos que cuando las ratios de endeudamiento son reducidas. Garvey y Hanka (1999) por su lado señalan que las amenazas de compras hostiles motivan a los *managers* a suscribir elevados volúmenes

de deuda, que de otra forma evitarían si no observasen la amenaza de tal mecanismo de gobierno.

El atrincheramiento gerencial por definición lleva implícito la discrecionalidad sobre la elección del nivel de apalancamiento de la empresa. En este sentido, Berger *et al.* (1997) señalan que los gerentes pueden elegir niveles subóptimos de deuda por dos razones. La primera de ellas se asocia al deseo de reducir el riesgo de la empresa para proteger su propio capital humano no diversificado, asegurando su permanencia en el puesto. La segunda razón surge con ocasión de la aversión que tienen estos directivos frente a la presión sobre su gestión asociada a acuerdos para emitir grandes montantes de tesorería para cumplir con el servicio de la deuda.

Según Goergen y Renneboog (2001) la propiedad gerencial puede ser utilizada como una medida *proxy* del alineamiento de intereses entre *managers* y accionistas. Sin embargo, plantean a su vez que al estudiar la propiedad de los *insiders* y el alineamiento de los intereses entre accionistas y gerentes se puede presentar una relación no monótonica en la propiedad de los *managers*. Su argumento radica en el hecho de que toda vez que existan bajos niveles de propiedad de los *insiders*, incrementos en la propiedad gerencial pueden conducir a una convergencia de intereses entre accionistas y directivos; mientras que cuando existen elevados niveles de propiedad de los *insiders* se puede dar origen al problema de atrincheramiento. Una importante contribución a la literatura en este sentido es efectuada por Gugler *et al.* (2008). Estos autores logran medir tanto el efecto negativo como el positivo de la concentración de la propiedad de los *insiders* sobre el valor de la empresa para una muestra de empresas tanto anglosajonas como de aquellas descendientes de la rama de la *civil-law*. Sus conclusiones permiten apoyar la hipótesis de que las instituciones legales en los países anglosajones ofrecen a los accionistas una mejor protección contra los abusos de la discrecionalidad de los directivos que los países de la *civil-law*. Este trabajo se encuentra en línea con los argumentos desarrollados por Short y Keasey (1999) para una muestra de empresas del Reino Unido.

En línea con el razonamiento previo, Peasnell *et al.* (2003) examinan la forma funcional de la relación entre la composición del consejo y la propiedad gerencial para una muestra de empresas del Reino Unido. En términos particulares, hipotetizan que la interacción entre la propiedad gerencial y la demanda por miembros externos del consejo directivo es no lineal. Predicción que resulta fuertemente apoyada por sus

resultados empíricos. En consecuencia, una relación en forma de U es consistente con la presencia de dos conductores de la demanda por directores externos. En primer lugar, el rol de agencia en el cual los consejeros externos actúan como el “perro guardián” de los accionistas cuando los *managers* posean una baja participación del capital de la empresa. Así, a medida que mayor sea su participación, menor será la demanda por mecanismos de gobierno. En segundo lugar, se reconoce el peligro de que los *managers* expropien los flujos de tesorería de los accionistas minoritarios si éstos tienen una participación accionarial lo suficientemente elevada como para tornarse inmune a las compras hostiles o a la exoneración. En los términos de Peasnell *et al.* (2003), tal atrincheramiento puede dar origen a una demanda de consejeros externos que actúen como “perros guardianes” de los accionistas minoritarios, individuos que pueden supervisar la conducta de los *managers* y “silbar” si es necesario.

En suma, el origen de estos problemas de mala asignación de recursos, partiendo del clásico trabajo de Berle y Means (1932) donde se discute la disyuntiva entre la propiedad y control, han dado lugar a una serie de trabajos que consideran que la naturaleza del propietario de los capitales propios, ya sean *outsiders* o *insiders* es determinante en la decisión de endeudamiento y por lo tanto en el valor de la empresa. En estos términos, McConnell y Servaes (1995) han propuesto que la propiedad en manos de los *insiders* presenta un doble efecto. Primero, para bajos niveles de propiedad accionarial de los directivos, toda vez que ésta se incrementa conducirá a alinear los intereses entre los *insiders* y los accionistas externos, facilitando de este modo el acceso al endeudamiento. Un segundo efecto se presenta cuando a partir de un incremento de la propiedad de los directivos desde cierto punto ésta tiende a aislar los intereses de los gerentes de las demandas de los accionistas externos, produciéndose el atrincheramiento gerencial. A partir de este punto, los directivos tienden a movilizar los recursos corporativos en su propio beneficio sin considerar los posibles efectos en los intereses de los accionistas (Gugler *et al.*, 2008). En consecuencia, esta última situación limitará el acceso a las fuentes externas de financiación, incrementando, por ejemplo, el coste de capital o el volumen de las garantías colaterales para poder financiar las actividades de la empresa.

La hipótesis de discrecionalidad gerencial predice que, *ceteris paribus*, los gerentes buscarán evitar las restricciones y controles a su gestión²⁰ y desempeño a través del uso de deuda negociable. No obstante, de forma similar al razonamiento de Zwiebel (1996), la argumentación postulada por Denis y Mihov (2003) y Panno (2003) establece que los *managers* o directivos tendrán menos probabilidad de evitar estas restricciones y mayores controles del endeudamiento privado por dos razones. Primero, porque su participación accionarial en el capital social les incentiva a elegir el activo o título que maximiza el valor de la empresa, en este caso, la deuda privada. En segunda instancia, los *managers* con elevada participación accionarial no se verán motivados a evitar las restricciones del endeudamiento bancario puesto que la alta propiedad en sus manos actúa como un escudo que les aísla de las restricciones impuestas por los acreedores.

En el caso contrario, cuando los *managers* poseen una participación marginal en el capital social de sus empresas, ha de esperarse una inclinación a emitir más deuda negociable en los mercados que deuda intermediada. En los resultados empíricos alcanzados por Denis y Mihov (2003) observan que la probabilidad de emisión de deuda negociable está inversamente relacionada con la propiedad gerencial del capital propio para las empresas de los Estados Unidos. No obstante estos resultados, el reciente trabajo de Kumar (2004) para un conjunto de empresas de la India ha desvelado que la propiedad accionarial de los directores e inversores corporativos no tiene efectos en la estructura de capital de las empresas. Aparentemente el grado de desarrollo de los países y las características de sus sistemas financieros determinan la decisión de endeudamiento de forma diferente en función de los diversos mecanismos de gobierno corporativo vigente en los países.²¹

²⁰ De acuerdo con Leuz, *et al.* (2003), los efectos de estas actividades discrecionales deberían ser reflejados finalmente en los beneficios de la empresa y debería exponer a los *insiders* al riesgo de las acciones disciplinarias tanto legales como extralegales de parte de los inversores externos. Esta conducta de los *insiders* maximizadores de su renta les lleva a ocultar el real desempeño económico de la empresa, por ejemplo a través de la dirección del nivel y variabilidad de los beneficios informados a los inversores y acreedores, con el objeto de reducir la probabilidad de interferencia y control de parte de estos externos.

²¹ Kumar (2004) señala que a diferencia de las empresas de los Estados Unidos y el Reino Unido que mantienen estructuras de propiedad muy dispersas, para la India se observa una estructura muy concentrada y dominada por accionistas mayoritarios —en especial la familia—. El accionista controlador generalmente usa la estructura piramidal, estructuras de propiedad cruzadas y acciones tanto preferenciales como no preferenciales para mejorar el control de las

Al momento de considerar la componente de la estructura financiera imperante en cada país, es observable que la debilidad de los sistemas legales de los países con orientación hacia la banca hace que éstos creen mecanismos internos de regulación y protección de los fondos colocados por sus inversores. En un intento de estudiar tanto la discrecionalidad directiva como las características legales de los distintos sistemas institucionales a nivel internacional, Leuz *et al.* (2003) se esfuerzan en probar dos hipótesis. La primera de ellas es la hipótesis de desviación —*diversion hypothesis*—, donde la dirección de beneficios²² disminuye a medida que mayor es la protección legal de los inversores en un país, porque la expropiación de los activos es más generalizada cuando la protección del inversor es más débil (Carlin y Mayer, 2000). La segunda hipótesis formulada es conocida como la hipótesis de sanciones —*penalty hypothesis*—, que postula una relación inversa a la anterior. Aquí, la dirección de resultados se incrementa frente a una mayor protección legal porque los *managers* se ven motivados a ocultar la expropiación de los activos de los propietarios a medida que mayores sean las eventuales penalizaciones que les puedan aplicar los inversores externos.

En síntesis, de entre los propietarios de los fondos externos para la financiación de los proyectos de inversión, serán entonces los intermediarios bancarios en los distintos sistemas financieros los que puedan ejercer una actividad de control más eficiente sobre los directivos (Beck *et al.*, 2003). Este argumento recibe apoyo debido a que los bancos en la generalidad de los casos demandan información acerca de los *managers* y de los resultados alcanzados por éstos en la dirección de las empresas. De este modo, quienes tienen derechos residuales sobre el capital de la empresa tales como los accionistas, serán conscientes de las externalidades positivas transmitidas por los bancos que son traducidas finalmente en menores costes de agencia.

empresas. Como resultado de este proceso, la divergencia de la propiedad y el control termina en generar incentivos para el atrincheramiento gerencial.

²² Ver Dechow (1994), Dechow *et al.* (1996), Defond y Park (1997), Chaney y Lewis (1998) y Dechow y Skinner (2000) sobre dirección de beneficios y su efecto en las decisiones financieras y en el valor de la empresa.

1.2.1.1.4 Relación de agencia insiders-outsiders y el mercado como mecanismo de gobierno corporativo

Según Manne (1965) en su trabajo sobre el mercado de control corporativo, una de las premisas fundamentales sobre las que se basa dicho mercado consiste en la existencia de una alta correlación entre la eficiencia de la gestión de la dirección y el valor de mercado de las acciones de la empresa. Toda vez que una empresa se encuentra dirigida de forma ineficiente, en el sentido de no poder lograr una rentabilidad que hubiese sido realizada a través de otras políticas o estilo directivo, el precio de las acciones se ve afectado a la baja en relación al precio de las acciones de las empresas rivales o de aquellas que actúan en la misma industria.

Esta depreciación de las acciones allana el camino que conduce a cualquier esfuerzo para castigar a los directivos mediante una reducción en sus retribuciones. Sin embargo, el efecto más importante que puede desencadenar esta reducción en el precio de las acciones es la comunicación al mercado de que a través de un estilo directivo alternativo más eficiente, se podría lograr un precio por acción superior a aquel alcanzado con la actual dirección. Este hecho hará más atractiva una toma de control para quienes consideren que pueden dirigir la empresa más eficientemente.

Estas relaciones pueden ser estudiadas toda vez que exista una real separación entre la propiedad y el control. Si el agente que personifica a la empresa es el empresario que a su vez realiza la función directiva y asume el riesgo de dicha función como postulan los modelos clásicos, la disparidad de intereses no será observable. Sin embargo, cuando las empresas son grandes y sus capitales sociales son lo suficientemente elevados como para no estar en manos de un único accionista, por un lado, y las operaciones de dirección corresponden a actividades tan específicas y complejas que es remotamente improbable que exista un accionista único y a su vez cumpla las labores del directivo, por otro lado, entonces toman lugar los mecanismos de control corporativo.

Fuera del mercado de capitales no existe otra medida objetiva de la eficiencia de la dirección en las empresas. Por lo tanto, únicamente este esquema de tomas de control proporcionaría cierta seguridad de que existe eficiencia competitiva entre los gestores de las empresas (Coffee, 1999; John y Kedia, 2000; Chan-Lau, 2001).

De este modo, aunque un accionista individual pueda no presentar interés por ejercer supervisión directa sobre el *manager*, puede estar muy interesado en la existencia de un mercado de capitales que valore eficientemente las acciones de la empresa. Como lo expusiera Fama (1980), las señales proporcionadas por un mercado de capitales eficiente acerca del valor de las acciones de las empresas, son importantes para la valoración de la dirección de las diversas empresas en el mercado laboral gerencial.

El mecanismo de gobierno corporativo descrito se presenta de forma eficiente siempre que la estructura de propiedad de la empresa se encuentre tan segmentada que ninguno de los accionistas tenga derechos suficientes como para ejercer el control de las acciones de sus *managers* de forma directa. Por lo demás, la posibilidad de poder adquirir las acciones de una empresa bajo unas condiciones de mercado lo suficientemente claras, transparente y oportuna es también una condición necesaria para que funcione el mercado de control corporativo.

Presentado el escenario de esta forma, la pregunta que cabe hacerse es qué sucede cuando en el mercado de capitales existen barreras para poder comprar una proporción lo suficientemente grande de las acciones de una empresa como para ejercer el control sobre ella. Por otra parte, qué sucede cuando no existe una estructura de propiedad diseminada en un gran número de accionistas. Qué ocurre con las tomas de control cuando los *holdings* accionariales y los accionistas mayoritarios poseen una parte lo bastante grande del capital social como para ejercer el control sobre la dirección de la empresa. Aparentemente, estas características hacen ver que los mecanismos de gobierno corporativo tiendan a ser internalizados en la empresa y que las tomas de control ejercidas por el mercado sean reemplazadas por consejos de administración compuestos por representantes de diferentes grupos de interés (Azofra y Fernández, 1999).

En presencia de un mercado de capitales desarrollado y eficiente, la probabilidad de conflicto entre gestores y accionistas se minimiza gracias a la presencia de la competencia no sólo en el mercado de bienes sino también en el mercado laboral gerencial. Sin embargo, cuando el mercado no es lo suficientemente desarrollado como para ser un mecanismo eficiente de control corporativo la probabilidad de conflicto de agencia es mayúscula debido a que la ausencia de competencia permite la obtención de beneficios extraordinarios.

Visto así entonces, hemos de esperar que el rol disciplinante de la deuda se comporte de forma distinta en ausencia o presencia del mercado de control corporativo. Un claro ejemplo sobre el rol del mercado de control corporativo es ofrecido por Franks y Mayer (1997), señalando que para el caso de Alemania, por ejemplo, existen varios argumentos que explican la ausencia de compras hostiles. En primer lugar, la posición dominante de los bancos reflejada en unas estructuras de propiedad muy concentradas y en un cuerpo directivo que supervisa de forma eficiente a las empresas. En segundo lugar, la existencia de limitaciones en los derechos de voto que previene conductas predatorias en las empresas; y en tercer lugar, la existencia de mayores restricciones para modificar la composición y estructura del cuerpo directivo. Particularmente la propiedad de la deuda jugará un rol determinante en la supervisión y control de los *managers* y sus acciones frente a eventuales incongruencias en relación a los objetivos de los accionistas.

Al hilo de argumentos previos, Israel (1992) se centra en el análisis de la estructura de capital y de la estructura de propiedad como mecanismo que permitan responder eficientemente a las compras hostiles.²³ En primera instancia, el autor concluye que la ratio de apalancamiento puede ser usada como un mecanismo que permita a los directivos extraer el máximo valor posible durante un proceso de toma de control. Bajo este escenario, las empresas tenderán a configurar sus balances con elevados niveles de deuda con riesgo, de tal forma que hagan poco apetecible a la parte rival en dar inicio a un proceso de toma de control. Considerando también la estructura de propiedad de las empresas, Israel (1992) plantea que los directivos evitarán los procesos de adquisiciones hostiles manteniendo una elevada participación en los capitales propios de la empresa, hecho que les faculta captar gran parte del valor de dicho proceso.

En síntesis, una vez que se hayan de configurar las hipótesis susceptibles de contrastación empírica hemos de tener en cuenta las características del mercado de control corporativo en los diversos entornos institucionales. Bajo este prisma, el comportamiento de la deuda en general, y de la propiedad de la deuda en particular, como eficientes mecanismos de control de los directivos frente a la ausencia de un mercado desarrollado de control corporativo jugará un rol distinto, máxime cuando el

²³ Garvey y Hanka (1999) ofrecen un detalle del efecto en las políticas de financiación de las empresas frente a modificaciones legislativas anti-compras hostiles en los Estados Unidos.

sistema financiero de referencia se encuentre o no orientado hacia los intermediarios financieros.

1.2.1.2 Relación accionistas-acreedores

Como en el momento en que se describió la relación de agencia entre *managers* y accionistas, también es posible identificar y describir la relación entre accionistas y acreedores. Para seguir el hilo conductor de nuestro análisis, en este caso serán los accionistas los que estarán motivados a maximizar su propio beneficio en detrimento del interés de los acreedores. En presencia de endeudamiento, entonces, el factor que originará el conflicto entre accionistas y acreedores estará orientado por la conducta de los accionistas a invertir en forma subóptima en los proyectos de inversión, por una parte, y a incrementar el riesgo de sus carteras de inversión con el objeto de expropiar a los acreedores. Estos postulados y sus diversas relaciones contractuales son descritos en los apartados que vienen a continuación.

1.2.1.2.1 Problema de sustitución de activo

Este problema de riesgo moral conocido como el problema de sustitución de activos (Jensen y Meckling, 1976; Galai y Masulis, 1976; Jensen, 1986; Leland, 1998), proviene del incentivo que sienten las empresas que mantienen endeudamiento en sustituir inversiones de bajo riesgo por aquellas de mayor nivel de riesgo.

El punto sobre el que radica este problema de agencia corresponde a la responsabilidad limitada de los accionistas única y exclusivamente hasta el monto de sus aportaciones. Como consecuencia de la naturaleza de la responsabilidad limitada de los accionistas, la relación de agencia involucrará una distribución asimétrica de las pérdidas y beneficios entre accionistas y acreedores. Por una parte, los beneficios que de dicha relación puedan captar los accionistas se extienden de forma ilimitada, mientras

que las pérdidas que eventualmente éstos deban soportar se encuentran acotadas hasta el monto de sus aportes. En su contrapartida, la distribución de beneficios y pérdidas que deba soportar el acreedor se encuentra equitativamente repartido. Si el proyecto de inversión es exitoso, solamente podrá captar los beneficios estipulados en el contrato de deuda; mientras que si el proyecto de inversión fracasa, deberá soportar los costes totales de dicha situación.

Si los directivos actúan en interés de los accionistas, éstos últimos intentarán que los primeros prefieran proyectos de inversión de mayor riesgo, los cuales ofrecen la posibilidad de captar mayores retornos siempre que sean llevados a cabo en forma exitosa. Sin embargo, si estos proyectos de inversión fracasan, la pérdida de los accionistas se limitará a sus aportaciones de capital. Esta conducta de parte de los directivos y motivada por los intereses de los accionistas involucra una transferencia de la potencial pérdida de esta inversión desde los accionistas a los acreedores, quienes deberán soportar los costes de la modificación del riesgo en las carteras de proyectos de la empresa. En su conjunto entonces, este comportamiento oportunista conducirá a que los acreedores preferirán colocar sus fondos en empresas con carteras de inversión de bajo riesgo, con el objeto de poder asegurarse que sus fondos le serán devueltos en los plazos y condiciones pactadas. Como resultado de este tipo de conflicto de agencia, los acreedores se cubrirán contra los potenciales costes que esta situación pueda engendrar, demandando mayores retornos expresados en elevados tipos de interés para soportar dicho nivel de riesgo (Bolton y Freixas, 2000; Hovakimian *et al*, 2001; Chen y Zhao, 2006).

Desarrollando aún más la idea ya esbozada, toda vez que un proyecto de inversión posea retornos, aún sobre los esperados, los acreedores solamente podrán captar aquella parte del beneficio que se encuentra estipulada en los contratos de endeudamiento. Sin embargo, en comparación a los accionistas, si el proyecto es llevado a cabo en forma exitosa, los accionistas captarán una mayor parte de dichos beneficios. No obstante, si el proyecto de inversión fracasa, dado el carácter de responsabilidad limitada mantenida por el accionariado, serán entonces, los acreedores quienes deberán soportar las consecuencias de la inviabilidad de dicha inversión (Jensen y Meckling, 1976; Galai y Masulis, 1976).

Un segundo conflicto de agencia conocido como el problema de subinversión corresponde a aquel que se observa entre los acreedores y los accionistas con ocasión de la suscripción de los contratos con los acreedores (Myers, 1977). Este conflicto de agencia entre quienes invierten en deuda (acreedores) y quienes invierten en recursos propios (accionistas) surge únicamente cuando existe riesgo de impago. Si la deuda está totalmente libre del riesgo de impago, los acreedores no tendrán interés en los beneficios, el valor o riesgo de la empresa. Pero si existe alguna probabilidad de caer en riesgo de impago, los accionistas podrán obtener beneficios a expensas de los acreedores (Myers, 2001).

El problema de subinversión se refiere a la tendencia que tienen los directivos que mantienen deuda con riesgo, incluso aquellos que buscan la maximización del valor de sus accionistas, a no invertir en determinados proyectos de inversión que tengan un valor actual neto positivo y riesgo relativamente bajo. La idea que subyace a este hecho es que para aquellas empresas que mantengan en sus registros deudas con riesgo — endeudamiento lastrado—²⁴ suficientemente elevado, los accionistas reciben los retornos de los flujos de tesorería en forma residual, es decir, una vez que han sido pagados los saldos a los acreedores y demás participantes con algún derecho sobre los flujos de tesorería generados por los proyectos de inversión. Por lo tanto, bajo este estado de cosas, los accionistas no querrán transferir la riqueza generada por los proyectos de inversión a los acreedores si los activos empresariales deben ser liquidados como consecuencia del riesgo asumido a través del endeudamiento. Como resultado de esto, el mayor riesgo de insolvencia motiva a los accionistas a dejar pasar por alto estos proyectos de inversión capaces de generar valor para la empresa, si éstos observan que los beneficios de llevar a cabo dichos proyectos de inversión son en su mayor parte canalizados hacia los acreedores.

²⁴ Del anglosajón *debt overhang*. El concepto de endeudamiento lastrado se basa en que la deuda a largo plazo sujeta a riesgo de crédito cambia de valor ante los acontecimientos relativos a la empresa producidos durante todo el tiempo en que la deuda está viva, dado que la probabilidad de impago varía cada vez que se altera la función de distribución de los ingresos de la empresa (Cufat, 1999).

De acuerdo con la propuesta de Myers (1977), el valor de la empresa está compuesto por el valor de los proyectos de inversión actualmente en ejecución —*assets-in-place*— más el valor actual de las oportunidades de crecimiento. Estas oportunidades de crecimiento se pueden considerar como la opción que tiene una empresa de llevar a cabo una inversión en el futuro siempre y cuando ésta produzca una rentabilidad superior al coste de oportunidad de capital. Al ejercer la opción de crecimiento el valor de la empresa se incrementa, sin embargo, si la opción expira sin ser ejercida se produce entonces un detrimento en el valor de la empresa. En este sentido, es posible observar que la dirección, aún actuando en interés de los accionistas, puede abandonar ciertos proyectos rentables de inversión, si observan que no se maximizará la riqueza de éstos al ejercer dicha opción de inversión. Sin embargo, esta situación puede eventualmente ser evitada si el plazo del endeudamiento es menor que el momento en que expira la opción de inversión. En función de lo anterior, debería observarse entonces que la reducción en el plazo de vencimiento de la deuda está positivamente correlacionada con las oportunidades de crecimiento empresariales (Barclay y Smith, 1995; Myers, 1977).

El ejercicio oportuno de las oportunidades de crecimiento constituye una importante fuente de generación de valor para la empresa. De hecho, el reciente trabajo de Brailsford y Yeoh (2004) establece que la reacción del mercado frente a los anuncios de gastos de capital está positivamente relacionada con el precio de las acciones. Los autores indican en que el anuncio de la existencia de oportunidades rentables de crecimiento comunica información al mercado acerca de las expectativas futuras de generación de beneficios. Más aún, el efecto positivo en el precio de las acciones se verá reflejado toda vez que se efectúe el ejercicio en el momento adecuado de dichas oportunidades de crecimiento.

Por otra parte, las empresas que posean elevadas ratios de valor mercado a valor libro se espera que tengan mayores oportunidades de crecimiento futuras (Lang *et al.*, 1996; Aivazian *et al.*, 2005). Esta ratio ha sido utilizada por Rajan y Zingales (1995) como *proxy* de las oportunidades de crecimiento disponible en la empresa. Estos autores han sugerido, *a priori*, para su trabajo realizado sobre una muestra de empresas de países del G-7, que se esperaría una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de apalancamiento. Este hecho es consistente con las predicciones teóricas de Jensen y Meckling (1976) basada en la teoría de agencia, y el trabajo de Myers (1977). El argumento de Myers (1977) es que las empresas con elevadas

oportunidades de inversión —también conocidas como opciones de crecimiento— tenderán a tener bajas ratios de apalancamiento debido a que la deuda puede limitar la habilidad de la empresa para llevar a cabo sus oportunidades de crecimiento al momento que éstas aparezcan. Este postulado también es respaldado por el trabajo empírico de Wald (1999). Por su lado, Goyal *et al.* (2002) en su trabajo realizado para las empresas de defensa norteamericanas ha encontrado que cuando se reducen las oportunidades de crecimiento de estas empresas, éstas incrementan el uso de financiación a través de deuda. De forma análoga, el reciente trabajo desarrollado por Aivazian *et al.* (2005) examina el impacto del apalancamiento financiero sobre la decisión de inversión de las empresas canadienses. En este caso, los autores también observan una relación negativa entre el apalancamiento y la inversión y que este efecto negativo es significativamente mayor para las empresas con pocas oportunidades de crecimiento que para aquellas empresas con elevadas oportunidades. Este resultado permite apoyar las teorías de agencia sobre el apalancamiento corporativo, y específicamente la teoría de que el endeudamiento tiene un rol disciplinante para las empresas con escasas oportunidades de crecimiento.

1.2.1.2.3 Las oportunidades de crecimiento y los problemas de agencia de la deuda

Antes de continuar con el análisis de los problemas de agencia de la deuda, es preciso hacer un alto e introducirnos en detalle en la relación entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda de la empresa.

La relación negativa entre la ratio valor mercado a valor libro y la ratio de apalancamiento ha sido hasta ahora uno de los hechos empíricos estilizados más ampliamente documentados en la literatura sobre la estructura de capital. *De facto*, muchos estudios toman esta relación negativa como dada y centran su debate en cuestiones como su interpretación económica. No obstante, un interesante trabajo ha salido a la palestra para presentar un postulado inverso al tradicionalmente estudiado. El reciente trabajo desarrollado por Chen y Zhao (2006), tomando como base fundamental de análisis el modelo teórico original de Myers (1977), demuestra que las empresas con

elevadas ratios valor mercado a valor libro, o dicho de otro modo, con elevadas oportunidades de crecimiento, podrían escoger de forma óptima mayores ratios de apalancamiento. Consistente con este argumento, los autores aportan también evidencia empírica de que las empresas con elevadas ratios valor mercado a valor libro enfrentan menores costes de financiación de deuda y por lo tanto emiten más deuda.

De este modo, Chen y Zhao (2006) basándose en Myers (1977) quien principalmente analiza los costes de agencia de la deuda para empresas con una oportunidad de crecimiento; éste no trata el tema de los costes de agencia cuando existen múltiples oportunidades de crecimiento, es decir, diferentes ratios valor mercado a valor libro. En consecuencia, los primeros demuestran que cuando existen múltiples oportunidades de crecimiento puede existir una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y la ratio de apalancamiento.

No obstante a los argumentos señalados en los párrafos anteriores, la idea predominante sigue siendo una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento que mantienen las empresas. En este sentido, por ejemplo, Hackbarth (2009) predice una relación negativa entre la ratio de apalancamiento óptima y las oportunidades de crecimiento. La diferencia crucial entre Hackbarth (2009) y Myers (1977) es que el primero de estos autores supone que, entre otros elementos, primero, el tiempo de espera óptimo antes de ejercer la oportunidad de crecimiento está endógenamente determinado, y segundo, la empresa tiene deuda registrada de forma perpetua que promete pagos de cupones constantes. Bajo estas condiciones, tal empresa puede encontrar beneficioso tener menos deuda durante el período de espera previo al ejercicio de las oportunidades de crecimiento porque frente a un ejercicio súbito de la misma se desperdiciaría la futura oportunidad de crecimiento. En otras palabras la predicción es cumplida a través de una combinación del período de espera y el pago de cupones durante dicho período. Por el contrario, Myers (1977) establece que la deuda madura al mismo tiempo que son realizados los beneficios de las futuras oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, en Myers (1977) esta oportunidad de crecimiento puede contribuir directamente a reducir la probabilidad de quiebra y así reducir los costes de agencia; mientras que en Hackbarth (2009) la futura oportunidad de crecimiento hace particularmente no deseable la deuda registrada en los libros por parte de los accionistas durante el período de espera. Este es el período de espera que conduce a una relación negativa entre la ratio óptima de apalancamiento y la oportunidad de crecimiento.

Después del período de espera, en el trabajo de Hackbarth (2009) se predicen políticas financieras de forma similar a Myers (1977). Las predicciones en Hackbarth (2009) dependen crucialmente de la forma en la que se estructura la deuda —si el plazo de vencimiento de la deuda se ajusta con las oportunidades de crecimiento y si existen requerimientos de pagos durante el período de espera—.

1.2.1.2.4 *Problemas de sustitución de activos y subinversión y la deuda*

El problema de sustitución de activos es análogo a la compra de una opción *call*,²⁵ dada la responsabilidad limitada de los accionistas sobre las eventuales pérdidas empresariales que pueda generar el proyecto de inversión. En este marco, la teoría de opciones nos asegura que el valor de una opción aumentará con la volatilidad (varianza) del activo subyacente, que en este caso, podría medirse con las decisiones de inversión de la empresa, incentivando a los accionistas a sustituir proyectos menos arriesgados por proyectos de mayor riesgo (Hayes y Garvin, 1983; Nieto y Tribó, 2000). El punto de unión con este estudio radica en que en la medida que estas perspectivas sean elevadas y se produzca, por tanto, esta sustitución de activos que incentiva la realización de acciones ocultas, se incrementa el valor para ejercer estas opciones en el momento adecuado (Barclay y Smith, 1995).

Estos argumentos nos conducen a pensar que para ello es especialmente valioso contar con un instrumento de deuda con la flexibilidad suficiente para poder definir el tiempo de ejercicio adecuado de la inversión. Al ser la deuda negociable, por definición, más rígida al momento de la renegociación y contener menos cláusulas que la deuda bancaria, que a su vez es de más fácil renegociación (Chemmanur y Fulghieri, 1994), las empresas con oportunidades de crecimiento preferirán utilizar deuda privada bancaria en lugar de deuda negociable. De este modo, podrán incurrir en proyectos de

²⁵ Éstas poseen rentabilidades ilimitadas en la medida que se incremente el precio del subyacente (el valor de la inversión de la empresa), pero en caso que se reduzca, los accionistas pueden perder como máximo su inversión inicial (debido a la existencia de responsabilidad limitada).

inversión en el momento óptimo, maximizando su beneficio o, si el proyecto de inversión no produce retornos, minimizando su pérdida, acotándola a su aporte inicial.

Una vez entendido el rol disciplinante que juega la deuda en el actuar de los directivos, es importante destacar que, si bien es cierto, el endeudamiento bancario es en términos relativos más costoso para las empresas de menor tamaño (Diamond, 1994), también lleva consigo la ventaja de participar más eficientemente en los procesos de renegociación de deuda. Esta ventaja motiva que este tipo de endeudamiento sea más efectivo para controlar el problema de sustitución de activos que la deuda negociable.

Los resultados empíricos alcanzados por Johnson (1997 b) postulan que la relación positiva existente entre el apalancamiento y el uso de deuda bancaria parecen estar motivados parcialmente por la deuda bancaria que atenúa los efectos negativos de los potenciales problemas de sustitución de activos sobre el apalancamiento.

De forma similar, Smith y Warner (1979) y Barnea *et al.* (1980) argumentan que la deuda de corto plazo puede mitigar el problema de sustitución de activos debido a que el valor de la deuda de corto plazo es menos sensible a los cambios en el valor de los activos de la empresa. En estos términos, se ha de esperar que las oportunidades de crecimiento empresariales presenten una relación positiva con la deuda bancaria de corto plazo, debido a que sus atributos para llevar a cabo el control sobre las empresas son superiores que en la deuda negociable.

En relación al problema de subinversión, uno de los mecanismos propuestos para controlar este conflicto es sustituir la financiación externa de las oportunidades de crecimiento por financiación interna (Chirinko y Singha, 2000; Bontempi, 2002; Frank y Goyal, 2009). De este modo, si el elemento desencadenante del problema de agencia es la deuda, una reducción de la misma atenuaría los problemas. Es decir, que aquellas empresas cuyo valor actual esté formado básicamente por el valor futuro de sus oportunidades de crecimiento y otros activos intangibles —como el indicado por una elevada ratio valor mercado a valor libro y un fuerte gasto en investigación y desarrollo— tienden a usar menos deuda que las empresas con significativos activos tangibles y flujos estables de tesorería (Myers, 1977, 1984 a; Myers y Majluf, 1984; McConell y Servaes, 1995; Hovakimian *et al.*, 2002). Los resultados empíricos hacen eco de esta postura para la realidad de las empresas de los Estados Unidos, donde se ha observado una relación negativa particularmente entre la existencia de oportunidades de

crecimiento y el endeudamiento suscrito con intermediarios financieros (Houston y James, 1996; Johnson 1997 a; Hadlock y James 2002; Denis y Mihov 2003).

A pesar de lo anterior, también sobre esta misma estructura teórica se ha argumentado una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de endeudamiento de las empresas. Según Andritzky (2003) el efecto del apalancamiento y las ventajas fiscales de la deuda pueden incrementar la rentabilidad sobre los capitales propios, fomentando una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda.²⁶

En la misma línea de los argumentos anteriores, la influencia ejercida por las oportunidades de crecimiento en el endeudamiento de las empresas depende, según Booth *et al.* (2001) y Heine y Harbus (2002), en gran medida de las condiciones del entorno institucional tales como el desempeño del mercado de capitales y la legislación tributaria. Esta es la razón por la que concuerdan para su trabajo que considera un conjunto de países en desarrollo que la ratio valor mercado a valor libro más que ser un factor específico de la empresa, es un factor específico del país.²⁷

No obstante el planteamiento esbozado hasta este punto, el análisis debe complementarse mediante la consideración de la naturaleza de quien aporta los fondos. Los trabajos de Cai *et al.* (1999), James y Smith (2000), Harvey *et al.* (2004) y Gottesman y Roberts (2004) han postulado que el endeudamiento bancario es un mecanismo eficiente para controlar estos problemas de agencia de subinversión y sustitución de activos. El elemento que justifica este hecho es que a través de la utilización de un mecanismo crediticio flexible se podrán ejercer las opciones de crecimiento antes que expire la fecha de vencimiento de estas opciones, por una parte, permitiendo además controlar directamente los fondos colocados en las empresas, por

²⁶ Andritzky (2003) en su trabajo explica la decisión de endeudamiento para un conjunto de empresas de los países del G-7. En este trabajo, entre otros determinantes aparte de aquellos que provienen de consideraciones industriales, incorpora la ratio valor mercado a valor libro de los capitales propios, aproximada como la capitalización de mercado de cada empresa sobre el valor libro de los capitales propios.

²⁷ Si bien es cierto, Andritzky (2003) encuentra una relación positiva entre la ratio valor mercado a valor libro del capital social y el nivel de endeudamiento de las empresas, sostiene que existe una serie de desventajas concernientes a dicha medida: i) que la muestra se encuentra sesgada con respecto al un período de elevados retornos sobre los activos y un *boom* en los mercados de valores para el conjunto de empresas y países empleados en sus muestras, ii) el valor libro de los capitales propios —el denominador de su ratio— son variables de significación más histórica que económica en las contabilidades tradicionales.

otra. La fuente de financiación que cumple con ambas condiciones está representada por el endeudamiento privado o bancario.

De acuerdo con las aportaciones de James y Smith (2000), existen al menos cuatro razones que justifican la elección del proveedor privado de fondos para la financiación de las oportunidades de crecimiento por parte de las empresas. Primero, que los acreedores privados bancarios pueden estar mejor informados que los acreedores de deuda negociable acerca de los proyectos futuros de inversión de las empresas solicitantes de financiación (Diamond, 1984). Segundo, que la financiación privada bancaria puede involucrar mayores controles sobre los deudores suscriptores de los contratos de deuda —y en caso que existan problemas graves de incumplimiento de las responsabilidades crediticias, puede existir una intervención activa—, que puede asegurar una reducción en los costes de agencia. Tercero, que los contratos de deuda bancaria se caracterizan por una mayor facilidad de renegociación o reestructuración de sus cláusulas en comparación con los contratos de deuda negociable, que tienden a disminuir los costes sufridos durante los ciclos de presiones financieras vividos por las empresas;²⁸ y en cuarto lugar, que la deuda bancaria tiene menores costes de transacción y flotación en comparación con la emisión de deuda negociable (Diamond, 1984; Krishnaswami *et al.*, 1999; Carey y Rosen, 2001; Denis y Mihov, 2003). Un quinto argumento que podría también ser incluido en esta línea corresponde a la señalización de una sólida reputación que significa mantener deuda privada en sus registros por parte de la empresa (Diamond, 1989). Primeramente Diamond (1991) y posteriormente Datta *et al.* (1999) han observado que las empresas tienden a recurrir a la deuda privada para la financiación de sus proyectos de inversión. Luego, una vez que han establecido una sólida historia crediticia, estas empresas acuden a los mercados de deuda negociable captando fondos con tasas de coste de capital económicamente conveniente, que no podría ser lograda si estas empresas no contasen con una sólida reputación crediticia.

Una conducta característica de los bancos es que suelen desarrollar relaciones de mutua confianza con los deudores, lo que facilita la provisión de fondos a las empresas con significativas oportunidades de crecimiento. Esta situación se observa

²⁸ Una de las ventajas de la deuda bancaria para las empresas con oportunidades de crecimiento es que reduce la posibilidad de una liquidación ineficiente ya que permite resolver los problemas de insolvencia *out-of-court*, es decir, sin tener necesariamente que llegar hasta las instancias institucionales legales pertinentes para proceder formalmente a la disolución de la empresa (Hege, 2003).

especialmente cuando las actividades de la empresa son opacas a los ojos de los inversores externos (elevada asimetría de información) bien por razones tecnológicas, bien por la existencia de relaciones específicas con clientes, proveedores o trabajadores que constituyen elementos estratégicos que se desean proteger (Filatotchev y Mickiewicz, 2002). En términos comparativos, mientras los acreedores bancarios contribuyen a resolver los problemas de información asimétrica mediante una supervisión efectiva y el diseño de contratos de endeudamiento que mejoran los incentivos de los deudores (Berger y Udell, 1995; Anderson y Makhija, 1999; Krishnaswami *et al.*, 1999; Myers, 2000; Hadlock y James, 2002), los acreedores públicos se verían muy afectados tanto por los problemas de selección adversa y riesgo moral como por los costes de agencia.

En términos de esta relación banco-empresa, en el trabajo seminal de Diamond (1984), los bancos surgen como un eficiente mecanismo para canalizar los fondos de los inversores a las empresas cuando existen significativos costes asociados a la asimetría de información entre los inversores y los proyectos de inversión de las empresas. En consecuencia, frente a una elevada recurrencia al crédito, una relación con un único banco puede no ser óptima (Ongena y Smith, 2000). Tanto Sharpe (1990) como Rajan (1992) indican que un manejo superior de información capacita a los bancos a extraer rentas monopólicas de las empresas a través de futuros créditos que sean suscritos por estas. Ambos autores muestran que la existencia de una mayor competencia entre los bancos permite eliminar estos costes de *hold-up*, o costes monopólicos. Por consiguiente, las propuesta de Rajan (1992), y luego contrastada empíricamente para los países europeos por Ongena y Smith (2000), es que las empresas debieran mantener relaciones con al menos unos pocos bancos con el objeto de reducir estos costes de *hold-up*. De forma similar a estos resultados, Thakor (1996) observa que las empresas desean mantener relaciones con múltiples bancos con el fin de reducir el riesgo de denegación de créditos para la financiación de sus proyectos de inversión.

No obstante lo anterior, es posible reconocer que la deuda negociable, en comparación a la deuda privada bancaria, posee ciertas ventajas en términos de los costes de intermediación para las empresas de mayor tamaño. Bajo esta concepción, entonces, la pregunta que salta a la vista es que si las empresas tienen acceso a endeudamiento negociable, por qué razón entonces, buscan mantener deuda bancaria en su estructura de capital. En primer lugar, el efecto escala de la componente fija de los

costes de emisión de la deuda negociable corporativa, que la tornan poco flexible (Krishnaswami *et al.*, 1999; Carey y Rosen, 2001), por ser sólo económicamente factible para montantes relativamente elevados de endeudamiento. En segundo lugar, el endeudamiento bancario como ventaja colateral aporta una reducción de los diversos costes de agencia asociados a la asimetría de información. En síntesis, cuando se tiene en cuenta la naturaleza del acreedor, habría de esperarse una relación positiva entre endeudamiento bancario y oportunidades de crecimiento y una relación negativa entre endeudamiento de mercado y oportunidades de crecimiento (Anderson y Makhija, 1999).²⁹

Finalmente, del análisis de las relaciones de agencia observadas hasta ahora, es decir, de la relación entre *manager* y accionistas, por una parte, y de la relación entre accionistas y acreedores, por otra, podemos observar un claro *trade-off* entre estas relaciones y la decisión de financiación de las empresas. En el primero de estos enfoques analizados observamos que un mayor nivel de apalancamiento en la empresa es capaz de mitigar las divergencias de intereses entre principal y agente, obligando a estos últimos a invertir mayor esfuerzo en el logro de los objetivos de los primeros, y en definitiva, en la maximización del valor de la empresa. Sin embargo, en el análisis de la segunda relación propuesta, un mayor nivel de endeudamiento motiva la aparición de los problemas de sustitución de activos y de subinversión, modificando el riesgo de la cartera de proyectos por un lado, y abandonando inversiones rentables, por otro.

1.2.2 Modelos basados en los problemas de asimetrías de información

En el apartado anterior se han estudiado los modelos que explican el endeudamiento de las empresas en función de la existencia de la relación de agencia entre *manager* y accionistas en primer lugar, y posteriormente se estudiaron las relaciones entre accionistas y acreedores. La idea que subyace a las teorías de la

²⁹ La financiación de las oportunidades de crecimiento mediante deuda bancaria puede dar lugar al problema de monopolio informacional —*hold-up costs*— (Houston y James, 1996; Anderson y Makhija, 1999).

señalización del comportamiento financiero de las empresas es que los que se encuentran dentro de ellas tienen más información sobre sus perspectivas de inversión y crecimiento que los que están fuera, y que los administradores pueden utilizar la decisión de financiación para transmitir información a los *outsiders*. La teoría económica de la señalización hace referencia a las condiciones bajo las cuales la parte mejor informada puede enviar señales a la parte que está peor informada, reduciendo así esta brecha entre ambos. En este apartado, y para completar el análisis de las relaciones que nos hemos propuesto en el objetivo de este trabajo, se procederá a describir la relación de agencia entre los *managers* y los acreedores visto bajo el enfoque de los problemas de asimetrías de información entre ambas partes, tal y como hemos propuesto en el hilo conductor de este capítulo esquematizado en el gráfico 1.

1.2.2.1 Asimetría informativa entre *manager*-acreedores

La introducción en la economía de la modelación explícita de información privada ha hecho posible un gran número de enfoques para explicar la estructura de capital. En estas teorías, se asume que los directivos poseen información privada acerca de las características del flujo de retorno de la empresa y/o oportunidades de inversión, que a su vez, son desconocidas en forma total o parcial por los acreedores externos o accionistas (Harris y Raviv, 1991; Schmid *et al.*, 2002). Es decir, la relación existente entre prestamista y prestatario toma lugar en un ambiente de conocimiento incompleto de las intenciones de las partes respecto de la utilización de los fondos captados a través de los contratos de crédito. En consecuencia, cabría esperar que el acreedor sólo preste los fondos solicitados para financiar los proyectos de inversión si el prestatario otorga la información suficiente como para acreditar su solvencia financiera y el fiel cumplimiento de las cláusulas contractuales. El interés primordial de los acreedores es la captación íntegra tanto del capital colocado en las empresas a las que financian como de los intereses que ganan de asumir el riesgo de insolvencia de las empresas.

Bien es cierto, se debe dejar constancia de que el problema de asimetrías de información o información desigualmente distribuida es transversal en los conflictos de agencia, es decir, que no solamente se encuentra presente en la relación entre directivos

y acreedores, sino también en la relación entre éstos y los accionistas, y a su vez, entre los accionistas y nuevamente los directivos. Sin embargo, la utilización que haremos de los postulados de los problemas de asimetrías informativas está orientada a explicar los conflictos entre directivos y acreedores, y a su vez, cómo dicho conflicto influye en la decisión de financiación de las empresas.³⁰ Planteando la cuestión en los términos de Hovakimian *et al.* (2004), la elección de la financiación corporativa estará conducida por los costes de selección adversa que aparecen como resultado de la asimetría informativa entre los *managers* mejor informados y los acreedores o inversores menos informados.

En el modelo seminal de Ross (1977) los directivos conocen perfectamente la distribución de los retornos de los proyectos de la empresa, mientras que la distribución de dichos retornos no es conocida de forma cabal por los inversores externos. En este modelo, los directivos se benefician de la mayor valoración que obtengan los activos por el mercado, pero son sancionados si la empresa se aproxima o llega a estar inmersa en un proceso de quiebra. Frente a una situación en donde los directivos deseen comunicar al mercado la calidad de sus proyectos de inversión con el objeto de obtener financiación en condiciones económicamente ventajosas y deseen además captar una sobrevaloración por parte del mercado, éstos se verán motivados a suscribir grandes niveles de deuda como una señal de la alta calidad de sus carteras de inversión y de un mayor potencial de generar flujos de tesorería capaces de responder favorablemente al cumplimiento del servicio de la deuda.

Otro de los modelos basados en la desigual distribución de información entre los directivos y los acreedores es el de aversión al riesgo por parte de los directivos (Leland y Pyle, 1977). La idea básica de este modelo es que a través de un incremento en el apalancamiento financiero de la empresa, se les permite a los directivos retener una mayor fracción de los capitales propios de la empresa, y por consiguiente, del riesgo.

³⁰ Brailsford y Yeoh (2004) desarrollan un interesante trabajo en donde muestran que la información que la empresa entrega al mercado acerca de sus oportunidades de crecimiento se refleja oportunamente en el precio de las acciones. En una línea de análisis contraria pero que refleja similares resultados, Cuny y Pirinsky (2004) en vez de analizar los costes directos de la deuda, identifican una ventaja adicional de los capitales propios: su papel como una fuente de información acerca de las oportunidades de crecimiento que tiene la empresa. Estos argumentos nos ayudan a reforzar la idea de que el grado de asimetría informativa entre *managers* y acreedores afecta de forma directa el valor de la empresa reflejado en el precio de las acciones.

Junto a los clásicos modelos previamente descritos, el reciente trabajo de Schmid *et al.* (2002) destaca que la teoría de la asimetría informativa lleva consigo, necesariamente, el concepto de selección adversa. Cuando se formaliza un contrato con un partícipe que posee información que la otra parte desconoce, la parte con déficit informativo debe enfrentar las consecuencias de la selección adversa dado que no está en conocimiento de si las características relevantes del partícipe informado son buenas o malas.

Para poder demostrar el problema de selección adversa y cómo la señalización puede resolverlo, Akerlof (1970) usó en su trabajo el ejemplo del “mercado de los limones” para coches usados, a modo de ilustrar cómo los vendedores de vehículos de buena calidad pueden usar garantías para señalar dicha calidad a los compradores, quienes a su vez, no están en capacidad de distinguir entre los “buenos coches” y los “limones” —coches de mala calidad—. Esta situación conducirá a un punto de equilibrio conjunto donde los vendedores de los buenos coches recibirán un precio promedio inferior en la venta, viéndose castigados por los vendedores de coches de inferior calidad quienes recibirán un precio promedio superior al momento de la venta de sus coches. En consecuencia, el coste creado por la asimetría informativa es soportado enteramente por el vendedor de los coches de buena calidad.

Como resultado de lo anterior, quienes ofrecen coches de buena calidad se ven incentivados a comunicarlo a los compradores a través de la señalización. Una señal de credibilidad es aquella producida por una garantía de la calidad de los coches. Garantía a la cual, un “vendedor de limones” no puede optar o no está incentivado a imitar por los costes subsecuentes del reclamo de dicha garantía.

Para poder dar solución al problema de asimetrías de información, Akerlof (1970) ha postulado que las garantías deben satisfacer dos condiciones para crear un equilibrio de separación entre las partes, —también conocido como equilibrio de señalización—. La primera de estas condiciones es la compatibilidad de incentivo. En este sentido, los propietarios de “limones” no tienen, como se señaló previamente, el mismo incentivo para ofrecer una garantía por lo que venden. Únicamente aquellos que tengan real información respecto de la calidad ofertada estarán dispuestos a asumir el riesgo mayor que significa garantizar el bien. La segunda condición es la racionalidad individual, que asegura que los vendedores de bienes de mejor calidad se encuentran en mejores condiciones bajo el equilibrio de separación que en el equilibrio conjunto. El

objetivo perseguido por el equilibrio de separación es que los compradores paguen un precio mayor por un producto también de mayor calidad, dejando así de lado el equilibrio conjunto en donde los oferentes, tanto aquellos de buena calidad como aquellos de baja calidad, son valorados por el mercado de forma idéntica.

1.2.2.1.1 Problema de asimetría de información y el rol informativo de la deuda

Retomando el postulado original de Ross (1977), en éste se ilustra de forma análoga como en el ejemplo de los limones señalado precedentemente, que los directivos con ventajas informativas, se ven incentivados a señalar su información privada a través de la elección del nivel de endeudamiento. Por lo tanto, las empresas que cuenten con bajo flujo de tesorería encontrarán mayores costes al incurrir en elevados niveles de endeudamiento, básicamente por el riesgo potencial de quiebra que esta situación involucra. El efecto contrario ocurre en las empresas con un elevado flujo de tesorería esperado. Esta dicotomía entre la generación de flujos de tesorería y la recurrencia a la suscripción de contratos de deuda será el detonante en el accionar directivo para ejercer determinadas prácticas de señalización. Si los directivos son conscientes de que sus empresas se encuentran altamente valoradas por el mercado y cuentan además con proyectos de inversión de buena calidad capaces de generar un considerable nivel de flujos de tesorería esperados, estarán en posición entonces de comunicar esta información al mercado a través de la señalización de la suscripción de montos de deuda suficientemente elevados.

A este mecanismo de señalización solamente podrán optar aquellos *managers* capaces de asegurar el cumplimiento de las amortizaciones de capital e intereses de la deuda; mientras que aquellas empresas incapaces de generar una corriente de flujos de tesorería lo suficientemente significativas como para cumplir con el servicio de la deuda, verán vedado su acceso a la emisión de grandes montantes de deuda en comparación con sus contrapartes mejor valoradas.

A pesar de estos argumentos teóricos, recientemente Graham y Harvey (2001) y Brounen *et al.* (2006) han señalado que muy pocas empresas utilizan el endeudamiento como señalización. Adicionalmente, señalan que las empresas que sufren mayores problemas de asimetrías de información (pequeñas y privadas), tienen menos probabilidad de que utilicen la deuda como señal para obtener financiación económicamente conveniente para futuros proyectos de inversión. En esta línea, los resultados a los que llega Chen (2002) para una muestra de empresas de los Países Bajos son que no encuentra suficiente evidencia empírica para apoyar la formulación propuesta por Ross (1977) que utiliza el nivel de endeudamiento como mecanismo de señalización. El argumento esgrimido por Chen (2002) para sostener su afirmación es que la estructura particular de gobierno corporativo en los Países Bajos, orientado por el sistema financiero de la *civil-law* escandinava, puede proveer una explicación parcial para la relación positiva no significativa encontrada entre la deuda y el valor de la empresa. La fuerte posición del equipo directivo y la estrecha relación entre las empresas y los bancos hace de la deuda, en este caso, un mecanismo disciplinante ineficiente y de marginal poder controlador.

A pesar de los resultados observados en algunos de los trabajos empíricos, la generalidad de éstos, como se verá con posterioridad, desvelan que el uso de elevadas ratios de apalancamiento por parte de los *managers* constituye una señal eficiente acerca de la capacidad de la empresa como generadora de suficientes flujos de tesorería capaces de cumplir con el pago periódico del servicio de la deuda a las entidades crediticias.

Específicamente, en el trabajo de Harris y Raviv (1990) acerca del rol informativo de la deuda, se provee una teoría de la estructura de capital basada en el efecto que tiene la deuda sobre la información que los inversores manejan en relación a la empresa y acerca de su capacidad para supervisar y controlar a la dirección. La principal observación de estos autores radica en el hecho de que los directores no siempre actúan en función del interés de los inversores, ya sean los accionistas o acreedores, y que por lo tanto necesitan ser disciplinados. La deuda en este sentido sirve como mecanismo disciplinante porque el riesgo de impago en el que pueda caer la empresa reviste a los acreedores de la opción de forzar a la empresa a un proceso de liquidación.

Según este enfoque las consecuencias informativas de la deuda se podrían clasificar en dos estadios:

1. Que debido a que los beneficios de la empresa son inobservables para los inversores, por el simple hecho que sea cumplido el servicio del pago de la deuda indicaría que los flujos de beneficios financieros son superiores a los gastos financieros. Por lo tanto esta habilidad para poder cumplir con sus obligaciones de pagos contractuales a los acreedores permite revisar al alza las expectativas acerca de la calidad de la empresa.
2. Que las empresas con elevado riesgo de impago deberán pagar los intereses de los acreedores para evitar los procesos de liquidación, ya sea a través de mecanismos informales de negociaciones de los contratos o a través de procesos formales de quiebra.

El conjunto de estas consecuencias conduce a que si los inversores se encuentran en un estado de incertidumbre acerca de la calidad de la dirección de la empresa y acerca de la eficacia de su estrategia de negocios, éstos podrán utilizar la deuda como mecanismo informativo de estos aspectos. Más aún, en su trabajo de 1990, Harris y Raviv señalan que la cantidad y volumen de la información generada depende de la estructura de pagos de la deuda tanto en términos de plazos como de volumen.

En este sentido, el planteamiento que observan Harris y Raviv (1990) es que el papel informativo y disciplinante de la deuda es relevante al momento de tratar temas como la decisión entre una liquidación o una reorganización empresarial. En su modelo, los inversores usan la información acerca de los proyectos futuros de la empresa para así poder decidir si liquidar los activos de la empresa o continuar con sus operaciones normales. El punto de partida del modelo de estos autores es que dada la hipótesis de racionalidad de los agentes económicos, y en especial de los directivos (Charreaux, 1987), éstos serán reticentes a concurrir a un proceso de liquidación de la empresa y por lo tanto no desearán entregar información a los inversores quienes podrían solicitar la liquidación de los activos de la empresa.

De forma análoga, pero esta vez centrándose en la propiedad de la deuda, Yosha (1995) desarrolla un modelo que postula que las pequeñas y las medianas empresas pueden preferir el endeudamiento suscrito con los intermediarios con el objeto de evitar revelar información privada que sea sensible a su competitividad. Esto lleva a señalar

que frente a la presencia de costes diferenciales entre estas fuentes de financiación — endeudamiento negociable o privado—, las empresas de mayor calidad, es decir, aquellas cuya pérdida potencial de revelar información es, en términos relativos, mayor que para las otras empresas, preferirán siempre el endeudamiento suscrito con los bancos al endeudamiento negociable.³¹

El endeudamiento negociable y el suscrito en los mercados de deuda privada difieren en el grado y costes de información al momento de ser revelados al mercado. En la emisión de contratos de deuda negociable el solicitante del préstamo debe emitir una gran cantidad de información de forma detallada, o ser a su vez auditado con el fin de convencer a la pluralidad de los prestamistas que su calidad crediticia es lo suficientemente sólida como para cumplir con el servicio de la deuda. Sin embargo, en los créditos privados en general, y en los bancarios en particular, se caracterizan por una estrecha relación entre prestamista y prestatario, hecho que motiva además una menor emisión de información detallada (Yafeh y Yosha, 2003). En consecuencia, este tipo de créditos está soportado por menores costes de emisión. En equilibrio, las empresas con información estratégica más sensible emitirán deuda a través de estos intermediarios bancarios; mientras que las empresas con menos información sensible a la competencia podrán optar por el endeudamiento negociable (Yosha, 1995).

La idea esbozada sobre el grado de información asimétrica entre la empresa y el banco acreedor ha sido descrita sólo en el sentido de emplear el crédito bancario como una fuente para mantener la asimetría informativa con el mercado. Es decir, podríamos hablar de una relación de información empresa-banco. No obstante esto, el reciente trabajo de Dahiya *et al.* (2003) se describe como el primero en su clase en analizar el contenido informativo de los anuncios de venta de un crédito de un prestatario por su banco acreedor.³² Los autores encuentran una relación negativa y significativa en el retorno de las acciones para los prestatarios sobre el anuncio de la venta de sus créditos,

³¹ Yosha (1995) se refiere en su artículo como endeudamiento bilateral a aquel suscrito con los bancos preferentemente y como endeudamiento multilateral al suscrito con el público.

³² El mercado de crédito secundario para los créditos incluye dos grandes categorías (Dahiya *et al.*, 2003): i) el primario, o mercado sindicado de crédito, donde las porciones de un crédito son colocadas en una serie de bancos que se emiten de forma conjunta para una empresa en particular (Esty y Megginson, 2003), a menudo en unión con, y como parte de, el proceso de generación del crédito (al que se refiere generalmente como la venta de participaciones); ii) el mercado de crédito secundario o temporal, en el cual un banco vende total o parcialmente un crédito existente.

principalmente para los créditos valorados bajo la par, donde la ventaja informativa del banco es mucho mayor. En consecuencia, Dahiya *et al.* (2003) observan también que con posterioridad a dicho evento una gran proporción de estos prestatarios caen en procesos de quiebra después del anuncio de venta. Del trabajo se sustenta la hipótesis de que las noticias sobre la venta de los créditos bancarios transfiere una suerte de certificación negativa al mercado, que es validado por el subsiguiente desempeño de las empresas cuyos créditos están vendidos.

En consecuencia, como podemos observar en los párrafos anteriores, dependiendo del partícipe de la relación contractual que efectúe la señalización —banco o empresa—, ésta será evaluada como una buena o mala señal hacia el mercado. Por lo tanto, las empresas se podrán empeñar en recurrir al crédito privado para la financiación de sus oportunidades de crecimiento, con el objeto de filtrar la información que entregan al mercado para no perder competitividad. Mientras que por otra parte, si son los bancos los que terminan vendiendo dichas carteras de crédito al mercado, tal operación podrá constituir una serie de buenas o malas noticias acerca de la empresa que ha suscrito los títulos de deuda, dependiendo de si las operaciones son llevadas a cabo sobre títulos valorados sobre o bajo la par.

1.2.2.1.2 *Problema de asimetría de información y la participación accionarial de los directivos*

Aparte del nivel de deuda existen otros mecanismos a través de los cuales las empresas pueden comunicar a los acreedores información acerca de la corriente esperada de flujos de tesorería. La tasa de distribución de dividendos y la participación de los directivos en el capital social de la empresa son solo un par de ellos.

Así, en la misma línea de los argumentos de Akerlof (1970), en el modelo propuesto por Leland y Pyle (1977) también los propietarios internos comunican señales a los externos acerca de la calidad de la empresa. Bajo ciertas condiciones, los gestores de empresas de elevada calidad señalizan dicho estado reteniendo una elevada proporción de la propiedad de la empresa, y por lo tanto se financian con elevados

niveles de deuda, a los cuales los gestores de empresas de baja calidad no pueden llegar. Al respecto, el trabajo de Faccio *et al.* (2001) muestra cómo en Europa y Asia la estructura piramidal corporativa puede facilitar la expropiación por parte de los gerentes o accionistas controladores sobre los accionistas minoritarios. El financiarse con deuda permite a los gerentes retener una mayor propiedad de la participación en la empresa, pero la mayor participación en el capital social de la empresa ha de involucrar un elevado coste para aquellos gestores adversos al riesgo. El hecho de poseer mayor participación en el capital social de una empresa será menos costoso para una empresa de alta calidad, lo cual es compatible con el sentido de la señalización (Himmelberg *et al.*, 1999). Como en el trabajo de Ross (1977), el de Leland y Pyle (1977) predice una correlación positiva entre la calidad de la empresa y su apalancamiento.

Hasta este punto de la discusión se ha establecido que los directivos conscientes de poseer información que les puede ser útil se esfuerzan por comunicarla al mercado para recibir a cambio una mejor valoración de éstos e incrementar así la riqueza del accionariado. Sin embargo, se debe dejar claro que las empresas no comunican la totalidad de la información acerca de sus carteras de proyectos. El riesgo de perder competitividad y de que sus decisiones estratégicas sean conocidas por los demás puede volverse en contra del objetivo de maximización del valor empresarial. Por lo tanto, se ha de esperar que la asimetría de información esté presente en todo momento entre los directivos y el mercado, o más específicamente, entre los directivos y acreedores.

La reserva de información también es un elemento necesario para la subsistencia de la empresa, en consecuencia, el dilema que deben enfrentar los directivos se asocia al punto en el cual la información emitida al mercado es suficiente como para maximizar el valor de la empresa y no destruirlo. Por lo tanto, los directivos deberán lograr el punto de equilibrio entre los beneficios marginales obtenidos de la emisión de información adicional con el coste de asumir un riesgo tal que destruya valor para el accionista.

1.2.2.2 Teoría del *pecking order*

Retornando a una de las piedras angulares de nuestra discusión con relación a la teoría moderna de las finanzas corporativas, la irrelevancia de la estructura de capital

(Modigliani y Miller, 1958), como ya se ha señalado, aparece en un mundo en donde existen mercados de capitales perfectos, es decir, en un mundo en donde existe libertad de arbitraje, competencia, eficiencia de los mercados financieros, disponibilidad absoluta e inmediata de información para la toma de decisiones, e inexistencia de distorsiones impositivas y quiebra. Una vez que los impuestos son introducidos en el modelo, la desgravación fiscal y los costes de quiebra agregan mayúsculas complicaciones al proceso de toma de decisión de la estructura óptima de capital.

Los costes de información asociados a las emisiones de deuda y capitales propios han sido el origen de una parte no pequeña de discusiones acerca de que la estructura de capital corporativa refleja simplemente la acumulación pasada de sus requerimientos de capital, y que las ratios de endeudamiento cambian ostensiblemente en respuesta a los desequilibrios entre los flujos de tesorería generados internamente y las oportunidades de inversión que se presenten en la empresa (Barclay *et al.*, 1995).³³

En el modelo de Myers y Majluf (1984) que explica la determinación de la estructura de capital se asume la existencia de mercados financieros perfectos. Myers y Majluf en su análisis consideran una empresa con *assets-in-place* y una oportunidad de crecimiento que requiere fondos adicionales para su financiación. Asumiendo que en el mercado no existen imperfecciones, sino aquella asociada con que los inversores desconocen el valor real de los actuales activos de la empresa o de la nueva oportunidad de crecimiento, entonces los inversores no podrán valorar correctamente el nuevo título emitido por la empresa para su financiación.

³³ Como bien lo expusieron Modigliani y Miller (1958), en mercados de capitales perfectos, las decisiones de inversión son independientes de las de financiación y, por lo tanto, la política de inversión sólo depende de la disponibilidad de oportunidades de inversión con valor actual neto positivo. En consecuencia, bajo el modelo estándar de inversión neoclásico, se asume que las empresas tienen un acceso irrestricto a las distintas fuentes de financiación e invierten hasta el punto donde una unidad monetaria marginal de gasto en capital genera al menos un rendimiento igual al del flujo de tesorería actual. De este modo, las empresas con oportunidades de inversión excedentes a sus flujos de tesorería se espera que inviertan tanto como sus similares con oportunidades de inversión pero que cuentan con elevados flujos internos de tesorería.

A pesar de estos argumentos, la literatura empírica ha apoyado el modelo de la jerarquía de financiación que predice que el gasto en inversión de algunas empresas puede ser restringido por la falta de fondos generados internamente. Para muchas empresas, el coste externo de capital parece exceder el coste de los fondos internos. Así, mientras los beneficios sean cíclicos, toda vez que existan restricciones de liquidez se hará que el gasto de inversión sea más sensible a las fluctuaciones de la actividad económica.

Asumiendo que la empresa anuncia la emisión de nuevas acciones, a vista del mercado será una buena noticia siempre que esto comunique la existencia de una oportunidad de crecimiento con valor actual neto positivo (Myers, 1993). Como el equipo directivo actúa en función de los intereses y pretensiones de los actuales accionistas, el llevar a cabo la emisión de nuevas acciones será considerada como una noticia negativa toda vez que observen que los *assets-in-place* se encuentran sobrevalorados. La emisión de acciones a un precio demasiado bajo es un canal de transferencia de riqueza desde los actuales accionistas a los nuevos accionistas. Sin embargo, si la emisión de acciones se lleva a cabo con sobreprecio, entonces el canal de transferencia de riqueza actúa en sentido inverso. En este caso, son los accionistas actuales los más beneficiados del proceso en perjuicio del grupo de nuevos accionistas. En concreto, el supuesto establecido por Myers y Majluf (1984) de que los directivos actúan en función de los intereses de los accionistas actuales motiva a que los primeros sean renuentes a emitir nuevas acciones siempre que éstas se encuentren infravaloradas por el mercado.

Se puede observar entonces que a medida que mayor es la diferencia entre la información controlada por el *manager* y los acreedores acerca de las futuras oportunidades de crecimiento de la empresa, la emisión de nuevos títulos expresados en ampliaciones de capital será castigada por el mercado a través de un mayor coste de capital (Guriev y Kvasov, 2009). En consecuencia, esta alternativa de financiación de las oportunidades de crecimiento será la menos deseada por los *managers* quienes no estarán dispuestos a transferir parte de la riqueza generada por los *assets-in-place* a los nuevos accionistas (Cuny y Pirinsky, 2004).

La situación previamente descrita, al igual que en el mercado de los limones de Akerlof (1970), conduce a un punto de equilibrio conjunto. Este punto de equilibrio conlleva a que el precio de las acciones durante la nueva emisión se reduzca, pero no a causa de que la demanda de los inversores de los activos de la empresa sea inelástica, sino porque los inversores son incapaces de inferir en forma exacta la calidad de los *assets-in-place* de la empresa. De este modo, el conjunto de buenas empresas cuyos *assets-in-place* se encuentran infravalorados por las empresas de menor calidad, evitarán las nuevas emisiones de acciones a un precio inferior al fundamental para no transferir la riqueza acumulada por los actuales a los nuevos accionistas (Myers, 2001).

Continuando con la línea de razonamiento de Myers y Majluf (1984) y Myers (1984 a, 1993), si se supone que la empresa puede emitir tanto deuda como nuevas acciones para financiar su cartera de proyectos de inversión, el efecto en el valor de la empresa de cada una de estas fuentes de financiación será distinto. En primer lugar, debido a que la deuda tiene derechos preferenciales tanto sobre los activos de la empresa como sobre sus beneficios en comparación a las acciones cuyos derechos son de carácter residual, los acreedores estarán menos expuestos a errores en la valoración de la empresa. Por lo tanto, los efectos en la reducción del precio de cotización serán menores para la emisión de deuda que para la emisión de nuevas acciones.

El conjunto de estos efectos, las asimetrías de información respecto del valor real de las carteras de proyectos de las empresas, así también como las oportunidades de crecimiento y los derechos que los distintos inversores ejercen sobre los flujos generados por la empresa, dan origen entonces a la teoría del *pecking order* que nos permite exponer la relación de agencia que se suscita entre el cuerpo directivo y los acreedores en los siguientes términos (Myers, 2001):

1. Las empresas dan preferencia a la utilización de recursos internos antes que recurrir a las fuentes externas de financiación. Este hecho conduce a que las asimetrías de información solamente son relevantes para la financiación externa.
2. Los dividendos no pueden ser utilizados para financiar los gastos de capital, por lo tanto los cambios en los requerimientos de capital no son solventados con cambios en los dividendos en el corto plazo.
3. Los puntos anteriores conducen a pensar que si se requieren fondos para financiar las inversiones, las empresas entonces emitirán la fuente de financiación más segura, dando prioridad a la deuda antes que a las nuevas emisiones de capital.
4. Finalmente, los ratios de deuda de las empresas reflejarán los requerimientos acumulativos de financiación externa.

La teoría del *pecking order* ha sido una de las más influyentes y de mayor poder explicativo dentro de la literatura financiera para modelar la estructura de capital (Chen y Zhao, 2004; Anh, 2005). Según esta teoría, la dicotomía en los derechos de la deuda y de los capitales propios hace que el precio de las acciones sea más sensible que la deuda a los cambios en el valor de la empresa. Barclay *et al.* (1995) ejemplifican esta situación

tomando en consideración a un gerente que desea incrementar los fondos para la financiación de sus proyectos, ya sea a través de la emisión de deuda o la emisión de capital, y que a su vez es consciente de que ambos títulos se encuentran infravalorados. Entonces bajo estas restricciones y conociendo *a priori* que el gerente desea maximizar el valor de la empresa, se verá motivado a emitir aquel activo que se encuentre menos infravalorado por parte del mercado. Como resultado final del proceso, el *manager* emitirá deuda pues es menos sensible a la infravaloración en relación al capital expresado en la emisión de nuevas acciones. De forma análoga, si la empresa se encuentra sobrevalorada se incrementan las probabilidades de emisión del título más sobrevalorado, que en este caso estará representado por la emisión de nuevas acciones. El razonamiento final al que Barclay *et al.* (1995) convergen sobre la teoría del *pecking order* es que las empresas que se sientan infravaloradas por los mercados —las cuales son denominadas en la literatura financiera como empresas de elevada calidad— observarán mayores índices de endeudamiento en su estructura de capital que aquellas empresas que están sobrevaloradas —o empresas de baja calidad—.

Desde el punto de vista de los internos a la empresa, los beneficios retenidos son una fuente de financiación más eficiente por cuanto se encuentra libre del riesgo de selección adversa. La financiación de los proyectos de inversión será entonces preferentemente con los fondos generados internamente al tener una prima por riesgo nula en comparación a la deuda y a las emisiones de nuevas acciones. Sólo una vez que los fondos internos sean insuficientes para sufragar los gastos de capital, los directivos recurrirán a las fuentes externas de financiación a través de deuda. Así, para una empresa en operaciones normales, el capital no será usado y la financiación del déficit será cubierta con la emisión de deuda (Frank y Goyal, 2003; Menéndez, 2001).

Los argumentos esgrimidos por Bunn y Young (2004) para justificar esta jerarquía de las fuentes de financiación radican en la asimetría de información entre los *managers* y los accionistas y acreedores —o inversores externos— que estimula la emisión de deuda. En este sentido, los autores señalan que dicha disparidad en la distribución de información se presenta de forma más aguda para el conjunto de inversores en capital propio —accionistas—, cuyos beneficios dependen del grado de eficiencia en que se desempeñe la empresa; que para los inversores en deuda —acreedores— cuyos beneficios se establecen *a priori* al momento de la suscripción de los contratos de deuda. Los inversores pueden infravalorar las nuevas emisiones de

capital propio debido a la posibilidad de que los *managers* puedan tomar ventaja de su mejor conocimiento acerca del estado real de la empresa al momento de vender capital. Luego esta subvaloración de las emisiones de nuevas acciones incrementará el atractivo de la deuda en relación a la financiación con capitales propios.

Un efecto subyacente de la teoría del *pecking order* es que aquellas empresas con pocas oportunidades de inversión y sustanciales flujos de tesorería tendrán bajas ratios de endeudamiento. Y de forma análoga, las empresas de alto crecimiento, pero que generen insuficientes flujos de tesorería como para financiar dicha expansión, optarán por suscribir elevados niveles de endeudamiento (Barclay *et al.*, 1995).

Al hilo de esta discusión, Chen y Zhao (2004) postulan que el puzzle de la estructura de capital ha sido ampliamente apoyado por teoría del *pecking order*. Sin embargo, de forma contraria a los planteamientos de la teoría del orden de preferencia, gran parte de la literatura ha mostrado también un fuerte apoyo empírico a la existencia de una ratio de apalancamiento óptima de cara a dar apoyo a la teoría del *trade-off* que se discutirá posteriormente (Brounen *et al.*, 2006).

Desde un punto de vista más empírico acerca de la teoría del *pecking order*, empleando una muestra de empresas españolas cotizadas, Fernández *et al.* (2004) confirman que la elección de los medios financieros sigue de cerca la jerarquía propuesta por la teoría del *pecking order*. No obstante, señalan que dicho grado de cumplimiento de la teoría del *pecking order* depende de la existencia de oportunidades de crecimiento en las empresas. Así, Fernández *et al.* (2004) observan que cuando las empresas cuentan con significativas oportunidades de crecimiento la teoría se cumple mejor que cuando no existen dichas oportunidades. Del mismo modo, Lemmon y Zender (2010) encuentran en primer lugar que para una gran muestra de empresas de los Estados Unidos, los fondos generados internamente parecen ser también la fuente de recursos preferida para la financiación. En segundo lugar observan que una vez que son requeridos los fondos externos, la deuda parece ser preferida a los capitales propios, y toda vez que sea posible, la capacidad de endeudamiento de la empresa es acumulada. Este hecho se traduce en una utilización de los recursos propios en primer lugar y luego en las fuentes externas de financiación.

En síntesis, la teoría del *pecking order* postulada por Myers (1984 a), Myers y Majluf (1984) y ampliamente probada con posterioridad (Shyam-Sunder y Myers, 1999;

Chirinko y Singha, 2000; Hovakimian *et al.*, 2002; Frank y Goyal, 2003; Sogorb y López, 2003; Adedeji, 2004; Anh, 2005, entre otros) señala que la existencia de información asimétrica entre directores e inversores, tanto accionistas como acreedores, ocasiona que los activos financieros emitidos por la empresa sean infravalorados, lo que incrementa el coste de la financiación externa en comparación con la financiación interna (Korajczyk y Levy, 2003).

Por esta razón, la teoría establece que el apalancamiento de las empresas será una consecuencia directa de las necesidades de financiación externa para llevar a cabo inversiones rentables (Myers y Majluf, 1984), y por lo tanto, la existencia de ratios objetivos de endeudamiento no es considerada. De este modo, la estructura de capital es pensada como el resultado de una financiación jerárquica de las empresas a través de los años (Menéndez, 2002).

1.2.2.3 Teoría del *trade-off*

Como se ha señalado hasta esta parte, el estudio de la estructura de capital intenta explicar la combinación óptima de títulos y fuentes de financiación utilizadas por las empresas para poder financiar su inversión real. Entre las teorías tradicionalmente señaladas que dan explicación a esta cuestión están la teoría del flujo de tesorería liberado, la del orden de preferencias entre las distintas fuentes de financiación en función de su coste de capital y la teoría del *trade-off*. La teoría del *trade-off* viene a justificar la utilización de moderadas ratios de endeudamiento. Esta teoría señala que las empresas se endeudarán solamente hasta el punto donde el valor marginal de los degravámenes fiscales —expresados en forma de créditos fiscales o beneficios tributarios— ocasionados por el endeudamiento adicional (Modigliani y Miller, 1963) compense el incremento en el valor actual de los posibles costes de presiones financieras (Myers, 1984 a, 1993 y 2001).³⁴ Si se plantea la teoría del *trade-off* en estos términos, entonces una empresa maximizadora del valor debiera aprovechar

³⁴ Las presiones financieras o riesgo de insolvencia se refiere a los costes de quiebra o reorganización, así también como a los costes de agencia que surgen con ocasión de que la calidad crediticia de la empresa sea puesta en tela de juicio.

los degravámenes fiscales toda vez que la probabilidad de presiones financieras en la empresa prácticamente no exista.

Bajo el modelo del *trade-off* tanto los objetivos de apalancamiento como de dividendos son diseccionados por una amalgama de fuerzas. Como ya hemos señalado, los costes potenciales de quiebra impulsan a mantener menores ratios de endeudamiento, mientras que los costes de agencia del flujo de tesorería liberado ejercen una fuerza contraria impulsando a las empresas a disciplinar a sus directivos mediante niveles superiores de endeudamiento.

De este modo, las ventajas tributarias de incluir elevadas proporciones de endeudamiento en la estructura de capital de las empresas, incluso para aquellas empresas con buena salud financiera, debe ser ponderada por el incremento de los costes de agencia, incluyendo los de insolvencia financiera y, por ende, los costes de quiebra (Ang *et al.*, 1982).

Los costes de quiebra esperados se incrementan a medida que la rentabilidad de las empresas se reduce. Por lo tanto, la amenaza de estos costes de quiebra obliga a las empresas a registrar menores niveles de endeudamiento objetivo (Fama y French, 2002). De forma similar, los costes esperados de quiebra son mayores para las empresas que presenten beneficios más volátiles, lo que haría pensar que aquellas empresas más pequeñas y menos diversificadas fijen ratios de apalancamiento objetivo también menores.

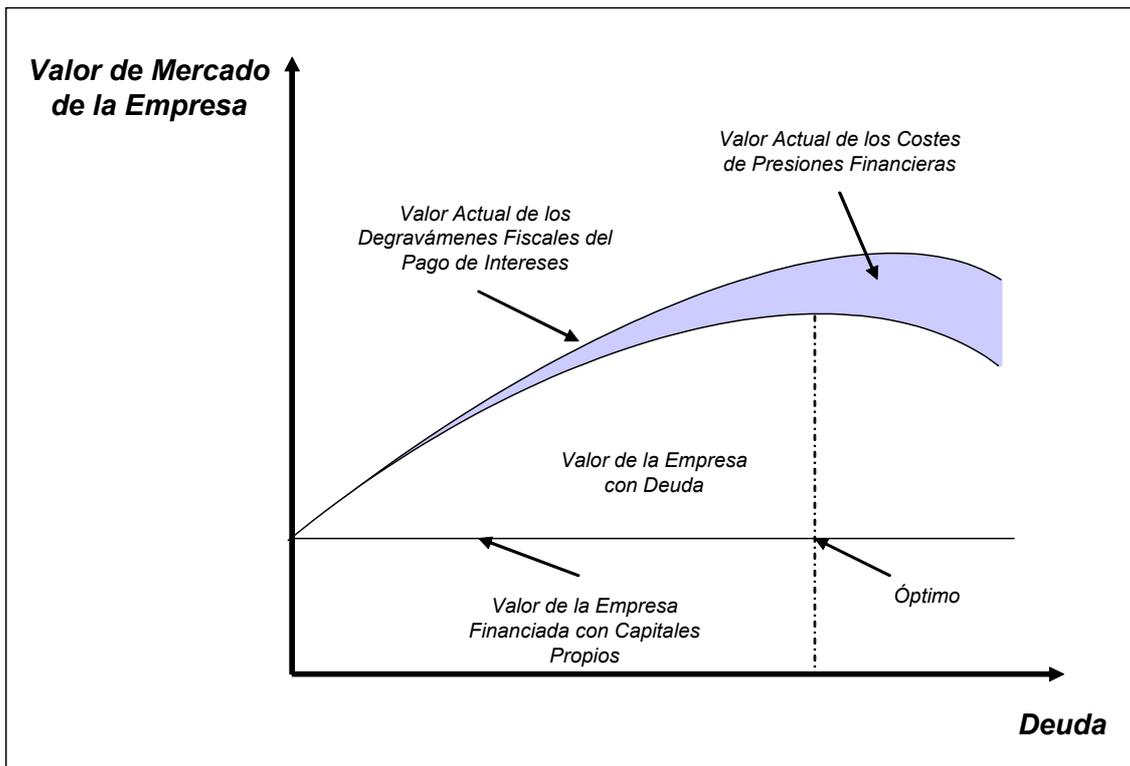
La teoría estática original del *trade-off* es realmente una subteoría de la teoría general sobre la estructura de capital, porque existen sólo dos supuestos que son levantados, el supuesto de la inexistencia de incentivos tributarios y el supuesto de la inexistencia de costes de quiebra (Frydenberg, 2004 b; Myers, 1993). De acuerdo al planteamiento de Fama y French (2002) la existencia de los impuestos tiene un doble efecto sobre la estructura óptima de capital, y por ende sobre la determinación de un ratio óptimo de endeudamiento. El primero de ellos es que la deducción tributaria del pago de intereses sobre la deuda motiva a la dirección a determinar elevadas ratios de endeudamiento para así aprovechar esta ventaja impositiva. Mientras que el segundo efecto señala que a medida que mayores sean los impuestos personales sobre la deuda en comparación al capital propio, esta situación impulsará a los directivos a alcanzar menores ratios objetivos de apalancamiento (Fama y French, 1998).

En términos esquemáticos, el gráfico 2 resume la teoría estática del *trade-off*.³⁵ La línea horizontal expresa representa el valor de la empresa financiada únicamente con capitales propios —el valor de mercado agregado de sus títulos por pagar— según el enfoque de Modigliani y Miller (1958), el cual no debería depender del apalancamiento cuando los activos, beneficios y las futuras oportunidades de inversión se mantienen constantes. Pero la deducción de impuestos del pago de intereses induce a la empresa a solicitar créditos hasta donde el valor actual marginal de los beneficios fiscales se iguala al valor marginal de las pérdidas ocasionadas por los costes de agencia de la deuda y de las posibles presiones financieras (Myers, 1993).

El modelo de *pecking order* construido por Myers (1984 a) sobre los supuestos de información asimétrica entre los inversores y los directivos cobija los factores que determinan el nivel óptimo de apalancamiento en el modelo del *trade-off*.

En síntesis, los problemas de asimetrías de información entre *managers* y acreedores y los otros costes de financiación refuerzan las predicciones del modelo del *trade-off* acerca de la determinación de ratios óptimas de apalancamiento (Hovakimian *et al.*, 2004). En el punto óptimo de la estructura de capital de la empresa, los beneficios y desventajas de la deuda están en equilibrio. De este modo, toda vez que se logre el nivel óptimo de endeudamiento los *managers* estarán comunicando a los acreedores en particular e inversores en general una sólida posición financiera. Si el directivo es capaz de maximizar el beneficio de los accionistas, igualando los beneficios marginales de recurrir al endeudamiento, expresados a través de las ventajas tributarias, con los costes marginales de potenciales problemas de insolvencia, dicha situación será percibida como un conjunto de buenas noticias tanto por los acreedores como por el mercado en general.

³⁵ A pesar de la amplia aceptación de las teorías del *trade-off* como del *pecking order*, los trabajos de Baker y Wurgler (2002) y más recientemente Hovakimian (2005), descartan la efectividad de éstas en explicar las decisiones de endeudamiento de las empresas. En términos particulares, Baker y Wurgler (2002) muestran que la importancia de la ratio valor mercado a valor libro en explicar el apalancamiento de las empresas se debe al ajuste que las empresas hacen aprovechando la mejor o peor valoración que tiene el capital social en el mercado —*equity market timing*—. Por su lado, Hovakimian (2005) observa que la relación valor mercado a valor libro histórica tiene un efecto significativo en las decisiones de financiación actuales. Si bien ambos trabajos presentan conclusiones distintas, ambos concuerdan a su vez en que la decisión de financiación que adopte la empresa en determinado momento será consecuencia de la valoración que ésta tenga o haya tenido por parte del mercado.

Gráfico 2. Teoría estática del *trade-off* de la estructura de capital empresarial

Fuente: Myers (1993).

Entre los modelos más recientes que se han empeñado en probar la teoría del *trade-off* en las empresas y de cómo éstas determinan su estructura objetivo de endeudamiento cabe destacar el trabajo de Fama y French (2002) a través de un modelo dinámico. Según el planteamiento de Sogorb y López (2003) el enfoque estático adolece de dos limitaciones:

1. El nivel de deuda observada no tiene necesariamente que estar identificado con el nivel de deuda óptima, hecho que ignoraría el conjunto de dificultades que las empresas deben sufrir para ajustarse a su nivel óptimo deseado.
2. El análisis estático es incapaz de explicar la naturaleza dinámica de la estructura de capital, es decir, que este hecho realmente no permitiría observar si existe realmente una reversión hacia un nivel de endeudamiento objetivo, ni mucho menos es posible determinar con qué velocidad se produce este efecto.

Los trabajos que se han centrado en la determinación de un nivel óptimo de la estructura de capital a través del empleo de modelos dinámicos no son numerosos (Forte, 2009; Anh, 2005). Uno de los trabajos más recientes que toman en cuenta el

nivel de apalancamiento objetivo y los costes de ajuste asociados a la emisión de deuda y de capitales propios es el llevado a cabo por Philippon (2003). El autor encuentra que el déficit financiero esperado es un determinante significativo de la decisión de financiación actual. Consistente con la teoría del *trade-off* el autor encuentra que la ratio de endeudamiento objetivo es mayor para las empresas más grandes y más rentables, y menor para las empresas con oportunidades de crecimiento y significativos gastos en investigación y desarrollo. Adicionalmente, encuentra que los costes de ajuste son menores para las emisiones de deuda que para las emisiones de nuevas acciones.

De acuerdo a los últimos postulados de Frank y Goyal (2008), se debe configurar una distinción entre la teoría estática del *trade-off* y la hipótesis de ajuste de la ratio de apalancamiento hacia una ratio objetivo, tanto por razones teóricas como por razones empíricas. La ratio de ajuste puede estar condicionada por una serie de teorías dinámicas. Estas teorías pueden reflejar impuestos y costes de quiebra, pero también existen otras causas. Los modelos estáticos no hacen predicciones acerca de la dinamicidad sin algunos supuestos auxiliares. La hipótesis de ajuste de la ratio objetivo, por su parte, recibe un apoyo empírico más claro que la teoría del *trade-off* o que la teoría del *pecking order* (Frank y Goyal, 2008).

De forma similar a Philippon (2003) pero siguiendo un modelo reducido,³⁶ Sogorb y López (2003) empleando una muestra de pequeñas empresas españolas desvelan que las empresas revierten o siguen una ratio óptima de endeudamiento donde los costes de ajuste son relativamente bajos, es decir, que el período de ajuste hacia la ratio objetivo es más rápido que aquel observado para las empresas cotizadas en bolsa. Del mismo modo, Miguel y Pindado (2001) muestran la existencia de una ratio objetivo para España pero esta vez para un conjunto de empresas grandes y cotizadas en bolsa. Además, señalan que el ajuste a esta ratio objetivo se produce con relativa rapidez y que el contexto institucional juega un importante papel en su explicación. En este sentido Gaud *et al.* (2005) no tardan en sostener que los costes de ajustes son menores en España que en el Reino Unido básicamente por el rol que juega la financiación bancaria.

³⁶ Los artículos empíricos sobre la estructura de capital según Philippon (2003) pueden ser agrupados en aquellos de forma reducida y los de forma estructural. Los trabajos de forma reducida proveen correlaciones y estadísticos descriptivos pero no están fundados en una rigurosa estructura, centrándose en la estimación de ecuaciones *ad-hoc*. Por otro lado, los artículos estructurales se han ocupado en especificar un modelo completo y de estimarlo. Los artículos estructurales generalmente imponen un conjunto no pequeño de restricciones sobre los datos traducidos en supuestos.

Mayer y Sussman (2003), utilizando una muestra de empresas norteamericanas para el período 1988 a 1998, observan que en los períodos próximos a llevar a cabo una inversión, tanto la teoría del *pecking order* como la del *trade-off* juegan un importante rol en la financiación de las empresas. Los autores demuestran que en el plazo inmediato a una inversión la que prevalece con mayor presencia es la teoría del *pecking order*. Los niveles actuales de apalancamiento presentan una escasa influencia en los patrones de financiación y toda vez que las empresas se vean en la necesidad de recurrir a fuentes externas de financiación ésta tomará la forma de deuda en vez de capitales propios. De hecho, demuestran que las empresas más rentables y de mayor tamaño tienen una clara preferencia por la deuda antes que por los capitales propios. Por su parte, Beattie *et al.* (2006), para una muestra de empresas del Reino Unido demuestran que alrededor de la mitad de éstas buscan mantener un nivel de endeudamiento objetivo, consistente con la teoría del *trade-off*,³⁷ mientras que existe otro tanto de empresas que actúan en función de los postulados del *pecking order*. Los autores concluyen que estas dos teorías no son excluyentes puesto que las empresas tienden a adoptar ambas estrategias. Sin embargo Beattie *et al.* (2006) también reconocen que existe un grupo de empresas que no se inclina por ninguna de ellas.

Para Strebulaev (2007) las empresas tienden a usar la financiación a través de deuda de forma demasiado conservadora, y el apalancamiento de empresas muy estables y rentables parece ser particularmente bajo. Strebulaev (2007) señala además que si las empresas tienen unas ratios de apalancamiento objetivo, éstas se mueven hacia aquellas ratios de forma muy lenta. Las empresas con bajo y alto apalancamiento reaccionan de forma diferente a los *shocks* económicos externos. Si bien estos hallazgos son tradicionalmente evaluados a través modelos estáticos sobre la estructura de capital, también es posible pensar que las ratios de apalancamiento óptimas postuladas por la teoría del *trade-off* no se originen en función de un modelo estático, sino más bien a través de un modelo dinámico.

En este sentido, en una economía dinámica y con fricciones, el apalancamiento de las empresas es probable que se desvíe de su ratio óptima establecida por los modelos sobre políticas óptimas de financiación. Consecuentemente, incluso si las empresas siguen determinado modelo de financiación, un modelo estático puede fallar

³⁷ Resultado también apoyado empíricamente por Bunn y Young (2004) para empresas del Reino Unido.

en explicar ciertas diferencias entre las empresas en un conjunto de datos de corte transversal debido a que pueden diferir el apalancamiento actual y el óptimo (Strebulaev, 2007). Finalmente, otro argumento que motiva la utilización de un modelo dinámico para probar la hipótesis del *trade-off* es que las desviaciones del nivel de apalancamiento óptimo han sido ampliamente reconocidas como elementos que pueden crear problemas en la interpretación de resultados en la investigación empírica. Por ejemplo, Myers (1984 a, pp. 578) enfatiza que “cualquier prueba de corte transversal acerca de la política financiera debería especificar si difieren las ratios de endeudamiento de las empresas porque éstas tienen diferentes ratios óptimas o porque si sus ratios actuales divergen de las ratios óptimas”.

El conjunto de argumentos esgrimidos hasta ahora nos hacen referencia a la determinación de una ratio óptima de apalancamiento por parte de la empresa. Es decir, a la combinación tal de recursos ajenos y recursos propios que contribuya a la maximización del valor empresarial. Al respecto, no ha sido escasa la literatura desarrollada para explicar esta cuestión tanto en términos teóricos como empíricos, tomando como marco de referencia los postulados de la teoría del *trade-off*. Sin embargo, se debe reconocer que exigua ha sido la literatura que se ha centrado en la determinación óptima, no del nivel de endeudamiento, sino más bien de la composición de dicho endeudamiento. Al respecto Hackbarth *et al.* (2007) centran sus esfuerzos en formular un modelo teórico acerca del uso de la deuda bancaria y la deuda negociable en los mercados, usando el modelo del *trade-off*. Como trabajo pionero en este campo, los autores encuentran que las empresas definidas como “débiles” —aquellas de menor reputación y más jóvenes— encuentran su nivel óptimo de financiación, recurriendo exclusivamente a la deuda bancaria (Diamond, 1989). Bajo este esquema, las empresas “débiles” deben asumir la condición bancaria de tómallo o déjalo pues su escaso poder de negociación no les permite emitir otros títulos de deuda ni mejorar las condiciones crediticias. Por lo demás, Hackbarth *et al.* (2007) también observan que la estructura óptima de endeudamiento para las empresas catalogadas como “fuertes” se enmarca en una mezcla de deuda bancaria y deuda de mercado, lo que provee una explicación racional a la coexistencia de ambos tipos de deuda en la estructura de capital de las empresas. Concluyen los autores señalando que sólo una vez que las empresas “débiles”

hayan alcanzado una sólida reputación, podrán emitir tanto deuda negociable en los mercados con un coste menor de capital, como deuda privada.³⁸

En conclusión, la estructura teórica del *trade-off* no sólo ha sido útil para la estimación del nivel óptimo de endeudamiento a través de modelos dinámicos; sino también para la estimación de modelos que permiten explicar los niveles óptimos del mix de fuentes de financiación al cual pueden recurrir las empresas.

1.3 DETERMINANTES DE LA PROPIEDAD DE LA DEUDA

Comparativamente hablando, se puede señalar que la evidencia empírica asociada a trabajos centrados en los determinantes de la propiedad de la deuda ha sido escasa en comparación a aquellos trabajos que estudian el volumen total de deuda. No obstante esto, los esfuerzos realizados por Antoniou *et al.* (2008b) en el estudio de los factores condicionantes de la decisión asociada a la propiedad de la deuda han dado lugar a tres hipótesis o posibles explicaciones para dicha decisión.

En primer lugar, están las hipótesis de liquidación y renegociación que postulan que el proceso de renegociación de la deuda emitida en los mercados —conocida también como deuda negociable— lleva implícito un mayor coste de negociación dado su elevado número de propietarios. En consecuencia, el tener que asistir a un proceso de renegociación de este tipo de deuda involucra una mayor probabilidad de liquidación de los activos empresariales, que si dicha negociación se efectuase en el caso de la deuda intermediada como la bancaria. Derivado de este proceso, las empresas con baja calidad crediticia evitarán la emisión de deuda negociable para no incurrir en el riesgo de liquidación de los activos. En segundo lugar, están las hipótesis de riesgo moral y selección adversa, que sugieren que los acreedores bancarios poseen ventajas en la captación de información de las empresas solicitantes de los créditos. En consecuencia, las empresas con potenciales conflictos de agencia se ven motivadas a beneficiarse de la

³⁸ Una de las principales aportaciones que se puede rescatar del trabajo de Hackbarth *et al.* (2007) es que permite arrojar luz al hecho de que la teoría del *trade-off* sí da cabida a la estimación de una mezcla óptima de las fuentes de financiación; de forma contraria a quienes postulaban tal hecho como una desventaja de dicha teoría (Hart y Moore, 1995).

emisión de deuda bancaria en vez de deuda negociable (Bolton y Freixas, 2000). En tercer lugar, está la hipótesis de los costes de flotación, que postula la existencia de economías de escala en el uso sustancial de deuda negociable, y que por lo tanto serán las empresas de mayor tamaño las capaces de aprovechar estos beneficios (Andrés *et al.*, 2005). De este modo, el endeudamiento bancario corresponderá a la principal fuente de financiación de las pequeñas empresas.

Cada uno de estos puntos será tratado a continuación, aunque si bien es cierto reagrupando dichos planteamientos en un nuevo conjunto que nos permita separar e identificar de forma más clara cada una de las variables que explican la propiedad del endeudamiento, a saber (Antoniou *et al.*, 2008b): la restricción de las cláusulas contractuales, la existencia del potencial riesgo de liquidación de los activos empresariales, el grado de compromiso que pueda presentar la empresa frente a sus acreedores expresado a través de la presentación de garantías colaterales en la suscripción de los contratos de endeudamiento y el tamaño de la empresa como determinante del tipo de acreedor.

1.3.1 Las cláusulas contractuales

Los recursos alternativos de financiación difieren en su uso según las características de los contratos. Las cláusulas de los contratos de endeudamiento son restricciones *ex ante* sobre las actuaciones *ex post* de la dirección. Estas cláusulas contractuales influyen en las estimaciones de los poseedores de estos títulos de deuda sobre los pagos que puedan efectuar. Los contratos de deuda generalmente contienen cláusulas cuyo objetivo es minimizar el riesgo del inversor que aporta los fondos. Por un lado, los inversores son incapaces de poder estimar o predecir de forma exacta el comportamiento futuro de los directivos, mientras que por otro lado, los directivos, conscientes de esta situación, y actuando en beneficio de los intereses de los accionistas a quienes representan, pueden destinar dichos recursos a proyectos de inversión o actividades para las cuales no fueron solicitados.

La naturaleza de las cláusulas contractuales se origina para poner límites o restricciones a las inversiones de las empresas (oportunidades de crecimiento), a los

pagos y a las políticas de financiación. Barclay y Smith (1996) y Delgado (2003) distinguen dos tipos de contrato. Por una parte definen los “acuerdos afirmativos” como aquellos que, entre otros aspectos, exigen el mantenimiento de un determinado nivel de fondo de maniobra, ratios de endeudamiento, activo neto, entre otros. Por otra parte, destacan los “acuerdos negativos” como aquellos que por su naturaleza prohíben a la empresa el uso de endeudamiento adicional aunque las ratios financieras sean mantenidas en los niveles acordados, o limitan la realización de determinadas actividades de inversión y financiación a menos que se cumplan ciertas condiciones, como por ejemplo el haber alcanzado un nivel mínimo de resultados acumulados para distribuir los dividendos.³⁹

El endeudamiento bancario por su naturaleza generalmente contiene una mezcla de ambos tipos de acuerdos.⁴⁰ De este modo, se observará un claro *trade-off* entre la deuda privada y la suscrita con el público. Mientras que la primera requiere un menor coste de información a los acreedores, se acompaña de mayores restricciones y obligaciones colaterales a las amortizaciones y pagos del capital e interés; la segunda, los créditos suscritos con el público, se acompañan de mayores costes de información pero menores restricciones contractuales.

En este sentido, si los directivos poseen información que consideren como privilegiada acerca de sus oportunidades de crecimiento, se verán motivados a la emisión de deuda privada —deuda bancaria— sin la necesidad de tener que divulgar dicha información, en comparación a aquellos que no posean oportunidades de crecimiento (Nieto y Tribó, 2000). Esta postura es apoyada también por Anderson y Makhija (1999) quienes han estimado que la proporción de deuda suscrita en los mercados públicos se encuentra inversamente relacionada con las oportunidades de crecimiento. El hecho que justifica esta conducta tiene sus orígenes en el problema de asimetría informativa que la empresa desea mantener con sus inversores con el objeto de mantener las ventajas que permitan alcanzar las mayores rentas para la empresa.

³⁹ Al momento de efectuar un contrato óptimo de endeudamiento, la dirección se enfrentará a un *trade-off* entre la obtención de mejores condiciones en la negociación de la deuda y la reducción en el margen de actuación con respecto a la elección de futuras políticas. La inclusión de este tipo de cláusulas en los contratos de endeudamiento aparece como mecanismo conciliador del conflicto de intereses entre accionista y acreedores (Rees *et al.*, 1996; Delgado, 2003).

⁴⁰ Tradicionalmente, estos tipos de acuerdos son denominados contratos sindicados de deuda.

La hipótesis que tradicionalmente se ha formulado para los trabajos realizados con muestras de empresas de países anglosajones es que cada vez que ésta enfrente la necesidad de financiar sus oportunidades de crecimiento emitirá deuda privada (Krishnaswami *et al.*, 1999; Cantillo y Wright, 2000). A través de la deuda negociable se debe comunicar de forma confiable una mayor cantidad de información al mercado acerca de las virtudes de la cartera de proyectos y su evolución. El riesgo de exposición y pérdida de competitividad de la empresa se hace mayúsculo a medida que más información es entregada para que los inversores hagan sus evaluaciones acerca del valor de la empresa (Yosha, 1995). Este riesgo de exposición resta competitividad a la cartera de proyectos y a las oportunidades de crecimiento, reduciendo su valor actual neto y el potencial de generación de riqueza para los accionistas. Así, a medida que mayor sea el valor estratégico de los proyectos de inversión donde los fondos solicitados son utilizados, mayor será la necesidad de la empresa de mantener esta información fuera del alcance de sus competidores (Nieto y Tribó, 2000). No obstante estos argumentos, algunos resultados empíricos han encontrado una relación negativa entre oportunidades de crecimiento y el endeudamiento bancario de las empresas (Houston y James, 1996; Johnson, 1997 a; Hadlock y James, 2002; Denis y Mihov, 2003).

Hasta aquí se podría pensar que frente a la desigual información que deseen mantener los directivos con el mercado, se debería incluir en la estructura de capital únicamente deuda de origen bancario. Sin embargo, existe una clara desventaja de incluir en los estados financieros deuda suscrita con los intermediarios: el incremento en el coste de capital que surge de la restricción de la oferta de financiación. Dada la naturaleza operativa de los bancos, un elemento que les caracteriza es su alto poder de negociación frente a las empresas. Luego, este poder de negociación puede ser utilizado como mecanismo para extraer rentas superiores en perjuicio de la empresa. De este modo, las empresas con proyectos de inversión de baja calidad tienden a usar más endeudamiento contraído con el público, evitando respuestas de la competencia rival (Johnson, 1997 a).

Un argumento adicional que asocia una tendencia a la captación de deuda bancaria más que deuda suscrita con el público es el que sostienen Denis y Mihov (2003) y Bharadwaj y Shivdasani (2003). En este caso, los autores observan una relación positiva entre la participación de los directivos en la propiedad de las empresas

y el nivel de endeudamiento bancario para empresas del ámbito anglosajón. Así, cuando los directivos no participan en la propiedad de la empresa preferirían sustituir deuda bancaria por deuda de mercado para evitar el control y la supervisión que practican los bancos acreedores. Adicionalmente, estos autores justifican este resultado señalando que los gerentes con elevada participación accionarial emitirán deuda bancaria ya que el significativo control que poseen sobre la empresa les aísla de las presiones que puedan acometer los acreedores bancarios sobre ellos.

1.3.2 Riesgo de liquidez

El daño potencial del que pueden ser objeto los activos de la empresa ocasionado por un proceso de liquidación ineficiente ha sido considerado como otro de los determinantes del endeudamiento que han de soportar las empresas en su estructura de capital. Dentro de la elección de las fuentes de financiación, el trabajo de Denis y Mihov (2003) encuentra que uno de los principales determinantes del endeudamiento de las empresas es su calidad crediticia al momento de la emisión de ésta. Al efectuar una evaluación de los costes de quiebra,⁴¹ los directivos son conscientes de las ventajas de la deuda bancaria frente a la deuda negociable al momento de ampliar la gama de posibilidades de renegociar las cláusulas de los contratos (Bolton y Freixas, 2000). La eficiencia en la liquidación de la empresa es mejorada si los contratos de deuda son renegociados a lo largo del tiempo, permitiendo al prestatario tomar ventajas de nuevas oportunidades de inversión que de otra forma están limitadas por los contratos de deuda negociable (Carey y Rosen, 2001).

Debido a que los acreedores de deuda negociable son numerosos y los de deuda privada pocos, los costes de renegociar con los primeros son mucho mayores que con los segundos, especialmente en períodos de inexistencia de presiones financieras. Así, a

⁴¹ En términos generales, según Ang *et al.* (1982) existen tres tipos de costes asociados a la quiebra: i) los gastos administrativos pagados a las terceras partes involucradas en el proceso de quiebra; ii) los costes indirectos de reorganización y el déficit o pérdida realizado cuando los activos son liquidados; y iii) las pérdidas de los beneficios fiscales cuando la empresa cae en un proceso de quiebra.

mayores retornos esperados de un proyecto, más ineficiente será la liquidación de una empresa (Bolton y Freixas, 2000).

Johnson (1997 a) señala que la inflexibilidad y fricciones de la deuda negociable pueden conducir a políticas de liquidación ineficiente, generando una imagen más atractiva para los directivos en la suscripción de deuda para la financiación de los gastos de capital a través de intermediarios. Además, el autor se ha mostrado de acuerdo en que las grandes empresas, que prefieren endeudamiento negociable debido a sus costes de flotación menores, se verán motivados a la emisión de deuda privada si los costes de una liquidación ineficiente son mayores.

En consecuencia, las empresas que cuenten con oportunidades de crecimiento no serán liquidadas prematuramente, pues se espera que puedan cumplir con las obligaciones de las amortizaciones de capital e intereses en forma oportuna. El planteamiento de Barclay *et al.* (2006) se refiere en señalar la existencia de una relación positiva entre el endeudamiento bancario y las oportunidades de crecimiento, lo que significa que existe una relación positiva entre el endeudamiento bancario y la calidad de la inversión.

Una política óptima de liquidación según Barclay y Smith (1995) debería estar basada en información privada. La política óptima de liquidación es aquella en la cual los activos de la empresa son liquidados en el momento más oportuno y bajo las mejores condiciones. Se dice entonces que una política de liquidación es ineficiente si se liquida la empresa, toda vez que el valor de los activos empresariales permita que ésta siga en marcha. El caso contrario se presentaría siempre que la empresa no es liquidada aún cuando el valor de sus pasivos es superior al de sus activos.

Los contratos de deuda negociable, por lo tanto, no pueden ser representativos de una óptima política de liquidación. Si los prestamistas privados tienen acceso a mejor información acerca del valor de los activos de la empresa, entonces, los contratos de deuda privada de corto plazo pueden propender a una política de liquidación más eficiente.

En síntesis, habría de esperar que toda vez que las presiones financieras en la empresa sean considerables, sus directivos optarán por la suscripción de contratos de deuda privada para evitar una eventual liquidación ineficiente de los activos empresariales.

1.3.3 La garantía colateral

Asociado al riesgo de quiebra de las empresas, un elemento adicional que explica las decisiones de financiación está definido por la calidad de las garantías del colateral que éstas sean capaces de ofrecer a los acreedores para respaldar el cumplimiento de los pagos de la deuda. Este argumento respalda la hipótesis de la relación positiva entre la tangibilidad de los activos que pueden servir como colateral y el nivel de deuda negociable, y por lo tanto mejorar la capacidad crediticia de la empresa (Hovakimian, 2005). Los costes de agencia de la deuda, con ocasión del problema de riesgo moral por parte de los deudores, se incrementan cuando las empresas no son capaces de ofrecer un buen activo colateral para respaldar el servicio de la deuda suscrita (Doukas y Pantzalis, 2003; Tiziana y La Rocca, 2004). En este sentido, los activos tangibles tienen un gran impacto en la decisión de endeudamiento de las empresas porque éstos no están sujetos a asimetrías de información y generalmente tienen un valor mayor que los activos intangibles en caso de que la empresa esté sometida a un proceso de liquidación (Gaud *et al.*, 2005). En otros términos, la ventaja adicional que significa la reducción del riesgo moral puede ser lograda en tanto en cuanto la empresa sea capaz de ofrecer un conjunto de activos tangibles colaterales de buena calidad. Esta acción representa una señal positiva a los acreedores quienes, frente a la eventualidad de un estado de insolvencia de la empresa, pueden liquidar los activos dados en garantía (Frank y Goyal, 2009).

La idea que ha recibido un gran respaldo tanto teórico como empírico es el reconocimiento de una relación directa entre la tangibilidad de los activos y el nivel de apalancamiento de las empresas (Wald, 1999). El argumento que explicaría estas posiciones contrapuestas aparentemente parece ser el instrumento utilizado como señalización al mercado. Por un lado es utilizado el nivel de endeudamiento como mecanismo de señalización de una poderosa capacidad de generación de flujos de tesorería futuros (Harris y Raviv, 1991); mientras que por otro lado son utilizados los activos tangibles como señalización de una sólida capacidad de generación de tales flujos (Titman y Wessels, 1988; Stulz, 1990; Johnson, 1997 a; Cuñat, 1999; Frank y Goyal, 2003; Chen y Hammes, 2004). Aparentemente este último mecanismo parece ser más eficiente en la función de señalización y respaldo del cumplimiento del servicio de la deuda.

En suma, a medida que mejor es la calidad de la garantía o colateral, menor será el *spread* exigido por los acreedores. De este modo las empresas con mejores activos elegirán endeudamiento negociado en los mercados, mientras que aquellas empresas cuya calidad de sus activos colaterales no sea lo suficientemente buena como para asegurar el pago de la deuda, deberán recurrir a la financiación privada que vendrá acompañada de un mayor coste de capital.

1.3.4 El tamaño de la empresa

El tamaño de las empresas parece ser también determinante no sólo en la decisión del volumen de deuda registrado en la estructura de capital de las empresas, sino también en la propiedad de la deuda y en la estimación de su plazo de vencimiento. Los hallazgos previos han mostrado una relación positiva entre el tamaño empresarial y la deuda. El tamaño empresarial es uno de los principales determinantes de la estructura de propiedad de la deuda. En general, las empresas más grandes pueden tener un acceso más expedito a los mercados de deuda negociable que las empresas de menor tamaño. Estos hallazgos empíricos pueden ser explicados básicamente por tres razones (Andritzky, 2003):

1. Las grandes empresas tienen en términos relativos menores costes de quiebra,
2. Las grandes empresas se pueden diversificar más fácilmente que las empresas de menor tamaño, y
3. Los costes de transacción para la emisión de deuda en los mercados financieros son relativamente menores para las grandes empresas.

Las empresas más grandes suelen estar más diversificadas y presentan, por lo tanto, flujos de tesorería menos volátiles, y en consecuencia, la probabilidad de insolvencia se reduce y con ello los costes de quiebra. Como señalan Rajan y Zingales (1995) el tamaño de las empresas parece estar inversamente relacionado con la probabilidad de quiebra. Para las empresas pequeñas los conflictos entre acreedores y accionistas son más graves porque los *managers* de tales empresas tienden a ser accionistas mayoritarios y están en mejor posición para modificar su decisión de

inversión de una cartera a otra (Gaud *et al.*, 2005). En estos términos, el modelo desarrollado por Hackbarth *et al.* (2003) permite explicar que las empresas denominadas como las más débiles —las más pequeñas— están limitadas a recibir ofertas de créditos del tipo “tómalo o déjalo” por parte de los bancos en los procesos de renegociación. De tal forma que éstas ven su decisión de endeudamiento restringida exclusivamente al crédito bancario, siendo conscientes que los bancos extraen cualquier superávit bilateral de dicho proceso.

Esta postura también parece recibir respaldo a través de los argumentos originados por el grado de desarrollo financiero de los países. Los hallazgos observados por Beck *et al.* (2008) señalan que el desarrollo financiero incentiva de forma desproporcional el crecimiento de las pequeñas empresas relativo a las empresas más grandes. Otros predicen, sin embargo, que el desarrollo financiero es especialmente importante para la reducción tanto de los costes de transacción como de las barreras informativas que frenan el crecimiento de las pequeñas empresas y su acceso a las fuentes de deuda negociable (Beck *et al.*, 2008). En consecuencia, la relación inversa observada entre el tamaño de la empresa y el nivel de deuda privada o bancaria es más robusta a medida que menor sea el grado de desarrollo del sistema financiero al que pertenezca la empresa.

Gran parte de los estudios empíricos han reportado una relación positiva entre el tamaño de las empresas y su nivel de apalancamiento (Rajan y Zingales, 1995; Houston y James, 1996; Johnson, 1997 a; Frank y Goyal, 2009; Booth *et al.*, 2001; Frydenberg, 2004 a; Hovakimian, 2005; entre otros).

A diferencia de las empresas más pequeñas, las de mayor tamaño normalmente son seguidas por los analistas externos y a su vez están sometidas a estrictas normas de presentación de los estados financieros pues son éstas las que están presentes en los mercados bursátiles. Por lo tanto, las diferencias de información entre las empresas más grandes con el mercado, y particularmente con los acreedores, es menor. En consecuencia, el acceso a fuentes externas de financiación es más fácil para las empresas de mayor tamaño (Barclay *et al.*, 1995), las que se espera que enfrenten menores costes de capital. Las empresas pequeñas, por contra, deberán sortear barreras de mayor envergadura para emitir deuda negociable, restringiendo su estructura de capital básicamente al endeudamiento con instituciones privadas. O dicho de otro modo, la relación positiva entre el tamaño empresarial y el nivel de endeudamiento implica que

las empresas más grandes son menos riesgosas y por lo tanto gozan de una mayor capacidad de endeudamiento (Hovakimian, 2005).

En relación a la naturaleza de la deuda, los bancos juegan un importante papel en la financiación de las pequeñas empresas porque éstos son la fuente externa de recursos más importante (Ang *et al*, 2000). De esto se desprende que los bancos preferirán colocar los fondos para financiar los proyectos de inversión en empresas con bajo potencial de conflictos de agencia, es decir, en las empresas de menor tamaño.

A pesar de la relación directa establecida entre el nivel de deuda y el tamaño de las empresas hasta aquí descrita, según Rajan y Zingales (1995), en Alemania, las grandes empresas, a diferencia de las pequeñas, tienen sustancialmente menos deuda. Este hecho viene a reflejar las especificidades legales de las empresas alemanas y su legislación de quiebra, así también como la estrecha relación consolidada entre las pequeñas y medianas empresas alemanas y sus bancos (Petersen y Rajan, 1994; Andritzky, 2003).⁴²

En síntesis, con ocasión de los problemas de asimetrías de información entre la empresa y los acreedores, según los antecedentes expuestos, es posible prever la existencia de una relación entre la propiedad de la deuda y el tamaño de las empresas. En este sentido, ha de esperarse que sean las empresas de mayor tamaño las que incluyan en sus registros mayores proporciones de endeudamiento negociable; mientras que las empresas pequeñas se limitarán a financiar su cartera de proyectos de inversión con endeudamiento privado.

⁴² Al respecto, López (2005) presenta una propuesta sugerente con la intención de ahondar en factores financieros y económicos de las empresas para dar explicación a la decisión de elección del proveedor de la fuente de financiación. Debido a que gran parte de la literatura existente se enfoca en los países desarrollados sin tomar en cuenta las diferencias institucionales entre éstos, el autor considera los factores propios de las empresas para explicar la estructura de propiedad de la deuda, por una parte, más la aplicación de un enfoque institucional que permite incluir factores institucionales de cada país para ser incorporados de tal forma que el enfoque usual, exclusivamente basado en los factores económicos y financieros de las empresas, pueda ser mejorado. Sus resultados sugieren que la decisión sobre la elección del proveedor se encuentra ampliamente influenciada tanto por los factores específicos de las empresas como por aquellos factores característicos del sistema institucional y legal donde éstas actúan.

1.4 MODELOS DEL PLAZO DE VENCIMIENTO DE LA DEUDA

Hasta el momento hemos incorporado en nuestra discusión un análisis de las distintas relaciones entre los directivos, los accionistas y los acreedores. El conjunto de estas relaciones han sido analizadas a través del prisma de la teoría de agencia y de asimetrías de información para poder observar cuáles son los elementos determinantes del endeudamiento de las empresas. En lo sucesivo, centramos nuestra atención en el plazo de vencimiento de la deuda⁴³ y su rol en el conjunto de relaciones de agencia que hasta el momento hemos estudiado. La razón de esto es tan sólo una mera cuestión de exposición de los antecedentes donde el plazo de vencimiento de la deuda no debe ser entendido como un tema aislado. Un claro ejemplo de esta cuestión expositiva es apoyado por Gottesman y Roberts (2004). En su artículo señalan que, en términos generales, los estudios sobre estructura de capital pueden estar agrupados en dos grandes parcelas. La primera de ellas correspondería a los estudios de finanzas corporativas abocados al análisis de las proporciones de deuda de corto y largo plazo que mantienen las empresas, así también como a la deuda garantizada a través de colaterales como aquella deuda que no posee garantías. El segundo grupo de estudios estaría centrado no en la elección del plazo de vencimiento de la deuda, sino más bien en la decisión de elección de la naturaleza del acreedor, si privado o público.

En suma, siguiendo a Gottesman y Roberts (2004), en lo que resta de este acápite nos referiremos a los distintos factores que determinan el plazo de vencimiento de la deuda, insistiendo una vez más que dicho tratamiento sólo corresponde a meras cuestiones expositivas de los diversos elementos componentes del marco teórico de esta investigación, y que su presentación en forma separada debe ser entendida como parte integral del estado de la cuestión sobre el que hemos centrado nuestra atención.

Para ello, antes de continuar, nos apoyaremos en el esquema del gráfico 3 que nos ofrece un análisis comparativo de la relación de agencia entre el plazo de

⁴³ En el texto se ha querido utilizar la terminología “plazo de vencimiento” y no “madurez” para referirse a la antigüedad de la deuda. En la literatura anglosajona generalmente es aplicado el término *madurez* —*maturity*— para referirse al plazo de vencimiento de la deuda. Este término puede conducirnos a confusiones si es traducido como tal y/o puede llevarnos a un concepto similar pero no igual al atributo que se quiere medir.

vencimiento de la deuda y la propiedad de la misma. Con esto se pretende ofrecer un esquema introductorio para un mejor entendimiento de las diversas relaciones que explican la elección del plazo de vencimiento de la deuda en presencia de mercados imperfectos. En consecuencia, tanto la propiedad de la deuda como la estructura de plazos de vencimiento de la misma deben ser entendidas como elementos integrales y constitutivos de la decisión de financiación y no como cuestiones separadas de ella.

En relación a las oportunidades de crecimiento es posible señalar que los trabajos tanto teóricos como empíricos muestran que para la financiación de éstas las empresas tienden a recurrir a la financiación a través intermediarios, por una parte; así también como a la reducción del plazo de vencimiento de la deuda, por otra. No obstante esto, también es posible encontrar argumentos en contra de dichas afirmaciones (Johnson, 2003). A pesar de esto, decidimos escorarnos por los primeros que son los que mayor aceptación han mostrado en la literatura. Al respecto, creemos que ambos argumentos pueden ser consolidados en una única afirmación que pone de manifiesto la presencia de los dos sustentos teóricos utilizados hasta ahora para explicar la decisión de financiación de las empresas: la teoría positiva de la agencia y la de los problemas de información asimétricamente distribuida entre los diversos partícipes de la relación de endeudamiento.

Esta afirmación vendría a ser que frente a la financiación de las oportunidades de crecimiento, las empresas pueden controlar mejor los problemas de agencia de la deuda a través de una reducción del plazo de vencimiento de la misma, por un lado; y que los problemas de asimetrías informativas pueden ser mitigados a través de la utilización de deuda privada de naturaleza bancaria, por otro.

De forma análoga, si las empresas no cuentan con significativas oportunidades de crecimiento que financiar, pueden optar por la utilización de deuda de largo plazo con el único objeto de aprovechar las economías de escala de dicha emisión, y por la deuda negociable, que dada la inexistencia de significativas oportunidades de crecimiento, no tendrían información estratégica que ocultar, susceptible de riesgo competitivo.

Ambas ideas son recogidas a través del esquema presentado en el gráfico 3. En este caso, el plano cartesiano nos ofrece cuatro relaciones principales. Las de nuestro interés de estudio son aquellas que relacionan la deuda bancaria de corto plazo como

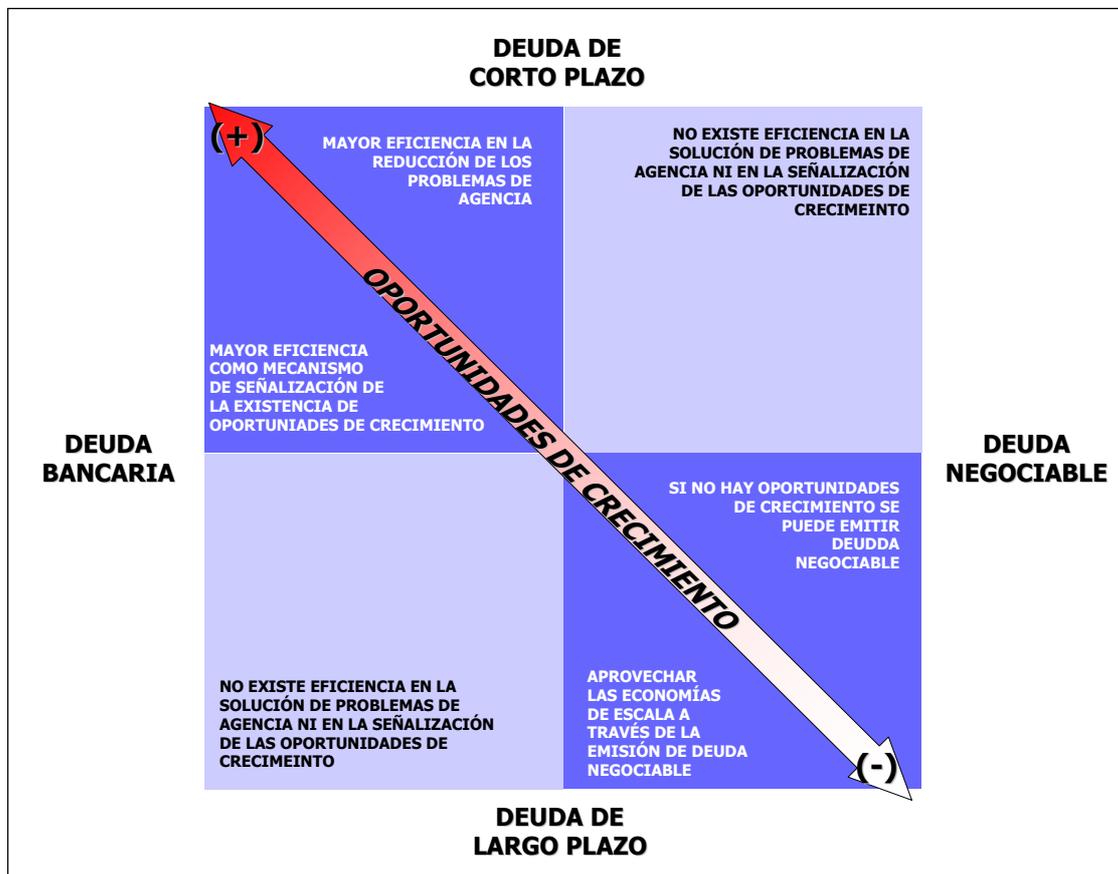
mecanismo más eficiente tanto para reducir los problemas de agencia, así como su identificación como eficaz sistema de señalización de la existencia de oportunidades de crecimiento —plano noroeste— (Anderson y Makhija, 1999; Krishnaswami *et al.*, 1999; Cantillo y Wright, 2000; Nieto y Tribó, 2000). Luego, la siguiente relación localizada corresponde a aquel que asocia el endeudamiento negociable de largo plazo —plano sureste del gráfico—. Serán en este último caso las empresas que no cuentan con oportunidades rentables de crecimiento las que tiendan a la suscripción de endeudamiento negociable de largo plazo. En este caso, dado que las empresas no poseen información susceptible de riesgo competitivo podrán emitir deuda negociable en los mercados (Diamond, 1991; Hart, 1995; Hart y Moore, 1995; Barclay y Smith, 1995; Myers y Rajan, 1998; Frydenberg, 2004 a).

Por otra parte, esta deuda será de largo plazo puesto que al no existir oportunidades de crecimiento, los problemas de agencia de la deuda se minimizan, y en consecuencia no es necesario recurrir a una reducción en el plazo de su vencimiento. Finalmente, las empresas utilizarán la emisión de deuda negociable con el objeto de aprovechar las economías de escala de los costes fijos de su emisión, ventaja de la que adolece el endeudamiento bancario.

En último lugar, los dos planos restantes del esquema, el noreste y el suroeste corresponden a posiciones en presencia de endeudamiento bancario de largo plazo y endeudamiento negociable de corto plazo. Ambos casos corresponden a combinaciones consideradas como ineficientes en la solución de los problemas de agencia de la deuda y como inoperantes mecanismos de señalización de la calidad de la empresa expresada a través de la existencia de oportunidades de crecimiento.

La abundante literatura que se ha desarrollado en torno a la elección de una óptima estructura de capital empequeñece a aquella que se ha centrado en la estructura de vencimiento de la deuda. De hecho, la estructura de capital ha sido una de las áreas más prolíficas en el campo de las finanzas corporativas, sin embargo la atención que ha recibido el estudio del plazo de vencimiento de la deuda ha sido particularmente reducida (Soares, 2011). En lo que resta de este Capítulo I entonces nos dedicaremos a sentar las bases sobre los determinantes de la elección que los *managers* hacen del plazo de vencimiento al cual suscriben sus contratos de deuda.

Gráfico 3. Esquema de relaciones entre el plazo de vencimiento y la propiedad de la deuda



Fuente: Creación propia.

Las teorías asociadas con el plazo del endeudamiento de las empresas parten de la relajación de alguno de los supuestos que sostienen la validez de las proposiciones de Modigliani y Miller (1958). Entre los primeros trabajos que se desarrollaron al respecto destaca el de Merton (1974) bajo el cual, tras los supuestos de mercados de capitales perfectos, se determina que el plazo de vencimiento del endeudamiento no es relevante en la determinación del valor para la empresa. Sin embargo, siguiendo a Antoniou *et al.* (2006), entre las principales teorías acerca del estudio del plazo de vencimiento del endeudamiento destacan aquellas basadas en las asimetrías de información y aquellas asociadas a los costes contractuales (Watts y Zimmerman, 1990).⁴⁴

⁴⁴ Esta no es una clasificación rígida y estática, pudiéndose haber señalado otra, se ha escogido ésta por representar un enfoque más integrador. Una clasificación similar pero más amplia, por ejemplo, es la ofrecida en el trabajo de Stohs y Mauer (1996) en donde incluyen cuatro tipos de

1.4.1 Hipótesis de asimetrías de información

1.4.1.1 Calidad de los proyectos de inversión

El conjunto de hipótesis asociadas a los problemas de asimetrías de información, de cara al modelo que proponemos para el análisis de los condicionantes de la estructura de capital de las empresas, nos ayuda a estudiar la relación existente entre *manager* y acreedor. Toda vez que el *manager* oriente sus esfuerzos a la maximización del interés de los accionistas, intentará comunicar señales a los acreedores con el objeto de captar dichas fuentes de financiación en las mejores condiciones posibles, tanto en términos del coste de capital que éstas impliquen, como en términos de las condiciones contractuales que deban ser soportadas por la empresa.

La hipótesis de señalización implica que las empresas con graves problemas de asimetrías de información y que posean a su vez una cartera de proyectos de buena calidad elegirán emitir endeudamiento de corto plazo (Flannery, 1986). Bajo estas consideraciones, si la información se encuentra desigualmente distribuida entre la empresa y el mercado financiero, el endeudamiento de largo plazo, que es más sensible al valor de empresa, puede estar potencialmente más infravalorado que la deuda de corto plazo. Por lo tanto, ha de esperarse que las empresas cuya cartera de proyectos sea de mejor calidad emitan aquella deuda que se encuentre menos infravalorada, es decir, deuda de corto plazo (Soares, 2011). De este modo, se ha constatado una relación negativa entre el plazo de vencimiento de la deuda y la calidad de la empresa.

Bajo esta misma tónica, en el trabajo de Daniševská (2004) se trata la información asimétrica en función de la calidad de los proyectos de forma análoga a la propuesta de señalización de Akerlof (1970), Leland y Pyle (1977) y Ross (1977). De acuerdo a estas proposiciones la emisión de deuda es valorada como si fuese realizada por una empresa de baja calidad, debido a que el mercado es incapaz de efectuar una

hipótesis acerca de los determinantes de la estructura de vencimiento de la deuda corporativa: hipótesis de costes de agencia, hipótesis de señalización y riesgo de liquidez, hipótesis del equilibrio del plazo de vencimiento de los activos con la deuda e hipótesis de impuestos.

eficiente evaluación debido a la desinformación que maneja acerca los proyectos de la empresa. De este modo, las empresas con proyectos de inversión de buena calidad preferirán la emisión de deuda de corto plazo. La deuda de corto plazo se encuentra menos infravalorada que la deuda de largo plazo. Si los directivos deciden reducir el plazo de vencimiento de la deuda, apostarán por lograr un estado de equilibrio de separación de aquellas empresas cuyos proyectos de inversión son de menor calidad. La descripción de la situación anterior conducirá a las empresas que tengan información privada desfavorable en sus registros contables a emitir endeudamiento de largo plazo, el cual está a su vez más infravalorado en relación a la deuda de corto plazo. Las implicaciones empíricas de este modelo concluyen que las empresas con un elevado grado de asimetrías de información con el mercado y “buenas noticias” —es decir, una mejor calidad en sus carteras— emitirán deuda de corto plazo.

Aquellas empresas que no tengan problemas de información con el mercado serán indiferentes al plazo de vencimiento de la deuda. Estos argumentos reciben sustento empírico en los trabajos de Elyasiani *et al.* (2002) y Flannery (1986) donde observan que cuando existe información asimétrica entre los acreedores y la empresa, la naturaleza del equilibrio está determinada por el nivel de los costes de transacción —o costes de flotación—. En ausencia de costes de transacción los acreedores serán incapaces de discernir sobre la calidad de los solicitantes de crédito. En este caso se lograría un equilibrio conjunto o acordado cuando tanto solicitantes de créditos de buena como de mala calidad emiten deuda de corto plazo. Sin embargo, cuando los costes de transacción son lo suficientemente grandes, se manifestará un equilibrio de separación entre los solicitantes de buena calidad crediticia, emitiendo deuda de corto plazo y los solicitantes de mala calidad, emitiendo deuda de largo plazo.

A pesar de los argumentos previamente esgrimidos, el trabajo de Hart y Moore (1995) se empeña en analizar los costes y beneficios de la deuda, con un énfasis particular en la deuda de largo plazo como mecanismo disciplinante de la conducta directiva. En su modelo, Hart y Moore (1995) suponen que los directivos —sin hacer distinción entre los miembros del consejo y los gerentes— están constantemente dirigiendo sus esfuerzos hacia la obtención de rentas de carácter personal. Objetivos que en ningún caso son compartidos por los inversores y acreedores. Los autores vienen a señalar que la deuda “dura” juega un rol importante en frenar los excesos de los directivos. Por una parte, si la deuda no puede ser renegociada, como la deuda de corto

plazo, obliga a los directivos a transferir a los acreedores los fondos que de otro modo podrían ser empleados en actividades que no generan valor. Por otra parte, Hart y Moore (1995) señalan que la deuda de largo plazo, a diferencia de la de corto plazo, evita que los directivos lleven a cabo la financiación de proyectos de inversión no rentables a través de la solicitud de créditos contra los beneficios futuros.

En suma, con el objetivo en mente de estudiar el rol de la deuda de largo plazo, Hart y Moore (1995) muestran que en aquellas situaciones donde la deuda y los capitales propios son óptimos, a mayor rentabilidad media de los nuevos proyectos empresariales, menor será el nivel de deuda de largo plazo. Por otra parte observan que a mayor rentabilidad de los actuales proyectos de inversión —*assets-in-place*— mayor será el nivel de deuda de largo plazo. En consecuencia, la hipótesis de señalización de la calidad de los proyectos de inversión puede ser entonces también desglosada tanto en los actuales como en los futuros proyectos de inversión que la empresa mantenga en su cartera.

1.4.1.2 Riesgo de liquidez

En la paradoja de la liquidez de Myers y Rajan (1998) se postula que una elevada probabilidad de liquidación de los activos de la empresa reduce su capacidad de captar fondos externos. En consecuencia, el excesivo riesgo de liquidación lleva consigo una reducción de la habilidad de los directivos para comunicar la calidad de sus proyectos de inversión. Por lo tanto, bajo el enfoque de asimetrías de información, los directivos tratarán de señalar la calidad de sus proyectos de inversión a través de la suscripción de contratos de deuda de corto plazo, para diferenciarse del resto de empresas que solamente podrán optar por emitir deuda de largo plazo. Por consiguiente, las empresas que posean bajos *ratings* de calidad emitirán deuda a más largo plazo que aquellas empresas de buenos *ratings* (Diamond, 1991; Barclay y Smith, 1995; Myers y Rajan, 1998; Frydenberg, 2004 a).

No obstante lo anterior, también se debe reconocer que niveles excesivamente elevados de deuda de corto plazo obligan a los gestores a liquidar forzosamente los

activos de la empresa cuando la deuda no puede ser pagada ni refinanciada (Cuñat, 1999). Frente a la preocupación de la decisión de liquidación de la empresa, Hart (1995) desarrolla en dos modelos en forma separada la elección óptima de los niveles de deuda de corto y largo plazo para optimizar las decisiones de liquidación e inversión del *manager*. La aplicación de sus modelos señala que aquellas empresas que presenten mayores oportunidades de crecimiento han de tender a financiarse a plazos más cortos para no restringir la capacidad de inversión del gestor en nuevos proyectos. Por su parte, aquellas empresas con reducidas oportunidades de crecimiento se financiarán mediante deuda a largo plazo para impedir que los gestores acometan proyectos no rentables y desvíen los recursos generados por la empresa hacia el consumo de beneficios no pecuniarios.

Sintetizando entonces, según estos antecedentes se ha de esperar que aquellas empresas que posean elevadas oportunidades de crecimiento por un lado, así también como aquellas que cuenten con una buena calidad registren una mayor proporción de deuda de corto plazo que aquellas empresas que no cuenten con oportunidades de crecimiento y aquellas que no tengan buenos *ratings* de calidad.

1.4.2 Hipótesis de los costes de agencia

1.4.2.1 Oportunidades de crecimiento

Las hipótesis de costes de agencia pueden ser asociadas a la relación entre accionistas y acreedores. Previamente ya se ha estudiado dicha relación y su influencia en la decisión de financiación de las empresas; sin embargo en lo que resta de este apartado se profundizará en el efecto que produce dicha relación en la estructura de vencimiento de la deuda.

El problema de riesgo moral descrito por Myers (1977) argumenta que el problema de subinversión puede ser mitigado a través de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda. En el modelo de Myers, el valor de la empresa está formado

por el valor de los *assets-in-place* y el valor presente de las oportunidades de crecimiento, que representan opciones para valorar inversiones que en el futuro logran un retorno superior al coste de oportunidad del capital. Si tal inversión no es llevada a cabo, la opción expira y el valor de la empresa se reduce. Luego, para no dejar pasar esta opción sin ser invertida, Myers (1977) recomienda que la deuda madure antes que expire dicha opción. La implicación empírica de esta teoría es que el endeudamiento de corto plazo de las empresas está positivamente relacionado con la existencia de oportunidades de crecimiento.⁴⁵ De forma similar a Myers (1977), Stohs y Mauer (1996) proponen que la financiación a través de la deuda con riesgo, es decir, con deuda que pueda incrementar la probabilidad de insolvencia y posteriormente de liquidez de la empresa, genera incentivos para la inversión subóptima cuando las carteras de inversión de las empresas incluyen opciones de crecimiento. Myers propone que este incentivo a subinvertir puede ser controlado mediante la emisión de deuda de corto plazo que vence antes que la opción de crecimiento sea ejercida.

Por su parte, Bevan y Danbolt (2002) señalan que dado que las oportunidades de crecimiento aún no proveen beneficios, las empresas pueden estar desincentivadas a tomar grandes montos de pasivos contractuales en esta etapa. De forma similar, como las oportunidades de crecimiento son ampliamente intangibles, pueden proveer un limitado valor colateral o valor de liquidación (Williamson, 1988; Harris y Raviv, 1990; Shleifer y Vishny, 1994). En consecuencia, las empresas con oportunidades de crecimiento pueden desear no incurrir en financiación adicional a través de deuda.

Así, ha de esperarse que los potenciales problemas entre *managers* y acreedores sean mitigados a través de la suscripción de contratos de deuda de corto plazo toda vez que la empresa cuente con significativas oportunidades de crecimiento.

⁴⁵ Daniševská (2004) señala la existencia de una relación positiva entre el apalancamiento y el plazo de vencimiento de la deuda, y una relación negativa con la variable *proxy* de las oportunidades de crecimiento (valor mercado a valor libro). No obstante, estos resultados son sensibles a la elección de la variable *proxy* para las oportunidades de crecimiento. Una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el plazo de vencimiento de la deuda es encontrada cuando los gastos de publicidad y de investigación y desarrollo (I+D) son usados como *proxy* de las oportunidades de crecimiento, elemento que sigue reforzando la hipótesis planteada.

1.4.2.2 Tamaño de la empresa

Según Barclay y Smith (1995) el tamaño de la empresa está potencialmente relacionado con el plazo de vencimiento de la deuda bancaria por diversas razones. Primero, los costes de emisión de deuda negociable en los mercados están gravados con un fuerte componente fijo, lo que redundará en el aprovechamiento de las economías de escala siempre que el tamaño de la empresa así lo permita. En consecuencia, las empresas más pequeñas se encontrarán menos capacitadas para poder tomar ventajas de estas economías de escala. Las pequeñas y medianas empresas comúnmente optarán por el endeudamiento privado que posee costes fijos menores y consecuentemente, en términos relativos al tamaño de la empresa, costes totales menores también. El argumento ofrecido por Antoniou *et al.* (2008b; 2006) que explica las razones por las cuales las empresas más pequeñas son forzadas al uso de endeudamiento de corto plazo, estriban en sus mayores tasas de impago de deudas y en la incapacidad de poder aprovechar las economías de escala cuando se incrementa la deuda negociable de largo plazo.

Las empresas de menor tamaño se inclinan por la elección del endeudamiento bancario en vez de deuda negociable por los menores costes de flotación, manteniendo a su vez más deuda de corto plazo. Con esto, se espera que exista una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el plazo de vencimiento del endeudamiento bancario (Cuñat, 1999; Ameziane, 1999; Daniševská, 2004; Barclay *et al.*, 2006).

Bajo este mismo enfoque, Ozkan (2002) provee evidencia que las pequeñas empresas poseen más endeudamiento a corto plazo en sus estructuras de capital, y sugiere en su investigación que para las empresas del Reino Unido la estructura de vencimiento de la deuda está positivamente relacionada con el tamaño y la madurez de la estructura de sus activos. Ozkan (2002) agrega también que las empresas que no están cotizadas —es decir, generalmente las empresas de menor tamaño— tienden a reducir el plazo de vencimiento de su cartera de deuda como recurso para minimizar los costes subyacentes de las asimetrías de información entre estas empresas y los acreedores.

En términos de las restricciones que las empresas pudieran enfrentar en el momento de acceder a los mercados de deuda, las barreras que deben sortear las empresas de mayor tamaño son mucho menores que aquellas que afrontan las pequeñas

empresas. En especial se observan estas diferencias en la suscripción de deuda de largo plazo. Las empresas pequeñas encuentran mayores restricciones debido, entre otras razones, a que cuentan con una menor proporción de activos colaterales que ofrecer como garantías de sus futuras oportunidades de inversión (Johnson, 1997 a). Estos elementos inducen a establecer una relación directa entre el tamaño de la empresa y el plazo de vencimiento de la deuda.

El trabajo de Sogorb (2005) ha estudiado la relación entre el tamaño y la estructura de vencimiento de la deuda para una muestra de empresas que actúan en un entorno distinto al anglosajón. El autor argumenta a través de la teoría del *pecking order*, que las empresas de mayor rentabilidad tenderán a financiar su inversión a través de los beneficios retenidos en vez de incurrir en el endeudamiento externo. La contribución hecha por Sogorb (2005) radica en el estudio de esta modalidad jerárquica en la toma de decisiones de financiación de aquellas empresas, en donde por razones de tamaño, el *manager* es generalmente propietario de la empresa. En este caso, la aversión al riesgo de los propietarios les motivará a mantener el control de la misma, por lo tanto la aceptación de nuevos accionistas será casi siempre una alternativa poco deseable. Si el razonamiento de estos directivos-propietarios actúa bajo estas condiciones, se esperarían entonces que inclinen sus preferencias a la financiación de sus proyectos de inversión a través de recursos generados internamente en vez de la demanda externa de fuentes de financiación. Frente a la eventualidad de que las empresas de menor tamaño necesiten estos fondos externos, recurrirán a la deuda privada y de preferencia será de corto plazo, pues incluye un número menor de cláusulas restrictivas que no reduce la capacidad operativa de los gestores (Sogorb, 2005).

1.4.2.3 Vida útil de los activos

De forma análoga a los elementos ya presentados, la vida útil de los activos también puede influenciar la elección del plazo del endeudamiento de la empresa. Se ha denominado comúnmente como hipótesis de inmunización —*immunization hypothesis*— al hecho de que las empresas tiendan a armonizar el plazo de vencimiento de su cartera de deuda con la madurez de sus activos, medidos a través de la relación

entre la amortización sobre el total de activos (Antoniou *et al.*, 2006). Este principio ha sido también ampliamente aceptado como mecanismo de control de riesgo y de los costes de insolvencia financiera. Myers (1977) ha indicado que el armonizar o ajustar el plazo de la deuda de una empresa y el plazo de vencimiento de sus activos asegura que los pagos de la deuda estén programados para corresponder con el declive en el valor de los *assets-in-place* y, por consiguiente, pueda reducir los costes de agencia de la deuda. Este hecho implica que las empresas con activos a más largo plazo tendrán más deuda a largo plazo en su estructura de capital.

De acuerdo con Ozkan (2002) cuando el plazo del endeudamiento es más corto que el de los activos de la empresa, se puede llegar a un punto en las operaciones normales de la empresa en donde la tesorería no sea suficiente como para cumplir con las obligaciones contractuales de la deuda. Sin embargo, cuando se observa el caso contrario entre la vida útil de los activos y el plazo de vencimiento de la deuda, la empresa podrá cumplir sus obligaciones de servicio de la deuda aún si los flujos de tesorería se detienen. Estas implicaciones llevan a inclinarse por la existencia de una relación positiva entre el plazo de vencimiento de la deuda y la vida útil de los activos. Antoniou *et al.* (2006) apoyan también la hipótesis de inmunización al confirmar en su trabajo que los activos de depreciación más baja —aquellos que tienen una vida útil más larga— permiten la suscripción de un nivel mayor de endeudamiento de largo plazo.

Por su parte, Antoniou *et al.* (2008b) señalan que esta noción también es consistente con el hecho de que la deuda bancaria es más adecuada en la financiación de las necesidades de fondos de corto plazo, mientras que la deuda negociable está orientada a la financiación de más largo plazo. Por lo tanto, siguiendo el principio de ajuste o armonización de la madurez de los activos con la de los pasivos, también ha de esperarse una relación directa entre la madurez de los activos y el plazo de vencimiento de la deuda bancaria con el objeto de prevenir un proceso de liquidación de los activos corporativos.

El trabajo de Elyasiani *et al.* (2002) muestra que el estudio de los modelos del plazo de vencimiento de la deuda han seguido dos corrientes: el enfoque de balance y el enfoque incremental. El enfoque de balance define el plazo del endeudamiento de la empresa como el porcentaje de la deuda total de la empresa que tiene un tiempo de vencimiento de corto o largo plazo (e.g. Barclay y Smith, 1995; Cuñát, 1999; Ozkan, 2002; Barclay *et al.*, 2006) o como la madurez media ponderada de los pasivos de la

empresa. Por su parte, el enfoque incremental es definido como el incremento en el plazo del endeudamiento producto de nuevas emisiones de títulos de deuda. Cada enfoque tiene sus ventajas y desventajas. Por ejemplo, el enfoque incremental es adecuado para examinar si la elección del plazo de vencimiento de la deuda de la empresa es capaz de señalar sus propósitos futuros, pero no es adecuada para probar teorías que sugieren que las empresas ajustan o equiparan la vida útil de sus activos a la media de vencimiento de sus pasivos como ocurre con el enfoque de balance. Finalmente, y como se ha expuesto ya, ha de esperarse una relación positiva entre el plazo de vencimiento de la deuda y la antigüedad de los activos empresariales.

Para dar cierre a este apartado que ha mostrado las diversas relaciones del plazo de vencimiento de la deuda, es necesario también dejar sentado el hecho de que la separación del plazo de vencimiento de los contratos de deuda, al momento de llevarlos al campo empírico, no se encuentra suficientemente resuelto. Johnson (1997 a) afirma que no existe una clara distinción empírica entre deuda de corto y largo plazo. La demarcación de un año para la deuda de corto plazo y más de uno para la de largo plazo, usada para propósitos contables como el enfoque de balance, no necesariamente corresponde con la distinción de corto y largo plazo de la deuda para modelos teóricos. Señala además, que en muchos modelos la definición de corto y largo plazo depende de la vida del proyecto que la deuda está financiando, la cual a su vez varía significativamente a través de las empresas. Más aún, estudios previos han utilizado otras medidas como *proxy* para el plazo de vencimiento de la deuda como la duración de los créditos que utilizan Dennis *et al.* (2000), el plazo de vencimiento de las nuevas emisiones de créditos que usan Guedes y Opler (1996) o el plazo de vencimiento medio ponderado de los pasivos que utilizan Stohs y Mauer (1996).

2. CAPÍTULO II: FACTORES INSTITUCIONALES EN LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN

2.1 INTRODUCCIÓN

*L*a Tesis propuesta en este estudio está asociada al análisis de los determinantes de la decisión de endeudamiento adoptada por las empresas. Para ello, nuestro marco teórico se fundamenta, por una parte, en los postulados de la teoría positiva de la agencia y de asimetría de información expuestos en el Capítulo precedente. Por otra parte, sin embargo, a la luz de las imperfecciones de mercado ya estudiadas también creemos que la decisión de financiación viene determinada por las particularidades del contexto institucional donde dicha decisión es tomada. Para este último punto, hemos de dedicar este Capítulo II con el que cerráramos el estado del arte que posteriormente sustentará nuestras hipótesis susceptibles de contraste empírico.

De este modo, los determinantes de la decisión de endeudamiento no sólo vendrían explicados por los factores empresariales analizados en el Capítulo anterior, sino también por los factores institucionales que nos permiten configurar un esquema más completo acerca de cómo son financiadas las empresas. Este convencimiento radica en el aumento de la demanda por un mejor y mayor entendimiento de las finanzas corporativas a nivel internacional surgida como consecuencia de la globalización e internacionalización de los negocios (Gul, 2001).

La transferencia de la abundancia de recursos generada por las unidades ahorradoras hacia los agentes encargados de la inversión en bienes de capital, es llevada a cabo en un mercado en donde ambos agentes participan y negocian con el objeto de obtener los mayores retornos con el menor coste de capital en el proceso de la transacción. La fluidez con que estos recursos sean canalizados desde los agentes superavitarios a los deficitarios es función directa del desarrollo del sistema financiero. Al respecto, la literatura ha reconocido ampliamente que este movimiento de recursos se

resume en dos grandes modelos de organización financiera. Uno de ellos se encuentra asociado a una fuerte inclinación a dejar la oferta de fondos de financiación de las empresas en manos de los intermediarios bancarios, mientras que en el otro se observa que es el mercado de valores el que no sólo juega un papel disciplinante como mecanismo de gobierno de las empresas sino que además es la principal fuente de financiación de éstas.

Al amparo de cada estructura financiera, los sistemas legales han adoptado también características diferenciadas en términos de las coberturas ofrecidas a los accionistas y acreedores aportantes de fondos para la financiación de las empresas. Por un lado, el sistema orientado hacia los mercados ha sido visto como un fiel ejemplo de un eficiente mercado de control corporativo. En él, las compras hostiles —*takeovers*— son el mecanismo mediante el cual el mercado presiona a las empresas mal gestionadas a modificar su estructura y gestión mediante la recomposición del cuerpo directivo. Por otro lado, el sistema orientado hacia los intermediarios presenta una internalización de los mecanismos de gobierno corporativo expresados a través de sólidos consejos directivos y estructuras de propiedad altamente concentradas.

Hemos de reconocer que tanto el modelo basado en los intermediarios financieros cuya base legal suele ser la *civil-law* como el modelo basado en los mercados financieros cuya base legal se inspira en la *common-law* no parecen recoger un aspecto esencial de los países, y es que con independencia de su origen legal cada país ha ido introduciendo cambios en sus sistemas de organización financiera en un proceso de ajuste dinámico, adoptando las particularidades que mejor se adaptan a sus sistemas financieros (Harris, 1997; Denis y McConnell, 2003). Luego, estos cambios no han tenido ni la misma intensidad ni la misma profundidad en todos los países. Por ello, cabría esperar un proceso evolutivo en los sistemas financieros, diferenciado por países, en un intento de aprovechar los aspectos positivos que indudablemente ambos modelos entrañan. Se impondría, por tanto, la lógica de las autoridades financieras de cada país de tratar de dotarse del sistema financiero más eficiente posible que, dada la supervivencia de ambos modelos a lo largo del tiempo y el proceso de globalización, sería una mezcla de las características más exitosas de cada uno de ellos.⁴⁶

⁴⁶ Sin embargo, en el proceso de reformas de los sistemas financieros de cada país se ha marcado un ritmo diferente por lo que se puede observar que en algunos casos se han agrandado

En este sentido entonces, el enfoque adoptado en este trabajo corresponde al de los servicios financieros. Este nuevo enfoque no pretende desligarse de los enunciados del reconocimiento de ambos sistemas de organización financiera, tanto de la *civil-law* como de la *common-law*, sino mejor aún, destacar los beneficios en términos de los servicios contractuales que cada uno aporta al desarrollo de las economías, al movimiento de los flujos de capital, y en definitiva, a los determinantes de la decisión sobre estructura de capital de las empresas. Este enfoque es tal vez el más adecuado pues no se centra en la sola clasificación de los países en uno u otro sistema financiero, sino mejor aún, en observar cómo cada una de sus características actúan como eficientes promotores del crecimiento y eficaces mecanismos de gobierno corporativo.

Este reciente cuerpo teórico que amalgama ambos sistemas legales, más que separarlos para explicar la decisión de financiación de las empresas, ha venido a ser denominado como investigaciones de la segunda generación (Denis y McConnell, 2003). Será entonces en el marco conceptual de estos postulados el adoptado por este trabajo para efectuar en los capítulos que siguen, la contrastación empírica para la obtención de conclusiones válidas.

Para dar cumplimiento al objetivo propuesto, se parte de las propuestas ampliamente debatidas en la literatura y contrastadas fundamentalmente para muestras de países pertenecientes al sistema financiero anglosajón como el caso de los Estados Unidos (Barclay y Smith, 1995, 1996; Berger *et al.*, 1997; Johnson, 1997 a, b y 2003; De Fiore y Uhlig, 2011) o en el Reino Unido o Canadá (Ozkan, 2002; Panno, 2003; Ozkan y Ozkan, 2004; Beattie *et al.*, 2006; Aivazian *et al.*, 2005); que luego son presentadas a la luz de las diferencias institucionales que es posible observar en los sistemas financieros de los países (La Porta *et al.*, 1998, 1999 y 2000; Wurgler, 2000; Barth *et al.*, 2000 y 2004; Allen y Gale, 2001; Leuz *et al.*, 2003 y Tadesse, 2002). Así, con el fin de dar un acabado fundamento a los argumentos esgrimidos a lo largo de este acápite, se desarrolla al final del mismo un análisis comparativo de diversos indicadores que sacan a la luz las diferencias institucionales de los países y las características que poseen los sistemas financieros.

las diferencias entre sistemas financieros de países que comparten una base legal común y se han reducido las diferencias entre países con diferentes tradiciones legales.

Como se ha señalado, la mayor parte de los trabajos que estudian la decisión de endeudamiento de las empresas se ha centrado en países anglosajones y en particular en las empresas de los Estados Unidos (Houston y James, 1996; Johnson, 1997 a; Krishnaswami *et al.*, 1999; Hadlock y James, 2002; Cantillo y Wright, 2000; Denis y Mihov, 2003; De Fiore y Uhlig, 2011, entre otros). Las hipótesis que son formuladas y contrastadas empíricamente en estos trabajos llevan implícitas las características particulares del integrado mercado de capitales de la economía estadounidense. Entre estas características propias de su desarrollado mercado de capitales destacan la elevada capitalización de mercado y una fuerte participación tanto de la deuda negociable como de acciones en la estructura de pasivos de sus empresas (Beck *et al.*, 2000). Esta situación ha desembocado en una baja participación de la banca como oferente de fondos (Carlin y Mayer, 2003) y por lo tanto en el desarrollo de un activo mercado de control corporativo de las empresas. En un esquema como este, las compras hostiles como mecanismo externo de gobierno corporativo desplazan a los consejos directivos y a las estructuras de propiedad mayoritarias, como acontece en los países cuyo sistema legal descende de la *civil-law* (La Porta *et al.*, 1998).

En síntesis, la sumatoria de estas particularidades presentes en los países de la *common-law* y tratadas en la literatura impide una aplicación de dichas hipótesis de estudio en los mismos términos a países con una tradición legal distinta. En consecuencia, no es posible replicar de forma inalterada los trabajos realizados en Estados Unidos a las economías de la *civil-law* sin tener en cuenta el comportamiento específico de los factores institucionales de la decisión de endeudamiento. Por lo tanto, para poder someter a estudio la decisión de financiación de las empresas que participan de la doctrina legal de la *civil-law* se hace necesario incorporar ese factor institucional al momento de la configuración de las hipótesis de investigación.

Por todo ello, consideramos que puede resultar interesante analizar las decisiones de endeudamiento para países cuyo sistema legal está basado en la *civil-law*.

Tras estas consideraciones se podrá contrastar no sólo si las decisiones de endeudamiento difieren en función del modelo de organización financiera, al comparar los resultados con los obtenidos para las empresas de Estados Unidos, sino también hasta qué punto las decisiones tomadas por las autoridades de cada país pueden llegar a modificar las decisiones de endeudamiento de las empresas que, perteneciendo a

modelos de organización financiera equivalentes se observa que han evolucionado de forma diferente por sus circunstancias políticas y económicas.

En lo que sigue de este capítulo se expondrán las características más representativas de ambos sistemas de organización financiera, destacando los puntos más importantes en términos de la financiación de las empresas y de los mecanismos de gobierno corporativo adoptados por éstos. Siguiendo con el desarrollo del tema, se presenta también un conjunto de antecedentes que permiten ver cómo estas características institucionales son también determinantes del crecimiento económico de los países. En suma, el objetivo perseguido por este capítulo es dar complemento al conjunto de factores que determinan la decisión de endeudamiento y que son objeto de esta investigación, para con esto dar cabida al siguiente capítulo donde son tratados los puntos específicos de la definición de las hipótesis susceptibles de contrastación empírica.

2.2 SISTEMAS FINANCIEROS

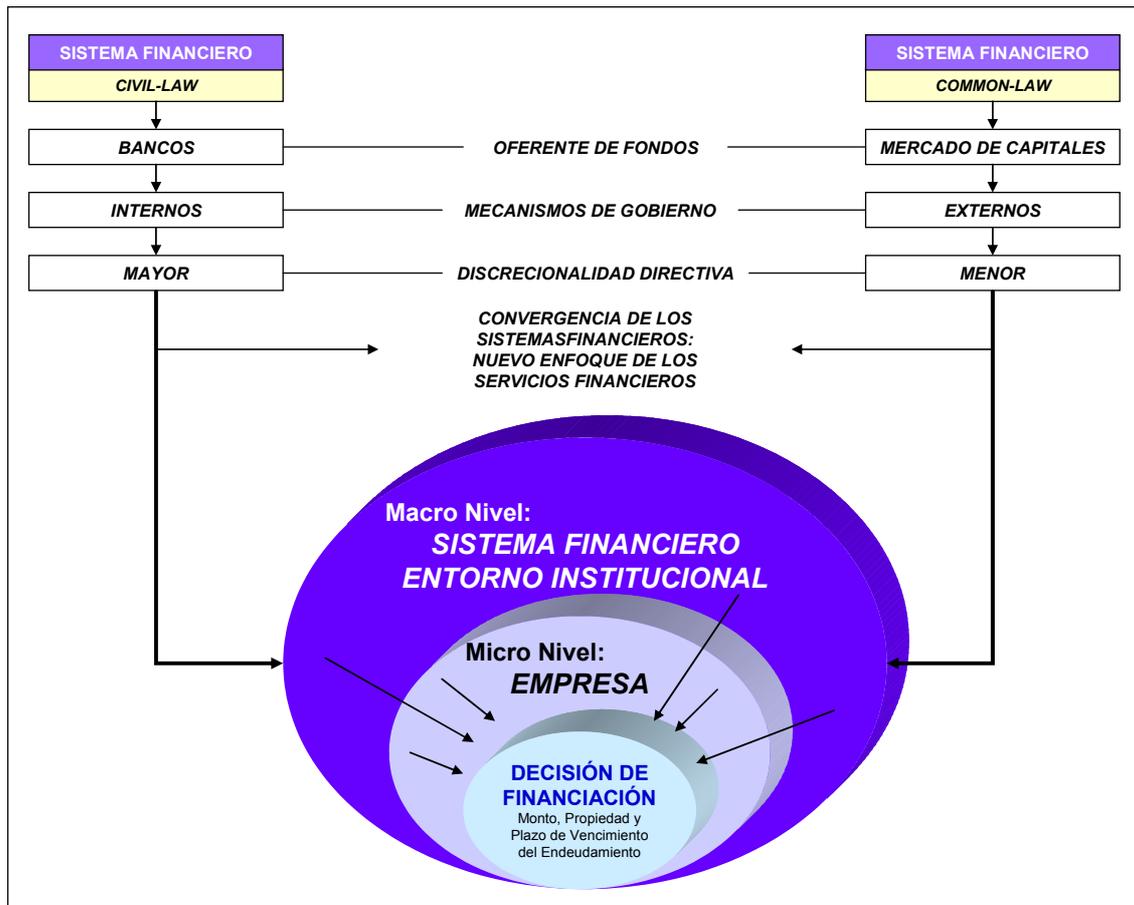
El funcionamiento de las empresas y el desarrollo de sus actividades se encuentran circunscritos en un marco tanto legal que corresponde al conjunto de leyes que orientan y condicionan sus actividades, como en un marco institucional compuesto por los diversos organismos e instituciones encargados de facilitar dichas transacciones y proteger los derechos de los partícipes de las mismas. El término marco institucional utilizado en esta investigación corresponde a su sentido más amplio. Siguiendo a Merton y Bodie (2005), es usado aquí en el sentido de incluir a las instituciones financieras, los mercados financieros, productos, servicios, la organización de las operaciones y los diversos mecanismos de apoyo tales como el aparato regulatorio y el sistema contable. Para dar presentación a estos tópicos y luego analizar cómo afectan a la decisión de financiación de las empresas, al igual que se hizo en el capítulo anterior, en éste se ofrece también un esquema sinóptico que será seguido para el estudio de los sistemas financieros.

En primer lugar, como se observa en el gráfico 4, la mayoría de los trabajos que se han centrado en el análisis de la estructura de capital de las empresas y que han adoptado un enfoque más integrado al incluir los elementos del entorno legal e institucional, han reconocido la existencia de dos sistemas financieros: aquellos basados en la banca y aquellos basados en los mercados de capitales. A este enfoque se le ha llegado a denominar como aquellos pertenecientes a los trabajos de la primera generación, reconociéndoseles sus ventajas y desventajas. No obstante, la evolución y características solapadas de estos sistemas financieros ha dado cabida a los trabajos de la segunda generación donde se ofrece un mayor interés en el análisis al conjunto de servicios financieros ofrecidos por cada entorno institucional y ya no tanto a si son meramente los bancos o los mercados de capitales los principales oferentes de fondos para la financiación de las empresas.

En consecuencia, según lo esquematizado en el gráfico 4, y ampliamente apoyado por la literatura,⁴⁷ la decisión de financiación de las empresas no sólo vendrá condicionada por los factores internos de las empresas como los observados en el capítulo anterior —denominados en el gráfico como factores empresariales—, sino también por aquellos pertenecientes al entorno institucional donde éstas actúan —denominados en el gráfico como factores institucionales—.

⁴⁷ Ver por ejemplo Fan *et al.* (2011) y Rajan y Zingales (2003).

Gráfico 4. Esquema sinóptico del Capítulo II



Fuente: Creación propia.

2.2.1 Sistemas de organización financiera anglosajón y continental: Una visión panorámica

Una de las funciones más importantes de un sistema financiero es alcanzar un óptimo nivel de asignación de riesgo, de tal forma que el propio aparato económico pueda soportarlo sin colapsar. Para ello, una de las condiciones es que el mercado esté lo suficientemente desarrollado y dotado de eficientes mecanismos de control (Allen y Gale, 2001). Desde este punto de vista, los economistas han visto los mercados de capitales como el mecanismo idóneo para la asignación de recursos.⁴⁸ Uno de los

⁴⁸ Según Wurgler (2000) el trabajo fundamental de la economía en general y del sistema financiero en particular es la eficiente colocación del capital. Esta eficiencia en la colocación del

ejemplos más mentados en el mundo de las finanzas corresponde al mercado de valores estadounidense. No obstante, en términos de hacer una generalización para los distintos mercados a escala mundial, existen varios problemas con este punto de vista en relación al funcionamiento económico. Al respecto Allen y Gale (2001) destacan los siguientes puntos clave. Primero, que en muchos países los mercados de valores carecen de importancia. Segundo, que en todos los países, incluidos Estados Unidos y Reino Unido, los fondos generados internamente son muy importantes. En las naciones industrializadas, estos fondos son más importantes que la financiación externa que proviene tanto del mercado como aquella intermediada por las instituciones bancarias. Finalmente, en tercer lugar, hay que destacar que el ideal de un mercado sin fricciones es raramente alcanzado en la práctica. Por lo tanto, los costes de transacción, el riesgo, las ventajas y desventajas entre las diversas fuentes de financiación siguen estando presentes.

Es indudable que los sistemas financieros son claves para la asignación de recursos en una economía moderna. En función de esta asignación de recursos, los países han adoptado distintas soluciones a las limitaciones y fricciones intrínsecas en los mercados para la financiación de las empresas, y para movilizar de la forma más eficiente posible los ahorros que financian dichas actividades. El análisis también sugiere que las políticas monetarias juegan un rol importante en la decisión de endeudamiento de las empresas y en el cumplimiento del servicio de las mismas. Tanto la inflación como las tasas de interés, entre otros muchos factores macroeconómicos, ejercen influencia en el crecimiento del producto interno bruto de los países, y en consecuencia, en los recursos disponibles para ser colocados en los mercados de deuda a disposición de las empresas para ser invertidos en proyectos rentables (Glen, 2004).

De los paradigmas existentes que explican esta asignación es posible identificar dos modelos de organización financiera claramente opuestos (Thakor, 1996; Andrés *et al.*, 1997; Harris, 1997; La Porta *et al.*, 1998, 2000; Barth *et al.*, 2000, entre otros), como son el modelo anglosajón o basado en el mercado y el modelo continental o basado en la banca.

capital es entendida entonces como la asignación de recursos en sectores y actividades productivas donde se espera que tengan elevados retornos, por una parte, mientras que por el otro lado se espera que sea aminorado o reducida la asignación de fondos en los sectores donde se espera un pobre desempeño.

El modelo anglosajón encuentra sus mejores ejemplos en los Estados Unidos y el Reino Unido. Aquí, los intermediarios financieros se enfocan en los préstamos a las empresas a corto plazo, mientras que los fondos de largo plazo son provistos por los mercados de capitales o por recursos internos.

Uno de los argumentos a favor del sistema financiero orientado al mercado es que éste permite economizar, estandarizar y diseminar información que es necesaria para una eficiente toma de decisiones (Andrés *et al.*, 1997; Allen y Gale, 2001).⁴⁹ Este argumento parece sugerir que los sistemas financieros basados en el mercado, tales como el de los Estados Unidos y el Reino Unido, poseen una clara ventaja informativa sobre aquellos sistemas basados en intermediarios, o sistema continental, como ocurre en Alemania, Japón, España y Francia, entre otros.

Una de las mayores desventajas que se presenta en este sistema es la elevada exposición al riesgo de mercado que deben soportar los inversores. Este riesgo de mercado se origina por las sensibles fluctuaciones en los precios de los activos causadas por los cambios en la información de mercado, por una parte, y por las modificaciones en las expectativas de los inversores, por otro. De acuerdo con Allen y Gale (2001) un inconveniente adicional que presentan los sistemas basados en el mercado es el problema del *free-rider* en la gestión de la información. Si la información ha de estar disponible de forma abierta en el mercado, los inversores entonces no se ven motivados a incurrir en costes adicionales para reunirla. Por esta razón, los países donde los mercados financieros son competitivos pueden estar caracterizados por una subinversión en información. Los intermediarios con participación accionarial representativa en el capital social de las empresas, como ocurre con Alemania, o con relaciones muy estrechas con un pequeño número de empresas como se observa en Japón, pueden verse más incentivados a reunir información y controlar la gestión de las empresas. Este proceso obliga a los inversores a internalizar los costes de reunir e interpretar la información.

Muchos de los países pertenecientes a la Unión Europea, en particular Alemania, son claros ejemplos del modelo continental. Este modelo se encuentra caracterizado por

⁴⁹ De hecho, las sociedades anónimas presentan una mayor obligación por parte de las entidades reguladoras del mercado de valores a exponer una mayor cantidad de información en forma periódica, que a su vez se encuentra estandarizada. No ocurre lo mismo con las sociedades de responsabilidad limitada que no están obligadas a revelar información para uso público.

el papel participativo que juegan los bancos como oferentes de fondos de medio y largo plazo a las empresas, reduciendo el rol de los mercados de capitales en la colocación de recursos financieros. Aún más, en este caso los bancos tienden a convertirse en accionistas de las empresas en las que han colocado fondos para financiar proyectos de inversión (Kroszner y Strahan, 2001). En suma, ambos sistemas de organización financiera difieren no sólo en el uso de los capitales propios y de la deuda como fuentes de financiación, sino que además la transmisión del control y los derechos de propiedad subyacentes a estas formas financieras son también diferentes.

A ambos sistemas financieros se les puede asociar con distintos mecanismos de control de la gestión de los directivos.⁵⁰ La necesidad de un mecanismo eficiente de gobierno corporativo surge con ocasión de los potenciales conflictos de interés entre los participantes —interesados— en la estructura corporativa. A menudo estos conflictos de intereses vienen expresados en problemas de agencia que se originan por dos razones según Gillan y Starks (2003). La primera razón es que los participantes e interesados tienen diferentes objetivos y preferencias, y en segundo lugar, los participantes tienden a manejar información imperfecta acerca de las acciones, conocimiento, habilidades y preferencias de los otros actores. En el clásico trabajo de Berle y Means (1932) se enfoca este conflicto a través del examen de la separación entre la propiedad corporativa y la dirección corporativa —comúnmente referida como la separación de la propiedad y control—. Así como Fama y Jensen (1983), Jensen y Meckling (1976) y Jensen (1994) lo corroboran, Berle y Means (1932) postulan que al encontrarse esta separación en un estadio en donde están ausentes los mecanismos de gobierno corporativo, se dota a los directivos de la habilidad para actuar en su propio beneficio en vez de que persigan el interés de los accionistas.

En consecuencia, la concentración de propiedad puede ser una respuesta razonable a la falta de protección al inversor (Francis *et al.*, 2001). De este modo, si el aparato legislativo es insuficiente para garantizar los derechos de los propietarios por parte de los controladores, los propietarios tratarán de ser controladores. La Porta *et al.* (1998) señalan que bajo tal escenario el conflicto de agencia entre directivos y accionistas —el conflicto de agencia primordial sobre el que se han centrado las investigaciones sobre gobierno corporativo en los Estados Unidos— no es significativo

⁵⁰ Para una revisión acerca de los mecanismos de gobierno corporativo asociados a los sistemas financieros ver Carlin y Mayer (2000).

porque los grandes accionistas tienen tanto el incentivo como la capacidad para ejercer el control de los directivos. Sin embargo, La Porta *et al.* (1998) han sugerido que la propiedad altamente concentrada conduce a un conflicto de agencia de los capitales propios entre los accionistas dominantes y los accionistas minoritarios.

Al modelo anglosajón se le ha reconocido su ventaja en el control externo, es decir, aquel ejercido por la eficiencia de los mercados de capitales. La posibilidad de tomar el control de una empresa a través de una compra hostil se asume como un eficiente mecanismo de disciplina, toda vez que un externo perciba que puede realizar las actividades de dirección de una forma más eficiente que la actualmente observada en determinada empresa. De acuerdo con Fama (1980), en este caso, un corredor puede comprar las acciones de una empresa gestionada deficientemente, reemplazar el cuerpo directivo y generar beneficios de capital mediante la nueva dirección. Las compras hostiles son legalmente posibles en los países de la *civil-law* como en Chile, Japón y Alemania, aunque en términos prácticos no ocurre de forma activa en estos dos últimos países.

En términos empíricos, los gerentes de las empresas de los Estados Unidos durante la década de los 80 generaron varias medidas proteccionistas en contra de las compras hostiles, modificando la estructura de poder entre los accionistas y directivos (Klock *et al.*, 2005). La evidencia más reciente del lado de los capitales propios sugiere que las carteras de las empresas con fuertes derechos de los accionistas (débiles medidas de protección en contra de las compras hostiles) obtuvieron retornos anormales mayores, han presentado una mayor variación y han logrado un resultado operativo mejor en términos relativos a aquellas con una fuerte protección de los derechos de los directivos (fuertes medidas de protección en contra de las compras hostiles). La evidencia reportada por Klock *et al.* (2005) postula que existe una relación positiva entre la mayor protección de los directivos y el acceso a las fuentes de financiación externa de la empresa. En consecuencia, postulan además una relación negativa entre la protección de los derechos de los accionistas frente a las potenciales compras hostiles y el acceso al endeudamiento.

Por su parte, al modelo de organización financiera continental se le ha asociado la concentración de la propiedad como mecanismo interno de control debido al importante peso relativo mantenido por los accionistas en el capital de las empresas. Para este argumento de control corporativo, Allen y Gale (2001) han aceptado

FACTORES INSTITUCIONALES

ampliamente que el control directo ejercido por los intermediarios bancarios posee el mismo efecto de alineamiento de los intereses entre principal y agente que las tomas de control hostiles.⁵¹

A continuación se ofrece un cuadro comparativo de ambos sistemas de gobierno de la empresa, según el sistema financiero al cual se pertenezca.

⁵¹ En Japón esto es conocido como el *main bank system* (sistema del banco principal) y en Alemania es denominado como *hausbank system* (sistema del banco dueño de casa).

Tabla 1. Cuadro comparativo de sistemas de control de gobierno de la empresa

<i>Variable</i>	<i>Sistema Financiero Anglosajón</i>	<i>Sistema Financiero Continental</i>
Objetivo de la dirección de la empresa	Intereses de accionistas.	Intereses de accionistas y de otros <i>stakeholders</i> (clientes, proveedores, empleados).
Sujeto que alinea intereses de principal y agente	Mercado de control corporativo. Libre negociación.	Consejo de Administración, compuesto por representantes de diferentes <i>stakeholders</i> .
Bases del sistema	Mercado de capitales muy líquido. ⁵² Precio acciones reflejan el verdadero valor percibido por el inversor.	Hipótesis que los accionistas pueden supervisar las actuaciones directivas.
Importancia del mercado en el control corporativo	Muy alta.	Baja.
Número de empresas en Bolsa	Muy alto. Mercado integrado.	Bajo. Mercado segmentado.
Características de la estructura de propiedad	Muy diluida en un gran número de propietarios.	Muy concentrada. Cruce de participaciones entre empresas o <i>holdings</i> .
Tipo de empresa dominante	Instituciones financieras, especialmente los fondos de pensión.	Empresas no financieras y las economías domésticas.
Probabilidad de conflicto entre gestores y accionistas	Baja intensidad de conflicto gracias a la presencia de competencia.	Elevada debido a que la ausencia de competencia permite la obtención de beneficios extraordinarios.
Ventajas	Superiores en responder al cambio, es decir, en sectores donde son difíciles de explicitar los resultados esperados de acciones futuras y exista mayor incertidumbre.	Permite generar políticas que requieran desarrollar relaciones con otros grupos (accionistas, proveedores, etc.)
Mecanismos de alineación de intereses	Mecanismos externos, que incluyen la disciplina del mercado —OPAs— y la utilización de deuda.	Mecanismo interno, que incluye remuneración de los gestores, participación y concentración accionarial, presencia de inversores institucionales, la financiación bancaria y los consejos de administración.
Ejemplos de países bajo gobierno corporativo	Estados Unidos y Reino Unido.	Alemania, España, Francia y Japón.

Fuente: Creación propia a partir de Azofra y Fernández (1999).

A priori, los argumentos reportados hasta ahora, nos permiten observar la gran diferencia en los distintos sistemas financieros y en la estructura legal de cada entorno.

⁵² El mercado de capitales debe estar organizado de forma eficiente para que garantice la liquidez de los títulos negociados. Junto con esto, no deben existir reglas ambiguas sobre las operaciones de adquisición, sobre la regulación de situaciones de quiebra o suspensión de pagos, la normativa contable y reglas estrictas de *insider trading*.

Por lo tanto, la decisión de financiación de la empresa, llámese ésta la elección del montante de deuda registrada en sus libros, el tipo de acreedor elegido para la financiación y/o el plazo de vencimiento estimado para el pago de las obligaciones, se ve claramente afectada por las características del marco legal e institucional de cada país. En consecuencia, en lo que sigue de este capítulo nos centraremos en estudiar cómo cada una de estas particularidades de los sistemas financieros podría determinar la decisión de financiación empresarial.

2.2.2 Sistemas de organización financiera anglosajón y continental: La decisión de financiación

El conjunto de las decisiones de financiación de las empresas hasta buena parte puede ser explicado por variables específicas de las empresas como aquellas ya desarrolladas a lo largo del capítulo anterior de esta investigación. No obstante, puede esperarse también que existan variables de carácter institucional e incluso cultural que puedan afectar las decisiones sobre la estructura de capital empresarial (Andritzky, 2003). Así, las teorías generales pueden ser complementadas a través de esta línea de razonamiento que presta mayor atención a las diferencias institucionales entre los países, más que a los factores específicos de las empresas (Bancel y Mittoo, 2004). Como bien lo señala Utrero (2007), la consideración de las variables institucionales en los modelos mejora significativamente la comprensión de las decisiones sobre la estructura de capital de las empresas.

En una línea de razonamiento similar, el trabajo de McClure *et al.* (1999) para empresas del G7, establece que la decisión de financiación de las empresas también se encuentra explicada por un conjunto de factores empresariales e institucionales que clasifica del siguiente modo: i) factores del ambiente internacional, tales como el riesgo de cambios en la tasa de interés, imperfecciones de mercado y las oportunidades de diversificación internacional; ii) factores del ambiente local del país como el riesgo político y políticas gubernamentales, políticas financieras institucionales y actitudes de la cultura nacional; y iii) factores específicos de las empresas así como la proporción de

negocios internacionales, la clasificación industrial, el tamaño, la tasa de crecimiento, la rentabilidad y volatilidad de los beneficios.

Extendiéndonos un poco más aún en la explicación, el modelo teórico desarrollado por Aguilera y Jackson (2003) viene a explicar la variación en los mecanismos de gobierno corporativo entre las economías capitalistas más desarrolladas, identificando para ello las relaciones sociales y los acuerdos institucionales que condicionan quién controla a las empresas, qué intereses corporativos son servidos y la correcta distribución de los derechos y responsabilidades entre los diversos interesados. En consecuencia, es posible observar que para un conjunto de países regidos por una misma doctrina legal, los mecanismos de gobierno pueden variar, así también como su eficacia en supervisar los intereses y conducta de los *stakeholders*. Situación que se reflejará en consecuencia, en las decisiones sobre la estructura de capital tomada por las empresas.

En suma, los argumentos esgrimidos precedentemente nos llevan a pensar que la importancia relativa que cada una de las fuentes de financiación tiene en el balance de una empresa dependerá, a su vez, del peso relativo que cada agente del sistema financiero —el mercado o los intermediarios bancarios—, tenga en el sistema financiero.⁵³ Entre los trabajos más destacados en este ámbito destacan los de La Porta *et al.* (1998 y 2000)⁵⁴ quienes se han ocupado de forma específica de caracterizar los sistemas financieros de cada país.

Una de las manifestaciones del efecto del entorno institucional en la toma de decisiones financieras es la elevada concentración de la propiedad de las empresas que se da en algunos países. En unos casos se argumenta que la mayor concentración de la propiedad que se observa pudiera ser la respuesta a la falta de una adecuada protección de los accionistas minoritarios (Antoniou *et al.*, 2008a; Filatotchev y Mickiewicz, 2002), en otros casos se señala que tal concentración es la respuesta que utilizan las empresas para enfrentarse a procesos de tomas de control hostil, de forma que los accionistas mayoritarios desarrollen un mecanismo que evite una ineficiente gestión de la empresa

⁵³ Un detalle de la evolución histórica de cada uno de los sistemas financieros se ofrece en el apéndice.

⁵⁴ Otros trabajos en esta misma línea han sido desarrollados por La Porta *et al.* (1997; 1999), Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999), Johnson y Shleifer (2000), Allen y Gale (2001), Levine (2002), Beck y Levine (2002), Antoniou *et al.* (2008a), Tadesse (2002) y Utrero (2007), entre otros.

lo que redundará en beneficio directo de los acreedores, quienes verán reducir su riesgo al sentir que sus derechos se encuentran mejor protegidos (Burkart *et al.*, 1997).

Al referirse a los mecanismos de gobierno corporativo, Dewatripont y Tirole (1994) y John y Kedia (2000), indican que las empresas con propiedad concentrada deben acudir a acreedores bancarios en aquellos entornos institucionales en donde las tomas de control hostil son poco efectivas y el sistema bancario está muy desarrollado ya que la deuda intermediada y la propiedad concentrada son elementos complementarios en el diseño de un sistema de gobierno corporativo óptimo. Este tipo de entornos suelen presentar lagunas legales y bajos niveles de cumplimiento de las leyes lo que dificulta el desarrollo eficiente de los mercados financieros y favorece la financiación vía crédito bancario frente a la obtención de recursos directamente en los mercados financieros (La Porta *et al.*, 1997; Modigliani y Perotti, 1997; Shleifer y Vishny, 1997; López, 2005). Por tanto, en estos entornos se debería observar que las empresas cuyas estructuras de propiedad están más concentradas, son las que acuden en mayor medida a la financiación bancaria ya que los bancos se convierten en el contrapeso que evita el comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios de las empresas (Jensen, 1986). Esta relación positiva entre concentración de la propiedad y endeudamiento bancario⁵⁵ debería ser más fuerte cuanto menos desarrollados se encuentren los mercados financieros. Según Koskela y Stenbacka (2004), los bancos que presentan un poder de mercado significativo pueden tener mayores incentivos para controlar los proyectos de los prestatarios, además de establecer relaciones de largo plazo. Señalan además que dicho fenómeno será más claro en sistemas financieros que presenten mercados débilmente competitivos como los de la *civil-law*.⁵⁶

Al tomar en consideración el tamaño de las empresas en ambos sistemas legales se ha indicado que las grandes empresas que desarrollan su actividad en un entorno orientado hacia el mercado —*common-law*— verán facilitado su acceso al

⁵⁵ Faccio *et al.* (2001) observan que las empresas que operan en entornos institucionales caracterizados por la concentración de la propiedad como en Europa y Asia, y a su vez cuentan con oportunidades de crecimiento, tienen mayores niveles de endeudamiento.

⁵⁶ Si bien ambos marcos institucionales son comúnmente conocidos como sistemas de la *civil* o *common-law*; Rajan (1992) ha venido a darles una nueva nomenclatura como sistema basado en la relación —*relationship-based*— o sistema basado en la distancia o longitud del brazo —*arm's-length*—, para referirse tanto a la *civil* y *common-law*, respectivamente. Nosotros, sin embargo, prescindimos de esta notación y preferimos utilizar a lo largo del trabajo los términos tradicionalmente empleados en la literatura.

endeudamiento negociable al tener menores problemas de asimetrías de información (Diamond, 1991). Estos argumentos también están en línea con los propuestos por Thakor (1996) en su trabajo sobre el diseño de los sistemas financieros. Según este autor son las empresas más grandes las que se encuentran cotizadas en el mercado de acciones y las que a su vez emiten menos deuda bancaria. Además, Thakor señala que la industria bancaria norteamericana se encuentra mucho más segmentada que en otros países, hecho que desincentiva la financiación a través de este tipo de intermediarios para las empresas más grandes. En este sentido, la mayor presencia de la banca en Europa y Japón facilitaría el acceso a la financiación bancaria de las empresas en estos países.⁵⁷ Además, las empresas que operan en sistemas financieros con mercados de deuda menos desarrollados, habitualmente basados en la *civil-law*, se siguen endeudando básicamente con los bancos, ya que las empresas pueden utilizar su tamaño para obtener mejores condiciones crediticias en los préstamos. Casasola y Tribó (2004), por su parte, observan que las grandes empresas españolas emiten deuda de mercado para mejorar sus condiciones de negociación en sus relaciones de endeudamiento con los bancos y no para sustituir deuda bancaria por deuda de mercado.

Si bien es cierto, los intermediarios bancarios son proveedores de una fracción no menor de los fondos que las empresas utilizan cotidianamente, pese a ello no existen estudios de si las diferencias institucionales en la supervisión que las entidades reguladoras ejercen sobre los bancos influencia los obstáculos que las empresas deben enfrentar para poder captar fondos externos (Martínez y Schmukler, 2001; Beck *et al.*, 2003). Al respecto, Beck *et al.* (2003) plantean dos teorías confrontantes acerca de si el enfoque de supervisión bancaria contribuye o dificulta el acceso al crédito a las empresas.

El primero de estos es el enfoque de la supervisión oficial. Este enfoque sostiene que los agentes privados frecuentemente carecen de información, incentivos y capacidades para supervisar eficientemente a los bancos. Desde esta perspectiva una

⁵⁷ Thakor (1996) señala que, por ejemplo, la banca japonesa, contrariamente a lo observado en los Estados Unidos que posee barreras para actuar como banca universal, posee una gran libertad para mantener una participación en el patrimonio de las empresas en las cuales han colocado fondos y le es permitido ejercer el control corporativo. Los bancos alemanes, suizos y holandeses son bancos universales y cumplen también como bancos de inversión de forma adicional a sus funciones bancarias comerciales tradicionales. Estas circunstancias fomentan la financiación mediante intermediarios para las empresas en estos países en comparación con la financiación a través del mercado —deuda negociable—.

agencia de supervisión u organismo controlador mejorará el gobierno corporativo de los bancos y por lo tanto incentivaría la eficiencia con la cual los bancos intermedian los fondos de los ahorrantes. La teoría de la supervisión oficial asume que los gobiernos tienen la experiencia y el incentivo para mejorar la información, obligatoriedad y costes de transacción y mejorar el gobierno corporativo de los bancos.

Un enfoque alternativo al de la supervisión oficial se basa en las teorías de la política pública y regulación. El enfoque de la captura política-regulatoria —*political/regulatory capture*— establece que los políticos no maximizan el bienestar de la sociedad sino su propio beneficio personal. De este modo, los políticos podrían inducir a los bancos a desviar los flujos de los créditos hacia empresas políticamente conectadas, o además, los bancos más poderosos podrían “capturar” a los políticos e inducir a los supervisores oficiales a actuar en beneficio de los bancos en vez del interés de la sociedad.

La conclusión a la que subyacen los autores es que una fuerte supervisión bancaria no facilita la financiación corporativa. De hecho, en los países con fuertes agencias de supervisión y fiscalización bancaria —países donde las agencias de supervisión pueden intervenir los bancos, reemplazar a los gerentes, forzar provisiones, congelar los dividendos, etcétera— las empresas tienden a enfrentar mayores obstáculos a la financiación que en los países donde las agencias de supervisión tienen menos potestad regulatoria.

Al hilo de lo anterior, Berger *et al.* (2000) discuten las razones para suponer que la rigidez de las supervisiones bancarias por los órganos competentes ha acarreado efectos nocivos en el proceso crediticio de la banca industrial para los Estados Unidos. De este modo, una mayor rigidez ocasiona una reducción en los créditos bancarios concedidos a las empresas como sigue: Los resultados desfavorables después de un proceso de reexaminación por el órgano supervisor pueden hacer más limitado el accionar de un banco, pues las medidas correctivas de los indicadores de los bancos pueden llegar a ser muy costosas (e.g. indirectamente a través del incremento del capital social y directamente a través de una restricción de la concesión de determinados tipos de créditos), e incluso les puede ser limitado el incurrir en la financiación de algunas actividades rentables.

De forma similar a Berger *et al.* (2000), Utrero (2007) se centra en estudiar el grado en el cual el ambiente institucional afecta la elección financiera corporativa. Si los derechos de los acreedores no están bien protegidos o garantizados, éstos pueden restringir su oferta crediticia. Sin embargo, si la ley es lo suficientemente protectora, aquellos que actúan oportunamente podrían ser sancionados por el organismo o institución reguladora.

Los antecedentes previos llevan a pensar que la protección legal de los accionistas hace que las prácticas de expropiación sean menos eficientes, mejorando el desarrollo de los mercados de capitales (Miguel *et al.*, 2005). Por lo tanto, una mayor protección de los accionistas motivará a las empresas al capital flotante y reducirá los niveles de deuda (Utrero, 2007).

Junto a la protección del inversor, la regulación bancaria también es relevante en la relación entre los acreedores y los solicitantes de créditos. La intermediación financiera es una respuesta a la ineficiencia del mercado de capitales para dar solución a los problemas de asimetrías de información en esta relación.

Dentro de los resultados obtenidos por Utrero destaca el impacto significativo tanto de la regulación bancaria como del grado de protección al inversor en las decisiones de estructura de capital de las empresas, apoyando el hecho de que los factores institucionales son determinantes de las decisiones de financiación corporativa. Junto a esto, se evidenció que la protección a los acreedores tiene un efecto positivo en el endeudamiento empresarial; mientras que la protección a los accionistas presenta un impacto negativo en el apalancamiento de las empresas como lo predice la teoría. La protección a los accionistas mejora el desarrollo de los mercados de capitales, generando incentivos tanto para el ingreso al mercado de capitales como para la emisión de nuevas acciones por parte de aquellas empresas que ya están cotizadas (Mikkelson y Partch, 1986). En su conjunto, estos elementos implican una reducción del endeudamiento y por lo tanto de la ratio de apalancamiento financiero empresarial. Por otra parte, Utrero (2007) también observó que la regulación bancaria tiene un efecto positivo en el nivel de apalancamiento. En particular, la regulación bancaria parece ser más importante en el endeudamiento de corto plazo. La reducción del plazo del vencimiento de la deuda, al menos en los países europeos, parece ser un patrón constante en la decisión de endeudamiento de las empresas. Por lo tanto, es posible

sugerir que el diseño de una regulación bancaria adecuada es particularmente importante para la financiación externa de las empresas.

En síntesis, como se ha observado hasta ahora, no son pocos los factores que provienen del lado del entorno institucional que podrían afectar directamente a la decisión de financiación de la empresa. Rajan y Zingales (1995), Booth *et al.* (2001) y más recientemente Andritzky (2003) y Utrero (2007) han mostrado que la estructura financiera tanto de países desarrollados como en vías de desarrollo no sólo está determinada por factores específicos de las empresas tales como el tamaño, las tasas impositivas, la tangibilidad de los activos, el riesgo del negocio, el retorno sobre los activos empresariales y la ratio valor mercado sobre el valor libro, entre otros. En una línea similar, Koskela y Stenbacka (2004) estudian la existencia de imperfecciones de mercado como determinantes de los costes de agencia de la deuda, y observan que en mercados financieros más competitivos los costes de agencia son menores debido a la eficiencia en la identificación de las actividades que no generan valor en las empresas. Finalmente, estos trabajos terminan concluyendo que la estructura financiera de las empresas está condicionada por las características institucionales en donde éstas actúan.

2.2.2.1 La relación del sistema financiero y la propiedad de la deuda

El grado en que se presenten los problemas de agencia y asimetrías de información entre los directivos, accionistas y acreedores será también función de cómo cada sistema financiero facilite la relación entre cada uno de estos partícipes. Zwiebel (1996) argumenta que en los países cuyo sistema financiero está basado en la *common-law* —sistema financiero anglosajón—, la participación de los directivos en la propiedad de las empresas es reducida, por lo que los gerentes podrán elegir ser supervisados por los intermediarios bancarios, emitiendo deuda bancaria sólo como mecanismo de señalización de una óptima política de inversión. A diferencia de como se observa la relación entre directivos, accionistas y acreedores en los países orientados hacia el mercado, en aquellos países cuyo sistema financiero se encuentra dominado por la banca, existe una gran tendencia a que tanto directivos como accionistas posean una

gran participación del capital social (Ball *et al.*, 2000). Esto hace que los potenciales problemas de asimetrías de información entre directivos y accionistas sean mayores bajo el sistema legal de la *common-law*. Al ser el problema de separación de la propiedad y el control más agudo en empresas de este sistema financiero, la recurrencia a las fuentes externas de financiación pública será mayor. En este sentido Chan-Lau (2001) ha argumentado que los sistemas financieros dominados por los bancos suelen presentar menores problemas de agencia entre accionistas y directivos, favoreciendo un mayor endeudamiento, que ha de ser preferentemente de naturaleza bancaria.

Adicionalmente, Brito y Guedes (2002) opinan que en aquellos países donde existan dificultades para hacer cumplir la ley o la ejecución de la misma sea lenta, se debería observar un uso reducido de financiación de deuda negociable. La fragilidad en la protección legal de los inversores en general y accionistas en particular, desmotiva a las empresas a participar en el mercado de acciones. En consecuencia, las empresas que operan en sistemas financieros orientados a la banca, con una débil protección legal a los inversores, tenderán a financiarse con deuda bancaria, tanto para evitar tener que emitir nuevas acciones con el correspondiente riesgo de dilución de su participación, como por el escaso interés de las empresas y de los inversores en participar en los mercados financieros (Barth *et al.*, 2004).⁵⁸ En consecuencia, de acuerdo con Bontempi (2002) la financiación bancaria será especialmente relevante en aquellos entornos en los que el sistema legal protege los intereses de los acreedores bancarios, como es el caso de Italia por ejemplo, o donde los bancos disponen de capacidad suficiente para disuadir a los deudores sobre el incumplimiento de sus obligaciones como ocurre en Japón (Gul, 1999). En suma, como Antoniou *et al.* (2008a) y Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999) argumentan, el recurso a la financiación bancaria se encuentra directamente relacionado con el nivel de desarrollo tanto de los mercados financieros como de los intermediarios bancarios. Por lo tanto, la recurrencia a cada fuente de financiación de las empresas será función del grado de desarrollo de cada uno de estos oferentes de fondos en los sistemas financieros.

⁵⁸ El escaso interés de los inversores en participar en los mercados financieros será consecuencia de la deficiente protección de sus intereses, mientras que en el caso de las empresas su escaso interés en participar en los mercados vendrá motivado por su deseo de garantizar la privacidad de sus transacciones.

Bien es cierto que el conocimiento que actualmente se ha logrado sobre la estructura de capital de las empresas se ha derivado básicamente de hallazgos de trabajos empíricos efectuados en economías desarrolladas (López, 2005). De hecho, gran parte de los trabajos publicados han centrado su atención en las empresas de los Estados Unidos, restándole importancia a las demás economías. Con el objeto de salvar esta deficiencia y sesgo, el trabajo de Booth *et al.* (2001) se centra en analizar la elección que de la estructura de capital efectúan las empresas de países en desarrollo que tienen diferentes marcos institucionales. En términos específicos, su trabajo contribuye a determinar si las conclusiones estilizadas que se han rescatado de estudios de los países desarrollados se aplican a estos mercados únicamente o si ellos tienen una extensión más general. Después de utilizar una muestra de empresas de 10 países en vías de desarrollo, estos autores llegan a la conclusión de que las ratios de endeudamiento parecen estar afectadas en la misma forma y por los mismos tipos de variables que son significativas en los países desarrollados. Sin embargo, advierten, que existen diferencias sistemáticas en la forma en que estas ratios son afectadas por los factores del país, tales como las tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB), las tasas de inflación y el desarrollo del mercado de capitales.

En una línea similar a estos trabajos, en la propuesta de Panno (2003) se estudia la estructura de capital, teniendo en cuenta un análisis comparativo del entorno institucional tanto para el Reino Unido —perteneciente a la *common-law*— como para Italia —perteneciente a la *civil-law*—, dos países con características de sus sistemas financieros muy distintas.⁵⁹ En su trabajo, la evidencia es clara en apoyar la existencia de contrastes entre los dos contextos financieros, apoyando la idea que el Reino Unido es un mercado más estable y en principio más consistente que el italiano, y que por lo tanto, la elección de la fuente de financiación tiene un fuerte sesgo por los mercados de deuda negociable y por las acciones, mientras que en Italia son los bancos los principales oferentes de fondos a las empresas. De forma adicional señala también que los mecanismos de gobierno corporativo se encuentran canalizados de forma distinta para estos países. En el Reino Unido por una parte destacan una fuerte participación de los mecanismos externos de control, mientras que en Italia se acentúan los mecanismos internos como los consejos directivos y el propio control bancario. De forma similar al

⁵⁹ Un trabajo similar es desarrollado por Antoniou *et al.* (2008a) para el contexto de los países europeos.

trabajo de Panno (2003), Antoniou *et al.* (2008b) estudian la estructura de propiedad de la deuda corporativa para muestras de empresas alemanas y británicas. Sus resultados están en línea con los planteamientos de Panno (2003), concluyendo que la propiedad de la deuda corporativa se encuentra influenciada tanto por los factores específicos de las empresas como por el sistema financiero y las tradiciones de gobierno corporativo en las cuales estas empresas operan. Análogamente, Kumar (2004) ha postulado que el mayor nivel de endeudamiento observado en las empresas de la India caracterizadas por débiles estructuras de gobierno corporativo, sugiere que tal situación puede facilitar la expropiación de los acreedores en estas economías con marcos institucionales ineficientes e incapaces de proteger los intereses tanto de los accionistas minoritarios como de los acreedores.

Considerando ambos elementos como determinantes de la decisión de financiación, López (2005) incorpora factores específicos de las empresas para explicar la estructura de propiedad de la deuda más un conjunto de factores acerca del origen del sistema legal, tales como los patrones de gobierno corporativo imperantes, el grado de confianza en los mercados de capitales o el desarrollo de algunas industrias. López (2005) sintetiza empíricamente que factores como la garantía colateral, la rentabilidad de la cartera de proyectos, el riesgo —factores específicos de las empresas—, junto con factores propios del marco legal e institucional determinan simultáneamente la decisión sobre la elección de la fuente de financiación de las empresas.

Finalmente, así como el sistema financiero condiciona la elección de la fuente de financiación, también éste condiciona la elección del plazo de vencimiento de la deuda. En aquellos países con menor protección de los derechos de los acreedores suelen presentar plazos de vencimiento de la deuda más cortos ya que estos pueden utilizar la posibilidad de no renovar el préstamo como medio para garantizarse el cumplimiento de las obligaciones por parte del deudor (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1999; Giannetti, 2003). En ausencia de un sistema legal que proteja los derechos de los inversores externos a la empresa, las transacciones financieras se realizarán a través de intermediarios bancarios que tengan la suficiente capacidad de negociación para asegurarse el cumplimiento de lo pactado sin tener que acudir a las instancias superiores de los tribunales de justicia (Modigliani y Perotti, 2000). Por lo tanto, en aquellos países que cuentan con unos mercados financieros desarrollados se facilita el endeudamiento a

largo plazo mientras que si son los bancos los que se encuentran muy desarrollados se favorece el endeudamiento bancario a corto plazo.

2.2.2.2 La relación del sistema financiero y el crecimiento de los países

Los mercados financieros, conjuntamente con los bancos, desarrollan una función de vital importancia en términos de la formación de capital en una economía, facilitar la distribución del riesgo, la generación de información y el control, entre otros aspectos. El conjunto de estos elementos permite la correcta movilización de recursos para la selección y financiación de la inversión, y posteriormente para proveer incentivos que motiven el control y seguimiento del desarrollo de las inversiones financiadas. Un nutrido cuerpo teórico y empírico se ha centrado en investigar y analizar la forma mediante la cual son realizadas estas tareas bajo un sistema financiero basado en los mercados, y de cómo estas mismas tareas son desarrolladas en un sistema donde son los bancos y otros intermediarios financieros los juegan un papel más protagónico (Carlin y Mayer, 2000; Levine, 1999; Beck y Levine, 2002; Beck *et al.*, 2008).

El principal hallazgo observado por Wurgler (2000) es que los mercados financieros desarrollados están asociados a una eficiente colocación de capital. Estos países financieramente desarrollados incrementan la inversión principalmente en sus industrias en crecimiento, restando importancia a aquellas industrias que no presentan una actividad tan pronunciada. Un ejemplo de esto está dado por la elasticidad de la inversión en la industria, la cual es varias veces mayor en Alemania, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos que en países financieramente subdesarrollados, tales como Bangladesh, India, Panamá y Turquía. Estos resultados sugieren que el desarrollo financiero ayuda a un país a mejorar sus oportunidades de inversión. En una línea similar, el trabajo de Mayer (2002) postula una estrecha relación entre el grado de desarrollo del sistema financiero y el fomento a determinados tipos de industria. En términos particulares, el autor observa que aquellos sistemas financieros más desarrollados, con independencia de su orientación a la banca o a los mercados, la

industria de altas tecnologías se ve beneficiada por una mayor flexibilidad al recurrir a la financiación externa.

En una línea tal vez más microeconómica, el reciente trabajo de La Porta *et al.* (2002) no se centra en el estudio de las características institucionales y el crecimiento de los países, sino más bien en cómo factores institucionales como la protección a los inversores es determinante en el valor de la empresa. En este caso, empleando una muestra de 27 economías desarrolladas pertenecientes tanto a la taxonomía de la *common-law* como de la *civil-law* confirman las predicciones generales planteadas por la teoría de que en aquellos países donde se observa una exigua protección de los intereses de los accionistas, las empresas se ven penalizadas por bajas ratios de valoración —aproximadas a través de la Q de Tobin—. De forma análoga, también considerando un enfoque microeconómico de análisis, Beck *et al.* (2008) observan que el desarrollo financiero incentiva más el crecimiento de las industrias compuestas por pequeñas empresas que aquellas industrias formadas por grandes empresas. La línea de análisis seguida por Beck *et al.* (2008) posee algunas implicaciones interrelacionadas. La primera de ellas es que a pesar de que la literatura ha respaldado la relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico de los países; es crucial examinar los canales que permiten conectar las finanzas y el crecimiento económico. Por otra parte, la literatura también ha apoyado el hecho de que el desarrollo financiero facilita el crecimiento económico de forma especial en aquellas empresas que poseen una elevada financiación externa. Al confirmar este hecho, Beck *et al.* (2008) muestran que el desarrollo financiero fomenta el crecimiento económico a través de la reducción de las restricciones al crecimiento de las pequeñas empresas.

Hay quienes han postulado que la importancia en determinar el crecimiento de una economía no radica necesariamente en la mayor o menor inclinación del sistema financiero hacia los bancos o hacia los mercados, sino más bien en la complementariedad de servicios financieros que éstos prestan, por una parte, y el marco institucional y regulatorio sobre los cuales se desenvuelven las economías, por otro (Johnson y Shleifer, 2000; Levine, 2000; Levine *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 2000⁶⁰;

⁶⁰ Estos autores no sólo sostienen que el crecimiento de un país está determinado por las características del sistema financiero de su economía. Más aún, sostienen que las diferencias del marco institucional del sistema financiero tales como su amplitud y profundidad, el acceso a la emisión de nuevos títulos, estructuras de capital, políticas de dividendos y la eficiencia en la colocación de recursos para la inversión, parecen estar bien explicados tanto conceptualmente

Tadesse, 2002; Beck y Levine, 2002; Deesomsak *et al.*, 2004; Bottazzi *et al.*, 2009), es decir, que los efectos que los mercados de capitales y el sistema bancario puedan tener en la economía real y financiera de un país se encuentran estrechamente ligados al nivel de desarrollo del ambiente contractual de los mismos (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002).

Siguiendo el hilo de estos argumentos, en el clásico trabajo *Law, Finance, and Economic Growth*, Levine (1999) se esfuerza en estudiar cómo el entorno legal afecta el desarrollo financiero en primer lugar, y luego se centra en investigar cómo estos elementos se asocian al crecimiento de largo plazo. A través de una muestra representativa de países pertenecientes a la taxonomía de la *common-law* anglosajona, así también como de las clasificaciones francesa, alemana y escandinava de la *civil-law*, el autor concluye que el entorno legal de los países es relevante para el desarrollo financiero de éstos. Por lo demás, Levine (1999), de forma consistente con el informe de Shleifer y Vishny (1997) sobre gobierno corporativo, observa que las diferencias entre países en los sistemas legales afecta la relación entre los accionistas y los acreedores. En consecuencia, el conjunto de potenciales problemas de agencia que pueden surgir entre ambas partes como los de riesgo moral, representados por la subinversión y por la sustitución de activos, se ven claramente condicionados por las características del entorno institucional y de cómo dicho marco legal sea capaz de garantizar los derechos de ambas partes.

Sobre este hecho, Levine (1999) señala además que los países cuyos sistemas legales y regulatorios dan prioridad a los derechos de los acreedores, tienen intermediarios financieros más eficientes que los países donde el sistema legal no apoya eficientemente a los acreedores. Dicho efecto vuelve a ser patente al considerar tanto la obligatoriedad de las leyes en los distintos países de la muestra, como la legislación en torno a las normas de presentación y exposición de los estados financieros. En suma, el autor concluye que todos estos factores inciden directamente en el ritmo de crecimiento de largo plazo que observen los países. Posteriormente, a través de un modelo de datos de panel dinámico Levine *et al.* (2000) encuentran también que los componentes exógenos del desarrollo de los intermediarios financieros están positivamente asociados al crecimiento económico.

como empíricamente por la magnitud en la cual la legislación en estos países pueda proteger a los inversores externos.

La importancia relativa de uno u otro sistema financiero dependerá, entonces, de cuán eficiente sean los mercados en el desempeño de la función de retroalimentación o *feedback* de información —argumento del lado de la oferta— y el valor de dicha información de mercado para la toma de decisiones en las empresas —argumento del lado de la demanda— (Tadesse, 2002). Estos argumentos reciben sustento por parte de Levine y Zervos (1998) quienes se centran en investigar si las medidas de liquidez del mercado de capitales, tamaño, volatilidad e integración con los mercados de capitales externos se encuentran asociados a las tasas de crecimiento actuales y futuras para un conjunto de 47 países. Sus resultados evidencian que en forma conjunta tanto la liquidez del mercado de capitales como el desarrollo de la banca predicen el crecimiento de largo plazo y las mejoras en la productividad de las diversas economías.

Al hilo de los argumentos esgrimidos en el párrafo anterior, Micco y Panizza (2006) ponen sus esfuerzos en probar cómo la estructura de propiedad de los bancos es determinante para controlar o aminorar determinados *shocks* macroeconómicos. Su trabajo se desarrolla para una muestra de economías desarrolladas y no desarrolladas, donde se observan países pertenecientes al sistema legal de la *civil* y *common-law*. Los resultados logrados por los autores evidencian el hecho de que los bancos de propiedad pública pueden jugar un importante rol en facilitar el acceso al crédito en una economía. En particular, se muestra que los créditos de los bancos de propiedad pública son mucho menos sensibles a los *shocks* macroeconómicos que los créditos de los bancos privados (tanto domésticos como extranjeros) y por lo tanto los bancos de propiedad estatal podrían jugar un rol importante en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas conclusiones son de carácter transversal para el conjunto de países de la *civil* y de la *common-law*.

No pequeño ha sido el debate, entre los defensores del sistema financiero basado en la banca y los del sistema financiero basado en el mercado, para dar explicación al crecimiento económico de los países. Sobre esta base, muchos economistas han argumentado que el sistema basado en la banca —o continental— es más eficiente en la movilización del ahorro, en identificar las buenas oportunidades de inversión y en ejercer un sólido control corporativo. Otros, por su parte, enfatizan que las ventajas del sistema basado en el mercado —o anglosajón— radican en la colocación de capital, el mejoramiento de las herramientas de administración de riesgo y en mitigar los problemas asociados con el excesivo poder de los bancos (Levine, 2002).

Bajo la visión del sistema basado en la banca, sus defensores destacan el rol positivo desempeñado por los bancos como intermediarios financieros en, primero, adquirir mejor información tanto de la empresa como de los directores, por lo tanto, mejora la colocación de capital y la gestión del gobierno corporativo. Segundo, la gestión del riesgo de liquidez tanto en forma transversal como intertemporal, por lo tanto, mejora la eficiencia de la inversión y el crecimiento económico (Levine, 1996; Cetorelli y Gambera, 2001), permitiendo además la movilización del capital para explotar las economías de escala (Allen y Gale, 2001). En consecuencia, la banca es un claro agente reductor de los problemas de asimetrías de información y elemento clave para explicar el crecimiento económico de los países.

Por el contrario, el enfoque basado en el mercado destaca que el crecimiento económico mejora el rol del buen funcionamiento de los mercados en, primero, el mayor incentivo para analizar las empresas debido a que es más fácil generar beneficios dada la mayor cantidad de información disponible acerca de la empresa; y segundo, que mejora el gobierno corporativo a través de las tomas de control hostiles, además de facilitar la gestión del riesgo.

A pesar que el argumento tradicionalmente esgrimido sugiere que la existencia de un desarrollado mercado de valores puede mejorar el crecimiento a través del incremento de la productividad marginal del capital (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002; Carlin y Mayer, 2003), el objetivo que Harris (1997) propone en su trabajo es encontrar evidencia que apoye dicha hipótesis. En su investigación encuentra un apoyo bastante débil para dicho postulado. En un conjunto de muestras de países desarrollados y una muestra paralela de países menos desarrollados, Harris (1997) evidencia que el nivel de actividad de los mercados de valores carece de poder explicativo incremental como para aseverar que el desarrollo de éstos explica el crecimiento económico de los países.

No obstante lo anterior, Beck y Levine (2004) en un trabajo más reciente demuestran que el desarrollo del mercado de valores y de la banca tienen ambos un impacto positivo en el crecimiento de las economías, señalando además que estos resultados no se deben al sesgo de simultaneidad de variables omitidas ni al efecto fijo que pudiera ser observado en los países. En síntesis, sus resultados rechazan fuertemente la noción de que el desarrollo financiero general de los países no es importante para el crecimiento de éstos. Utilizando especificaciones de datos de panel, los datos rechazan la hipótesis de que el desarrollo de los sistemas financieros no está

relacionado con el crecimiento. De este modo, el desarrollo de los mercados de capitales y el desarrollo de la banca conjuntamente explican el crecimiento. Así, después de haber controlado los efectos específicos de los países, los datos son consistentes con las teorías que enfatizan la importancia positiva del rol jugado por el desarrollo de los mercados financieros en el proceso de crecimiento económico.

2.2.3 Sistemas de organización financiera: Un nuevo enfoque

2.2.3.1 El enfoque de los servicios financieros

Al hilo de los argumentos de Beck y Levine (2004) recién expuestos, un enfoque alternativo descrito por Levine y Zervos (1998) y Levine (2002), y apoyado a su vez por los trabajos de Tadesse (2002) y de Deesomsak *et al.* (2004) para explicar la adopción del sistema financiero que impera en los países corresponde al de los servicios financieros. Este enfoque minimiza la importancia relativa del debate entre el enfoque de mercado y el de la banca. Sugiere que el conjunto de los acuerdos financieros — contratos, mercados e intermediarios— se originan para aminorar las imperfecciones del mercado y proveer servicios financieros traducidos en una mayor protección de los inversores. Estos acuerdos financieros surgen para determinar las oportunidades potenciales de inversión, ejercer el control corporativo, facilitar la administración del riesgo, mejorar la liquidez y flexibilizar la movilización del ahorro. En este esquema de análisis el determinante del crecimiento económico no será entonces el sistema basado en el mercado o en la banca, sino más bien, la creación de un ambiente en el cual los intermediarios y los mercados provean sólidos servicios financieros.⁶¹ Conceptualmente, el enfoque de los servicios financieros es completamente consistente con ambos y su

⁶¹ En su trabajo Levine y Zervos (1998) encuentran que el nivel inicial de desarrollo de la banca y el nivel inicial de liquidez del mercado de capitales están estadísticamente asociados al crecimiento del PIB de los países, al crecimiento del *stock* de capital y a la productividad.

intención no es descartar ninguno de los dos para explicar el crecimiento de los países y sus decisiones de financiación.

La conclusión a la que llega Levine (2002) es que ninguno de los dos sistemas ya comentados es particularmente efectivo en la promoción del crecimiento económico de un país, sino que es el conjunto de los componentes del desarrollo definidos tanto por los derechos legales de los inversores como por la eficiencia en el cumplimiento de las cláusulas de los contratos, los que motivan y sustentan el desempeño de un sistema financiero, y conducen por lo tanto, al crecimiento de una economía. Este mismo argumento es apoyado por Johnson y Shleifer (2000), en tanto y en cuanto señalan que la evidencia empírica es aplastante como para no considerar la relevancia de un sistema legal en términos de la protección a los inversores.

La explicación que subyace entonces en relación a la elección de la estructura de capital adoptada por las empresas vendría explicada en buena parte, no necesariamente, por la raíz a la que pertenece el sistema financiero de una determinada economía, sino más bien al conjunto de servicios financieros ofrecidos por cada sistema financiero en la economía (Beck y Levine, 2004). Los argumentos de McClure *et al.* (1999), Johnson y Shleifer (2000), Levine (2002), Tadesse (2002) y aún más recientemente Korajczyk y Levy (2003) y Bancel y Mittoo (2004) han sido consistentes en postular que la estructura de capital varía a través del tiempo y entre las empresas, por una parte, y que dicha estructura de capital no sólo está afectada por los factores específicos de las empresas sino también por las condiciones institucionales.

Por lo tanto, un elemento determinante de la configuración de la estructura de capital de las empresas no es el hecho de pertenecer a determinado entorno legal e institucional; sino más bien al grado de desarrollo de los servicios ofrecidos por cada sistema financiero (Korajczyk y Levy, 2003).

Una postura adicional que refuerza este nuevo enfoque de los servicios financieros ha sido presentada por Lefort (2003), apoyándose en los diferentes mecanismos de gobierno corporativo existentes y de su importancia en la asignación eficiente de recursos. En definitiva, postula que la discusión acerca de la estructura óptima de gobierno corporativo ya ha dejado de centrarse en la elección puramente dicha entre un sistema basado en los bancos contra uno basado en el mercado de

capitales, y se ha movido hacia el tema de la adecuada protección a los inversores cualquiera sea su naturaleza.

Este nuevo enfoque de los servicios financieros parece ser plenamente coherente con la intuición de que los países se van desarrollando y adaptando a las características de los distintos sistemas financieros y entornos legales que mejor propendan al desarrollo de sus economías, en general, y a la protección de los agentes económicos, en particular. En consecuencia, como se verá más adelante, no deberá extrañarnos que los sistemas financieros de los países, aún perteneciendo a una determinada vertiente, posean características propias de sistemas financieros distintos al cual pertenecen. Tal vez, visto desde un enfoque más darwiniano, tiene cierta lógica pensar que las mejores condiciones que presenten algunos países para apalancar su crecimiento sean imitadas por aquellos países que presentan deficiencias en sus sistemas financieros. Esto conduciría a pensar en la existencia de una convergencia de las características de los sistemas financieros y del entorno institucional hacia aquel punto que optimice el crecimiento de las distintas economías. Según Cobham y Subramaniam (1998) la estructura de capital observada en los países refleja las circunstancias periódicas y específicas de cada país. Un argumento similar es esgrimido por Shin y Park (1999) y Prasad *et al.* (2001) sosteniendo el hecho de que la configuración de la estructura de capital de las empresas estará también determinada por el desarrollo histórico del país, por la naturaleza de las circunstancias económicas y por el régimen regulatorio imperante. En definitiva, que no sólo será posible observar diferencias en la estructura de capital de los países pertenecientes a diversos sistemas financieros, sino también a países pertenecientes a un mismo sistema financiero.

2.2.3.2 La liberalización financiera de los países y el endeudamiento

La década de los 90 fue testigo de un incremento en la integración financiera de las economías emergentes con los mercados de capitales mundiales. Los mercados emergentes levantan las restricciones sobre el movimiento de los capitales hacia el exterior, y por consiguiente reciben grandes flujos de capitales. Como consecuencia,

las empresas de las economías emergentes llegan a ser partícipes activos en los mercados financieros internacionales (Barth *et al.*, 2000).

Los eventos de las últimas dos décadas y los prospectos para el incremento de la integración han generado una amplia discusión sobre los pro y los contra de la globalización financiera. Por una parte, la libre movilidad de capitales permite una estabilidad en el consumo y la diversificación del riesgo entre países, creando nuevas oportunidades de inversión y financiación. Sin embargo, dentro de las desventajas de la apertura de los sistemas financieros, destacan los *shocks* externos que son transmitidos más fácilmente a las economías más integradas. Más aún, las economías abiertas pueden llegar a depender de los capitales externos y pueden estar sujetas a las contracciones de flujos de capitales o a cualquier imperfección potencial en los mercados internacionales. Elementos que en su conjunto pueden detonar una crisis financiera. Un claro ejemplo de ello ha sido descrito por Mathur *et al.* (2002) al estudiar el efecto de contagio —o efecto de derrame o chorreo de información— de la crisis del peso mexicano en 1994 a los mercados de capitales chilenos y en términos específicos a las cotizaciones de los ADRs chilenos en los Estados Unidos —*American Depositary Receipts* o recibos de depósitos americanos—. En su trabajo se evidencian significativos retornos anormales observados en las acciones chilenas en su estudio de evento en las jornadas de crisis del peso mexicano, registrando el efecto de contagio en la sensibilidad de los mercados de ambos países con ocasión de la gran apertura de sus cuentas de capitales.

Bajo este esquema, Schmukler y Vesperoni (2006) se proponen mostrar alguna luz sobre la literatura concerniente a diferentes dimensiones de la globalización y en particular sobre la conducta de la elección de financiación de las empresas cuando los países se integran financieramente con el resto del mundo. Los autores demuestran que la integración financiera tiene efectos significativos en la elección de la fuente de financiación de los países. Contrariamente al argumento de que la liberalización financiera conduce a las economías a solicitar mayores créditos, la ratio de deuda sobre capitales propios no se tiende a incrementar después de la liberalización financiera. De hecho se observa que la ratio de deuda sobre capitales propios tiende a reducirse. En segundo lugar, la liberalización financiera se asocia a una reducción en el plazo de vencimiento del endeudamiento. Y en tercer lugar, las empresas de las economías emergentes con sistemas financieros domésticos más desarrollados se ven menos afectadas por la liberalización financiera.

En un trabajo similar Schmukler y Vesperoni (2000) estudian si la integración con los mercados de capitales provee de mejores oportunidades de financiación a las empresas. El artículo se fundamenta en la existencia de crisis económicas en los países, tanto de aquellos basados en la banca como de los orientados al mercado. Además se cuestiona qué tipo de sistema financiero es más adecuado para el desarrollo financiero de los países. Los resultados alcanzados en su investigación muestran que las características específicas de las empresas afectan la estructura financiera en los dos sistemas financieros. En los sistemas orientados hacia el mercado, las empresas son capaces de cambiar su estructura de vencimiento hacia el largo plazo y tener un menor nivel de financiación interna. En estos sistemas la deuda de largo plazo y las ratios de deuda a capitales propios están positivamente asociados con el tamaño de las empresas. La tangibilidad de los activos y la rentabilidad de las empresas no reporta diferencias significativas entre los sistemas orientados hacia la banca y los orientados al mercado.

Por otra parte, se encuentra que la integración con los mercados de capitales internacionales afecta a las economías emergentes de forma similar. En otras palabras, las diferencias entre las economías en desarrollo y los mercados desarrollados parecen ser más importantes que las diferencias entre las economías basadas en los mercados y basadas en la banca. En consecuencia, estos antecedentes nos permiten ver que efectivamente el nuevo enfoque de los servicios financieros es más útil para explicar no sólo los determinantes del crecimiento de las economías, sino también las decisiones de financiación adoptadas por las empresas en las diversas economías. El hecho de considerar elementos como la estructura legal que permita dar cobertura al riesgo de expropiación y de impago a los acreedores, una eficiente estructura que permita el flujo de capitales desde las unidades ahorradoras a las inversoras, la posibilidad de confección de contratos de endeudamiento en función de los requerimientos de las empresas, entre otras, permite que la decisión de financiación se encuentre condicionada entonces por el conjunto de estos elementos y no sólo por la inclinación de la economía a participar más activamente en los mercados de valores o en la banca (Amihud y Lev, 1981).

Además de esto, se debe destacar que los mecanismos de gobierno corporativo observados en cada uno de los sistemas financieros pudieran ser también determinantes en las decisiones de endeudamiento de las empresas. Denis y McConnell (2003) definen el gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos, tanto institucionales como

aquellos basados en el mercado, que impiden a los controladores —aquellos que toman las decisiones acerca de cómo la empresa debe ser operada— que persigan sus propios intereses de tal modo que tomen decisiones que conduzcan a la maximización del valor de la empresa para sus propietarios —oferentes de capital—. Por otro lado, haciendo eco de la definición de Shleifer y Vishny (1997), el gobierno corporativo constituye forma mediante la cual los oferentes de financiación de las empresas se aseguran de alcanzar un retorno sobre su inversión.

De acuerdo con Lefort (2003) el tema crucial acerca del sistema de gobierno corporativo imperante en cada economía radica en superar las limitaciones de una escasa protección a los inversores a través de la formalización de contratos privados que permitan establecer mecanismos de gobierno corporativo que les aseguren una adecuada protección y sean, al mismo tiempo, los más adecuados para el desarrollo económico del país. La importancia de sus argumentos, basados en los postulados del teorema de Coase, es que existiría un proceso de convergencia natural mediante el cual las economías poco desarrolladas en cuanto a sus estructuras de gobierno corporativo y mecanismos de protección a los inversores, se muevan hacia los patrones que se observan en economías más desarrolladas. En consecuencia, queda expuesto que tanto los sistemas legales orientados hacia la banca o hacia el mercado de capitales dan solución al problema de falta de protección a los derechos de sus inversores de forma distinta, pero también queda de manifiesto que los países tienden a adoptar las características más importantes observadas en otros sistemas que les ayuden a reforzar la protección de los derechos de los inversores.⁶² Este punto de vista está en plena consonancia con el planteamiento hasta aquí discutido sobre el nuevo enfoque de los servicios financieros.

En el trabajo de Denis y McConnell (2003) se ofrece una interesante separación de la literatura que ha estudiado los mecanismos de gobierno corporativo de las empresas a nivel internacional. La clasificación distingue entre la investigación de la primera generación, es decir, aquellos que han centrado sus estudios en el análisis de empresas de los Estados Unidos, particularmente en aspectos como la composición del

⁶² Un ejemplo claro de ello es expuesto por Lefort (2003) para el caso de Chile. Señala que aunque el sistema legal chileno se inspira en la *civil-law* francesa, la mayoría de las reformas implementadas a las leyes referentes al mercado de valores y a las sociedades anónimas fueron inspiradas en sus homólogos de los Estados Unidos, país perteneciente a la raíz legal de la *common-law*.

consejo y la estructura de propiedad; de aquellas investigaciones de la segunda generación que centran su atención en el sistema legal de los países. En esta segunda vertiente de estudios existen importantes contribuciones que se han enfocado en el análisis, entre otros aspectos, de la magnitud en la cual los sistemas legales protegen los derechos de los inversores.

De cara a los objetivos perseguidos en este trabajo, esta segunda línea de investigaciones nos será útil para dar contestación a los posibles efectos que las diferencias institucionales tengan entre las muestras de empresas de los países que pretendemos estudiar en relación a las decisiones sobre la estructura de capital adoptada por las empresas.

En virtud de los argumentos presentados, creemos que la distinción entre sistemas financieros orientados hacia la banca y sistemas financieros orientados al mercado no es capaz de capturar los cambios introducidos por los países en sus respectivos aparatos de organización financiera. Por ello, se considera que puede ser interesante analizar las decisiones de endeudamiento para un conjunto de países cuyo marco legal e institucional emana de una misma raíz legal, pero que las características adoptadas tanto por las instituciones reguladoras, la estructura legal y el sistema financiero *per se*, han hecho que las decisiones de endeudamiento de sus empresas observen matices particulares que pretendemos estudiar.

2.3 COMPARACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS ENTRE PAÍSES Y EL ENDEUDAMIENTO

2.3.1 Tamaño y actividad de la banca y de los mercados de capitales

Todos los fundamentos teóricos presentados en este acápite, y en lo que resta del mismo, serán llevados al campo de los antecedentes observados en los países con el objeto de precisar cómo dichas características muestran distintas connotaciones en

función del marco legal e institucional de las economías. Creemos que los datos que a continuación se muestran son útiles para alcanzar un entendimiento del comportamiento de estas características.

Para efectuar una comparación de los sistemas financieros entre países se utilizan ratios tanto sobre el tamaño del sector bancario (depósitos bancarios sobre el PIB), la actividad crediticia de los bancos (créditos bancarios concedidos a empresas no públicas sobre el PIB),⁶³ como del tamaño del mercado bursátil (capitalización del mercado accionario sobre el PIB)⁶⁴ y la actividad de los mercados financieros (activos negociados en el mercado de acciones sobre el PIB).⁶⁵ Adicionalmente, una medida más detallada y que relaciona a su vez este conjunto de indicadores ha sido propuesta por Levine (2002) y Arestis *et al.* (2004) que estiman una ratio de estructura financiera de los países para observar el grado de orientación de las economías tanto hacia la banca como hacia el mercado. Este indicador de estructura financiera asocia la ratio de capitalización de mercado con los créditos bancarios ofrecidos a las empresas. Mientras mayor sea esta ratio, más orientada hacia el mercado se encontrará la economía; en caso contrario se observará una tendencia hacia los intermediarios financieros.

Algunos indicadores nos permiten comparar los sistemas financieros de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Chile, España, Japón, Francia, Brasil, México e Italia, como el conjunto de países representativos de ambos sistemas financieros y pertenecientes a una muestra de países desarrollados y en vías de desarrollo.

En la tabla 2, podemos observar que los países que han visto crecer sus depósitos bancarios en mayor medida en los últimos 15 años son México (122,09%), Brasil (102,19%), España (97,64%) y el Reino Unido (93,96%). Por su parte, los países en los que se han incrementado menos estos depósitos son USA (3%) y Chile (15%). La diferencia que se observa en estos ritmos de crecimiento debe ser entendida en el contexto, debido a que cada país parte de unos niveles distintos como es el caso de

⁶³ Esta variable captura el monto de créditos canalizados a través de los intermediarios financieros hacia el sector privado (Beck *et al.*, 2000). Por su parte, Levine *et al.* (2000) muestran que el crédito bancario es un buen predictor del crecimiento económico.

⁶⁴ Entre otros autores que han utilizado esta medida para comparar los sistemas financieros de diferentes países podemos citar a Wurgler (2000), Harris (1997), Beck *et al.* (2000) y Beck y Levine (2004).

⁶⁵ Entre otros autores que han utilizado esta medida para comparar los sistemas financieros de diferentes países podemos citar a Andrés *et al.* (1997) y Beck *et al.* (2000).

México, Brasil y España que registran los menores niveles de depósitos bancarios sobre el PIB ofrecidos a las empresas, y por lo tanto un leve crecimiento de los mismos origina un elevado indicador. En un extremo opuesto se registra este indicador para Alemania y Japón, donde ambos países son considerados iconos del sistema financiero orientado hacia los bancos, pero cuya evolución en la importancia relativa de los depósitos bancarios es sensiblemente diferente.

Si repetimos este análisis con la evolución de los créditos bancarios a empresas no públicas observamos que destacan los casos de Brasil y el Reino Unido donde los créditos se han más que duplicado en términos relativos a partir del año 1985. Esta evolución llama la atención por dos motivos. En primer lugar, estos resultados no tienen parangón con ninguno de los demás países seleccionados. En segundo lugar, el origen legal de estos dos países es opuesto. Brasil pertenece a la *civil-law* francesa mientras que el Reino Unido basa su estructura legal en la *common-law* inglesa. Sin embargo, el caso particular del Reino Unido permite observar que es un país en donde se han conjugado una estructura de mercado con una fuerte participación de los bancos tanto como captadores y colocadores de fondos de y a las empresas (Allen y Gale, 2001). Prueba de ello son las elevadas ratios así de depósitos como de créditos bancarios registrados al comienzo de 1985 en comparación con aquellas alcanzadas en Brasil. A continuación destacan los casos de España e Italia donde la ratio aumenta alrededor del 50% y por último están los casos de los Estados Unidos, Francia y Japón donde la ratio se incrementa alrededor del 10% en 15 años. Es cierto, sin embargo, que los dos países que tienen menor volumen de créditos bancarios sobre el PIB son los únicos en los que el crecimiento de los créditos supera al crecimiento de los depósitos durante los últimos 15 años. Observamos por tanto, que la evolución del sistema bancario en estos países no se puede explicar en función del sistema legal del país. Mas bien, parecen influir factores geopolíticos en tal evolución y en cualquier caso es una evolución con características propias en cada economía. Un argumento similar nos es mostrado por Bottazzi *et al.* (2009), quienes no tardan en señalar que en ausencia de reformas que fortalezcan el sistema legal, las imitaciones ciegas que hagan las economías del mercado financiero de los Estados Unidos está lejos de llegar a ser un acto exitoso. En consecuencia, la evolución propia de cada economía y la adopción de aquellos elementos que se ajusten a las características propias del país, desechando así el resto,

parece ser el enfoque observado en relación al crecimiento y evolución tanto de los sistemas legales como de los mercados financieros en los países.

Por su parte, observamos también una diferente evolución en la importancia relativa de los mercados financieros en cada economía. Así, mientras España se destaca por ser el país en el que más creció tanto la capitalización bursátil como el volumen de activos negociados en sus mercados bursátiles, Japón presenta crecimientos negativos en ambos ratios como muestra de la pérdida de peso relativo de los mercados financieros en su economía, si bien es cierto que es el país que presenta mayores valores de capitalización sobre PIB y de acciones negociadas sobre PIB al principio del período. Tanto el Reino Unido como Alemania presentan una evolución muy similar con importantes crecimientos en la importancia relativa de sus mercados financieros pero no tan importantes como en otros países: Francia, Italia o Chile. Los Estados Unidos se sitúan en un punto intermedio dentro de los países elegidos. En definitiva, observamos que mientras España se destaca por tener uno de los mayores incrementos relativos tanto de la importancia de su sistema bancario como de sus mercados financieros, en Japón observamos bajos crecimientos de las ratios relativas al sector bancario y pérdida de importancia de sus mercados financieros. Por su parte, en el Reino Unido se observa el mayor incremento en las ratios que miden la relevancia del sistema bancario, pero uno de los menores crecimientos en las ratios relativas a los mercados bursátiles, y en los Estados Unidos los menores crecimientos en depósitos y créditos bancarios y crecimientos moderados en la importancia relativa de los mercados bursátiles. Los casos particulares de México y Brasil dan cuenta que tanto la capitalización de mercado como los activos negociados en el mercado de acciones durante todos los subperíodos de análisis son pequeños en relación al PIB generado por cada país. Este hecho nos advierte que el tamaño del mercado de capitales es relativamente pequeño en ambos países.

En consecuencia, si bien es cierto la capitalización de mercado más que se duplicó para ambos países entre 1985 y 2001, también se debe reconocer que dicho indicador es muy elástico frente a cualquier incremento de la capitalización. El análisis es análogo para las variaciones en los activos negociados en el mercado de capitales. Finalmente, en Chile destaca que tanto la importancia relativa de su sector bancario como la de sus mercados bursátiles crecen algo más de lo que se han observado en los

Estados Unidos a lo largo de estos 15 años, pero mucho menos que otros países de la *civil-law* como España, Francia e Italia.

El indicador de estructura financiera registrado en la columna 5 asocia la ratio de capitalización de mercado con los créditos bancarios colocados en las empresas durante un ejercicio comercial. Prácticamente en todos los países de la muestra, a excepción de Japón y Brasil, esta ratio ha registrado una tendencia creciente, especialmente en los casos de Chile, España y Francia. Durante los años 1995-7 en Chile este indicador de la estructura financiera alcanza su máximo. La explicación de este hecho radicaría en que durante ese período en Chile se experimentaron las mayores tasas de crecimiento del país (Gallego y Loayza, 2000 a).

Estos resultados hacen prever que en mayor o menor medida los países tienden a adoptar ciertas características tanto en el desarrollo de sus mercados de capitales como en la penetración de la participación bancaria como oferentes de recursos. Estos resultados no deben ser subestimados, sino más aún, en su conjunto nos pueden indicar que el crecimiento de las economías también debería ir acompañado con un desarrollo del sistema financiero, y en términos específicos, de aquella parte del sistema financiero, llámese mercado o banca, que mejor se ajuste al crecimiento conjunto de la economía.

A pesar de lo anterior, los elementos propios tanto de las economías orientadas a la banca como de aquellas orientadas al mercado siguen estando presentes en cada sistema financiero. Una de las características que da cuenta ello son los elevados índices de concentración bancaria en las economías de la *civil-law* en comparación a las registradas en los países de la *common-law* (Cetorelli y Gambera, 2001; Carlin y Mayer, 2003). La concentración bancaria ha sido medida como el promedio de la participación de mercado de los cinco bancos más grandes para el período 1989-96 según Cetorelli y Gambera (2001). En la tabla 2 se observa que los Estados Unidos poseen la concentración bancaria más baja en comparación, a los países orientados hacia los intermediarios. Un resultado que parece paradójico, pero que sin embargo apoya los indicadores observados tanto de créditos como de depósitos bancarios es la importante participación del sector bancario en los créditos de las empresas británicas. En este caso, los cinco bancos más importantes alcanzan una participación de mercado de 65% que es la mayor observada para los países de la muestra.

Finalmente, en relación a las características que presenta la concentración de la propiedad de la deuda en los distintos entornos institucionales, un punto importante que destacan Esty y Megginson (2003) es que si bien la deuda no tiene los derechos de control asociados a los capitales propios, a excepción de los escenarios de riesgo de impago, la estructura de la propiedad de la deuda afecta de forma directa a los incentivos de control, los costes de recontractación de la deuda y la eficiencia que emplean los distintos acreedores en disuadir a sus clientes para que lleven a cabo la dirección de la empresa en función de las cláusulas contractuales, tres funciones asociadas tradicionalmente a la deuda bancaria. En definitiva, Esty y Megginson (2003) vienen a concluir que la concentración de la propiedad de la deuda y en especial del tipo de acreedor, son producto de las necesidades de garantizar el ejercicio de derechos tanto de inversores como de acreedores frente a los potenciales perjuicios que puedan sufrir como consecuencia del desempeño de las empresas en las que han colocado sus fondos.

Tabla 2. Análisis descriptivo de los sistemas financieros entre países

País	Período	Origen Legal	Dop. Banc. sobre PIB	Cred. Banc. sobre PIB	Capit. del Mto. Acc. sobre PIB	Activos Neg. en el Mto. Acc. sobre PIB	Estructura Financiera			Concentración Bancaria	Participación Actuarial	Derechos de los Accionistas	Derechos de los Acreedores	Riesgo de Explotación	Prop. Bancaria en Inst. No Financieras	Obligatoriedad de los Contratos	Índice de Complicación	Instituciones	Deuda CP	Deuda Inst. Financ. CP	Deuda LP	Deuda Inst. Financ. LP
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
Estados Unidos	1985-7	Common-law Inglesa	0.795	0.674	0.539	0.384	0.800	0.20	0.20	5	1	9.98	Restringido	9.17	2.27	n/d	22.963	1.823	20.873	4.5		
	1990-2		0.755	0.665	0.616	0.332	0.926									n/d	27.943	3.26	23.973	6.891		
	1995-7		0.713	0.625	0.974	0.949	1.558									n/d	27.15	2.717	20.164	5.764		
	2000-1		0.817	0.732	1.332	3.067	1.820									n/d	26.888	2.332	19.74	5.193		
	Variación % 1985-2001		2.77%	8.61%	147.12%	698.70%	127.54%									n/d	17.09%	27.92%	-5.43%	15.40%		
Reino Unido	1985-7	Common-law Inglesa	0.662	0.637	0.71	0.319	1.115	0.65	0.19	5	4	9.71	Irrestringido	9.06	1.65	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	1990-2		1.123	1.117	0.879	0.315	0.787									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	1995-7		1.143	1.136	1.267	0.67	1.115									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	2000-1		1.284	1.281	1.575	1.299	1.230									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	Variación % 1985-2001		93.96%	101.10%	121.83%	307.21%	10.31%									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
Alemania	1985-7	Civil-law alemana	1.172	0.925	0.194	0.175	0.210	0.39	0.48	1	3	9.90	Permitido	8.74	1.87	0.318	49.14	6.82	7.05	3.781		
	1990-2		1.122	0.9	0.204	0.244	0.227									0.575	51.3	7.911	6.078	3.557		
	1995-7		1.363	1.054	0.27	0.27	0.256									0.786	51.293	7.139	6.205	3.894		
	2000-1		1.492	1.191	0.593	0.671	0.498									1.128	46.915	5.896	5.821	3.371		
	Variación % 1985-2001		27.30%	28.76%	205.67%	283.43%	137.40%									254.72%	-4.53%	-13.55%	-17.43%	-10.84%		
Chile	1985-7	Civil-law francesa	0.538	0.469	0.174	0.015	0.371	0.43	0.45	5	2	7.50	Prohibido	7.06	3.20	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	1990-2		0.419	0.398	0.573	0.043	1.440									0.088	13.841	4.859	14.128	6.882		
	1995-7		0.488	0.48	0.934	0.124	1.946									0.164	15.841	5.053	11.533	6.478		
	2000-1		0.619	0.605	0.759	0.073	1.255									1.153	15.216	6.148	13.701	6.796		
	Variación % 1985-2001		15.06%	29.00%	336.21%	386.67%	238.15%									1210.20%	9.90%	26.50%	-3.00%	-1.20%		
España	1985-7	Civil-law francesa	0.594	0.654	0.145	0.067	0.222	0.50	0.51	4	2	9.52	Irrestringido	6.88	4.52	1.449	32.852	8.539	23.437	13.687		
	1990-2		1.054	0.805	0.225	0.074	0.280									2.22	39.097	8.016	18.629	10.746		
	1995-7		1.025	0.731	0.37	0.44	0.506									3.551	36.743	6.077	17.843	9.701		
	2000-1		1.174	0.968	0.727	1.6	0.751									3.167	35.738	4.461	19.824	7.008		
	Variación % 1985-2001		97.64%	48.01%	401.38%	2288.06%	238.74%									118.56%	8.78%	-47.76%	-15.42%	-48.80%		
Japón	1985-7	Civil-law alemana	1.139	0.984	0.731	0.547	0.743	0.32	0.18	4	2	9.67	Restringido	8.33	3.14	1.059	48.437	18.402	27.973	19.85		
	1990-2		1.29	1.151	0.938	0.326	0.815									1.16	43.989	14.997	29.99	20.866		
	1995-7		1.258	1.123	0.666	0.263	0.593									1.309	41.892	14.326	31.069	21.628		
	2000-1		1.345	1.096	0.639	0.503	0.583									1.796	38.516	11.667	28.868	19.134		
	Variación % 1985-2001		18.09%	11.38%	-12.59%	-8.04%	-21.52%									69.59%	-20.48%	-36.60%	3.20%	-3.61%		
Francia	1985-7	Civil-law francesa	0.897	0.764	0.149	0.065	0.195	0.44	0.34	3	0	9.65	Permitido	7.86	3.15	0.74	38.816	4.724	31.018	7.523		
	1990-2		1.037	0.94	0.271	0.093	0.288									1.082	36.861	3.869	28.719	6.916		
	1995-7		1.019	0.842	0.365	0.233	0.433									1.721	38.479	3.501	25.396	4.395		
	2000-1		1.042	0.848	0.924	0.826	1.090									2.408	40.308	3.032	22.745	3.884		
	Variación % 1985-2001		16.16%	10.99%	520.13%	1170.77%	458.71%									225.41%	3.84%	-35.82%	-26.67%	-48.37%		
Brasil	1985-7	Civil-law francesa	0.209	0.117	0.138	0.079	1.172	0.50	0.57	3	1	7.62	Irrestringido	5.39	6.45	n/d	n/d	n/d	52.000	n/d		
	1990-2		0.260	0.175	0.086	0.033	0.491									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	1995-7		0.395	0.286	0.235	0.170	0.822									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	2000-1		0.423	0.278	0.290	0.147	1.043									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	Variación % 1985-2001		102.19%	136.64%	110.52%	86.17%	-11.04%									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
México	1985-7	Civil-law francesa	0.149	0.075	0.037	0.051	0.496	0.66	0.64	1	0	7.29	Restringido	4.92	6.76	n/d	n/d	n/d	59.000	n/d		
	1990-2		0.238	0.174	0.230	0.097	1.319									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	1995-7		0.297	0.204	0.282	0.127	1.378									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	2000-1		0.332	0.110	0.104	0.071	0.942									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
	Variación % 1985-2001		122.09%	47.19%	179.50%	38.79%	89.89%									n/d	n/d	n/d	n/d	n/d		
Italia	1985-7	Civil-law francesa	0.666	0.485	0.145	0.05	0.299	0.38	0.58	1	2	9.35	Permitido	6.59	5.55	2.311	45.74	11.894	19.714	9.549		
	1990-2		0.744	0.559	0.132	0.028	0.236									3.353	49.052	13.377	18.856	9.626		
	1995-7		0.783	0.556	0.204	0.111	0.367									3.151	48.724	10.969	15.606	7.753		
	2000-1		0.928	0.746	0.564	0.616	0.756									4.997	48.437	10.273	13.138	6.313		
	Variación % 1985-2001		39.34%	53.81%	288.97%	1132.00%	152.88%									116.23%	5.90%	-13.63%	-33.36%	-33.89%		

Fuente: Columnas (1) a la (4), elaboración propia a partir de Beck *et al.* (2000). Columna (5) elaborada según Carlin y Mayer (2003). La concentración bancaria, columna (6) fue obtenida de Carlin y Mayer (2003), el dato para Chile corresponde a la participación de mercado de los cuatro bancos más grandes según el Instituto Libertad y Desarrollo (1999). Columna (7) a (12) fueron obtenidas de La Porta *et al.* (1998). Columna (13) fue obtenida de Fan *et al.* (2011). Las columnas (14) a la (18), elaboración propia a partir de la base de datos BACH. Los resultados registrados para Chile han sido elaborados de la Base de datos FECU. Los datos de deuda de largo plazo para Brasil y México fueron tomados de Fan *et al.* (2011).

2.3.2 Gobierno corporativo y sistemas financieros

Denis y McConnell (2003) señalan a la investigación llevada a cabo por La Porta *et al.* (1998) como la piedra angular de los trabajos de la segunda generación centrados en el estudio del sistema financiero de los países. En este último estudio, sus autores postulan que la magnitud en la cual la legislación de los países proteja los derechos de los inversores será determinante en el desarrollo tanto de las finanzas como en el gobierno de las empresas. La evidencia empírica que registran indica que existen diferencias significativas entre los países según el grado de protección al inversor. En aquellos con una baja protección al inversor estarán caracterizados por una alta concentración de la propiedad y por unos mercados de valores poco significativos. Encuentran además que la legislación en los países de la *common-law* otorga una protección mayor a los accionistas en comparación con los países de la *civil-law* francesa. La aplicación de la legislación es más fuerte en los países de la *civil-law* germana y escandinava que en los países de la *common-law*; mientras que la forma más débil de aplicación de la legislación se observa en los países de la *civil-law* francesa.

Al respecto, y usando comparaciones entre países, una parte no pequeña del flujo literario ha documentado una relación entre las reglas legales y elementos tales como la propiedad corporativa, las políticas financieras adoptadas por las empresas y la colocación de capital que hacen tanto el mercado financiero como los bancos. La Porta *et al.* (2002) muestran que la mayor protección al inversor en los sistemas de la *common-law* permite a los inversores mantener una menor proporción de la propiedad de los capitales propios sin temer a ser expropiados por los accionistas mayoritarios o algún otro tipo de *stakeholder* interno. Como resultado de este proceso, se observa una propiedad más difusa en aquellos países con mayor protección al inversor (Esty y Megginson, 2003).

Basado entonces en los argumentos precedentes, en la tabla 2 se aprecia que la concentración de la propiedad de las empresas de México, Brasil, Italia, España, Alemania y Chile es muy elevada; situándose en un lado opuesto las empresas de Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos. Se observa, en consecuencia, una clara diferencia en la concentración de la propiedad que pudiera estar relacionada con la estructura legal de cada país (Lefort y Walker, 1999, 2000 a). Estos datos hacen eco de los hallazgos de

Lefort (2003) para el caso particular de Chile, y de Majluf *et al.* (1998) para el caso de un conjunto de países. Majluf *et al.* (1998) indican que la concentración de propiedad de las empresas más grandes de países basados en la *civil-law* —Chile (40%), Alemania (22%) y España (51%)—⁶⁶ es en promedio muy superior a la de los países dominados por el sistema financiero de la *common-law* —Estados Unidos (5%) y el Reino Unido (5%)—. ⁶⁷ Al hilo de estos argumentos, en su trabajo sobre gobierno corporativo y control, Franks y Mayer (1997) señalan que en el Reino Unido y en los Estados Unidos la propiedad se encuentra muy dispersa en un amplio número instituciones y personas físicas. Gran parte de los capitales propios de las empresas del Reino Unido se encuentra en manos de instituciones, pero que ninguna institución posee una gran propiedad en ninguna empresa.

Debe ser reconocido también que el rol de los inversores institucionales ha sido determinante en los mercados emergentes. Las reformas de los fondos de pensiones y las iniciativas de privatización han comenzado a desarrollar *holdings* financieros en los países, y junto con ello, los mercados de capitales domésticos (Rodríguez, 1998; Lefort y Walker, 2002; Gillan y Starks, 2003). Un ejemplo palpable de ello han sido los fondos de pensión que actualmente son los principales accionistas minoritarios de las sociedades anónimas en Chile.

En su estudio acerca del efecto que tiene la propiedad institucional como mecanismo de gobierno corporativo en los distintos entornos institucionales, Gillan y Starks (2003) sostienen que este debate aún no ha recibido la suficiente atención. De cara a contribuir en el avance de estos estudios, los autores concluyen en su investigación que la especialización intrínseca en el control de los accionistas institucionales permite limitar los problemas de agencia. De este modo, debido a que todos los accionistas se benefician de este proceso de control ejercido por los accionistas institucionales sin incurrir en costes, sólo los grandes accionistas tendrán la

⁶⁶ El dato para España se obtuvo del trabajo de La Porta *et al.* (1998). El valor del 51% se refiere a la proporción de acciones en manos de los tres accionistas mayoritarios de las 10 empresas no financieras más grandes del país.

⁶⁷ Majluf *et al.* (1998) han encontrado que para las empresas chilenas existe no sólo una elevada concentración de propiedad, sino que además existe propiedad cruzada, es decir, que por una parte pocos accionistas mantienen una porción significativa de las acciones de la empresa y por otra, que controlan un significativo número de empresas en una economía. Lefort (2003) plantea que no sólo la estructura de propiedad de las empresas en Chile, sino que el marco legal y regulatorio que enfrentan estas empresas se ha desarrollado en respuesta a eventos relacionados con cambios políticos importantes y crisis como la de la deuda de 1982.

suficiente motivación para supervisar. Por tanto, las diferencias que se observan en el ejercicio de la supervisión son atribuibles en parte al sistema legal y regulatorio y en parte a la forma en la cual los mercados están involucrados en dicho control (Iglesias, 1999).

Giannetti (2003) estudia el efecto de los derechos de los acreedores y el grado en el cual éstos están protegidos sobre los créditos que colocan en las empresas. En un primer análisis el autor se centra en las empresas que no están cotizadas en los mercados accionariales, sugiriendo que debido a que este tipo de empresas carece de acceso a fuentes internacionales de financiación, éstas están sujetas a una mayor obligatoriedad de cumplimiento de sus responsabilidades crediticias en el mercado doméstico que las empresas que cotizan en bolsa.

Para efectuar una descripción del grado de protección de los accionistas y acreedores se han tomado los indicadores sintéticos de La Porta *et al.* (1998) reflejados en el coeficiente de derechos de los accionistas⁶⁸ que va desde 0 hasta 6 y el coeficiente de derechos de los acreedores⁶⁹ que va desde 0 a 4 (ver tabla 2). Adicionalmente, también se han registrado el índice de riesgo de expropiación⁷⁰ y la capacidad que

⁶⁸ El coeficiente agregado de los derechos de los accionistas es denominado por La Porta *et al.* (1998) como derechos del anticonsejo —*antidirector right*—. Este índice se compone agregando 1 cuando i) en el país se permite a los accionistas ejercer su derecho a voto por correo, ii) no se exige a los accionistas depositar sus acciones en forma previa a una junta general de accionistas, iii) es permitido una votación o representación proporcional de los accionistas minoritarios en el consejo, iv) no existen mecanismos opresivos de la conducta de los accionistas minoritarios, v) el porcentaje mínimo de acciones que es necesario para que un accionista convoque una junta extraordinaria de accionistas es menor o igual que el 10% (la media simple), o vi) los accionistas tienen derechos preferenciales que pueden ser renunciados sólo a través del derecho a voto de los accionistas. En consecuencia, el índice va desde 0 a 6.

⁶⁹ Este es un índice agregado de los diferentes derechos de los acreedores (La Porta *et al.*, 1998). El índice es formado agregando 1 toda vez que i) el país posee restricciones, tales como la concesión de créditos o dividendos mínimos para interponer una demanda de reorganización, ii) los acreedores que se encuentran asegurados son capaces de tomar posesión de sus títulos una vez que la petición de reorganización ha sido aprobada (aunque no de forma automática), iii) los acreedores que se encuentran asegurados son jerarquizados primeros en la distribución de los flujos que resulten de la liquidación de los activos de una empresa en quiebra, y iv) los deudores no retienen la administración de su propiedad pendiente de la resolución de la reorganización de la empresa. Como resultado el índice va desde 0 a 4.

⁷⁰ Corresponde a la evaluación ICR de riesgo de “confiscación total” o “nacionalización forzada” (La Porta *et al.*, 1998). El índice corresponde al promedio de los meses de abril y octubre entre 1982 y 1995. El índice va desde 0 a 10, donde a menor índice existe mayor riesgo de expropiación.

tienen los bancos de tener propiedad accionarial en instituciones no financieras según Barth *et al.* (2004).

Los países que registran los más altos coeficientes de derechos de los accionistas son los Estados Unidos, el Reino Unido y Chile. En segundo lugar de la muestra de países se encuentran España y Japón. Quienes observan los más bajos indicadores son Alemania, México e Italia. Según los postulados esgrimidos anteriormente, la débil protección de los derechos de los accionistas debiera ir acompañada de una estructura de propiedad altamente concentrada. Esta relación es patente en el caso de los Estados Unidos y el Reino Unido, donde se observa una alta protección de los accionistas y por lo tanto la respuesta como mecanismo de gobierno de una elevada concentración de propiedad se hace menos necesaria (20% y 19% respectivamente de la propiedad se encuentra entre los tres mayores accionistas de las 10 empresas no financieras más grandes por país). Paradójicamente, el caso de Chile pese a tener un índice de protección de los derechos de los accionistas similar al registrado por estos países de la *common-law*, posee también una elevada concentración accionarial. Aparentemente, en el caso de Chile se estarían conjugando las particularidades de su sistema financiero perteneciente a la *civil-law* con algunas características propias de aquellas economías de la *common-law*. Los países que han descendido de la raíz de la *civil-law* presentan, en términos relativos, la relación postulada por La Porta *et al.* (1998) y Shleifer y Vishny (1994 y 1997), es decir, una estructura de propiedad muy concentrada frente a una débil protección de los derechos del accionariado.

Estos resultados también deben ser analizados a la luz del indicador del riesgo de expropiación de los accionistas registrado en la tabla 2. Chile (7,50), Brasil (7,62) y México (7,29), a diferencia de los Estados Unidos y los demás países europeos considerados, registran la mayor propensión a que los accionistas de las empresas sean expropiados, tanto por el riesgo de confiscación como por el de nacionalización.

De forma complementaria, también se ha incluido en la tabla 2 la columna 13 que identifica el índice de corrupción del país. Dicho índice corresponde al Índice de Percepción de Corrupción que ha sido tomado de Fan *et al.* (2011). Este índice, preparado por *Transparency Internacional*, refleja la magnitud en la cual es percibida la corrupción entre políticos y órganos de gobierno, donde la corrupción es definida como el abuso de bienes públicos en beneficio privado. El indicador tiene un rango de 0 a 10, donde a medida que mayor es el indicador, más severa es la corrupción. Por

consiguiente, cuando el sistema legal tenga menos integridad habría de esperarse un mayor uso relativo de deuda que de capitales propios. De forma análoga, la deuda de corto plazo sería usada en términos relativos mayores que la deuda de largo plazo cuando el sistema legal posee menos integridad, debido a que la deuda de corto plazo limita el potencial de expropiación de los derechos de los acreedores (Fan *et al.*, 2011). Por lo tanto, considerando la columna que nos señala el índice de corrupción de la tabla 2, podemos observar que los países del entorno anglosajón poseen un sistema legal y financiero más transparente en comparación al registrado para los países del entorno de la *civil-law*. Un caso particular corresponde al de Alemania que tan sólo alcanza un indicador de corrupción de 1,87. En el contexto de los países americanos, observamos que Brasil (6,45) y México (6,76) poseen elevados indicadores de corrupción. No obstante, el caso de Chile (3,20) posee un indicador similar al observado en los países europeos y Japón. Esta conducta del sistema financiero de Chile y de sus mecanismos de gobierno puede estar explicada por los cambios institucionales introducidos por el país que han permitido el desarrollo de los mercados financieros así como una mejora en la protección de los inversores y la aplicación de un conjunto de fuertes sanciones frente a acciones fraudulentas tanto por parte de empresas como de personas (Lefort y Walker, 2000 b).

Aparentemente, el entorno geopolítico en el cual se desenvuelven las empresas del centro y sur de América hace que el riesgo de expropiación que tengan que asumir sus accionistas sea mayor. En consecuencia, la elevada concentración de sus estructuras de propiedad podría ser la respuesta para mitigar este riesgo.

La protección de los derechos de los acreedores, por su parte, se encuentra mejor garantizada por la estructura legal británica que cualquier otro país de nuestra muestra. A ésta le secunda Alemania, observándose la mayor desprotección de los acreedores en Francia y México. Shleifer y Vishny (1997) argumentan que un buen mecanismo de gobierno corporativo se encuentra en una apropiada combinación de protección legal, por una parte, y en alguna forma de concentración de propiedad. Los Estados Unidos y el Reino Unido descansan en cierta medida en una protección más fuerte, mientras que en Alemania y Japón los sistemas se encuentran caracterizados por una débil protección legal pero por una mayor concentración de la propiedad. Al hilo de estos argumentos, Franks y Mayer (1997) señalan que los diferentes patrones en la propiedad de las empresas en el Reino Unido y en Francia y Alemania crean diferentes incentivos y

mecanismos de gobierno corporativo. La concentrada propiedad puede ser vista como un incentivo de las relaciones de largo plazo entre la empresa y sus inversores. Sin embargo, la elevada participación accionarial también puede llevar a costes de retraso en llevar a cabo acciones correctivas, particularmente si los propietarios no reciben beneficios monetarios por gestionar la empresa.

Estos resultados también pueden ser corroborados por la participación bancaria en instituciones no financieras. Uno de los mecanismos que utilizan los bancos para asegurara el cumplimiento de las obligaciones de sus deudores es la participación directa en el consejo directivo o en las acciones de las empresas (Kroszner y Strahan, 2001). La tabla 2 también nos desvela que el único país de la muestra que presenta una prohibición a que los bancos tengan participación accionarial en instituciones no financieras es el caso de Chile.⁷¹ En Italia, Francia y Alemania es permitido, en los Estados Unidos, Japón y México existen restricciones a este tipo de operaciones, mientras que es una actividad sin restricciones en el Reino Unido, España, Brasil. En consecuencia, se puede observar una gran diferencia en la capacidad que tienen los bancos para poder ejercer un control directo sobre las empresas en las cuales han colocado sus fondos de cara a asegurar la recuperación de dichos fondos.

Ergungor (2004) sostiene que en un entorno donde los inversores individuales no están motivados a colocar sus fondos en ausencia de una fuerte protección legal — *court protection*, en sus términos— debido al riesgo de acciones fraudulentas o riesgo moral, los bancos aún bajo estas condiciones estarán dispuestos a ofrecer sus créditos a las empresas pues este tipo de instituciones financieras es capaz de ejercer influencias en la conducta de las empresas a través de la amenaza de negarle o restringirle los servicios que solamente los bancos son capaces de ofrecer. Este hecho conduce a que los bancos sean los oferentes de fondos dominantes en los países de la *civil-law* donde los derechos de los inversores individuales se pueden ver mayormente dañados. En consecuencia, la elevada concentración bancaria registrada en México (66%), Chile (43%), España (50%) y Brasil (50%) podría tener su origen en estos argumentos.

⁷¹ En términos particulares, el sistema financiero chileno permite la participación de los bancos en el capital social de otros bancos pero no en el de las empresas no financieras, según la Ley General de Bancos, Título IX, Párrafo 1, Artículos 70, 71, y 72, y en el Párrafo 2, Artículos 74 y 75.

Del mismo modo, Ergungor (2004) también concluye que las empresas prefieren los mercados como la fuente primaria de fondos en los países de la *common-law* donde el sistema legal es suficientemente efectivo en resolver los conflictos entre las empresas y los inversores individuales. El autor señala además que en los países de la *common-law* existe mejor protección de los inversores y que la protección de los acreedores es de poco valor en los países de la *civil-law* donde los bancos pueden resolver los conflictos sin intervención de las instituciones legislativas.

Finalmente, el trabajo del autor puede ser también entendido como uno de aquellos pertenecientes a la segunda generación literaria en la línea de los sistemas financieros, en tanto y en cuanto reconoce la existencia de una convergencia entre las tradiciones de la *civil* y *common-law* a partir de finales del siglo veinte. Su principal aporte radica en señalar que tanto la tradición legal de los países como las condiciones económicas prevalecientes determinan en forma conjunta si un país posee una orientación hacia la banca o hacia el mercado. Similar postura es adoptada también por el modelo teórico de Aguilera y Jackson (2003), donde reconocen que el enfoque institucional explica en buena forma las prácticas de gobierno corporativo a nivel empresa en términos de los factores institucionales que condicionan cómo son definidos y representados los intereses de los diversos partícipes.

2.3.3 Endeudamiento de las empresas según su entorno institucional

La configuración de la estructura de capital entre las empresas pertenecientes a entornos institucionales distintos posee sus propias características. Por ejemplo, existe la idea ampliamente aceptada de que en ciertos países, tales como Japón, se mantienen ratios de apalancamiento más altas que en los Estados Unidos. Los distintos grados de perfección de los mercados, o dicho de otro modo, los grados incompletos de innovación financiera a lo largo de las diversas fronteras pueden dar origen a diferentes ratios del binomio deuda a capitales propios entre los países (Ronn y Senbet, 1995; Bancel y Mittoo, 2004). Por ejemplo, si un mercado de capitales doméstico es más complejo y relativamente más completo, las ratios de apalancamiento extranjero pueden ser mayores que los niveles domésticos para permitirse un mayor poder de completitud

de mercado. Del mismo modo, las empresas multinacionales generalmente son consideradas como más complejas que las empresas nacionales, y por lo tanto se encuentran más apalancadas que las empresas domiciliadas en el país de origen (Ronn y Senbet, 1995).

Los datos nos desvelan que al considerar las ratios de endeudamiento soportado en los libros de las empresas, podemos observar que en los casos de Italia, Alemania, España, Japón y Francia son las que presentan mayores niveles de deuda a corto plazo frente a los Estados Unidos y sobre todo Chile que son las que presentan menores niveles de endeudamiento a corto plazo. De estos países destacan los Estados Unidos y Francia por sus bajos niveles de deuda bancaria a corto plazo; mientras que en Japón e Italia se observan los mayores niveles de deuda bancaria a corto plazo. Las empresas con los volúmenes más elevados de deuda a largo plazo se encuentran en Japón y Francia, mientras que en el lado opuesto se sitúan las de Alemania. La deuda a largo plazo de naturaleza bancaria es especialmente relevante en Japón y España mientras que en las empresas de Alemania y los Estados Unidos es donde tiene una menor importancia. Cuando comparamos España y Chile, observamos que el endeudamiento tanto a corto como a largo plazo en Chile se encuentra relativamente equilibrado, presentando porcentajes no muy divergentes entre el endeudamiento a corto y a largo plazo sobre el total de activos. Sin embargo, en el caso español, podemos ver que la mayor fracción del endeudamiento está concentrada en los vencimientos inferiores a un año. Este comportamiento por parte de las empresas españolas es comparable al registrado por los demás países cuya arquitectura financiera pertenece a la *civil-law*. Sin embargo el comportamiento de las empresas chilenas es más concomitante con los resultados observados en los Estados Unidos donde la participación de la deuda de corto y largo plazo se encuentra más equilibrada dentro de la estructura de capital de las empresas en su conjunto.

En su conjunto, se puede apreciar que las diferentes economías muestran las cualidades distintivas de cada sistema legal que en ellas impera. Estas diferencias se aprecian tanto en términos de la representatividad que tienen los mercados como oferentes de fondos en los países de la *common-law* como en aquellos donde los bancos constituyen la oferta principal de fondos para la financiación de los proyectos de inversión de las empresas como ocurre en los países de la *civil-law*. Por otra parte, existe también una distinción entre la participación de los bancos tanto en el mercado de

crédito, como en el capital social de las empresas, aunque bien es cierto que este último factor no presenta una distinción tan clara entre los países. Otro elemento diferenciador de los sistemas financieros y más específicamente de los servicios financieros ofrecidos por éstos corresponde al amplio abanico de mecanismos de gobierno corporativo presentes en cada sistema. Las diferencias en la protección legal ofrecida a los acreedores también son amplias en cada entorno institucional. Luego serán estos y otros elementos los que harán más elevadas o más bajas las barreras a las diversas fuentes de financiación de las empresas, y en consecuencia condicionarán la elección de su estructura de capital.

2.4 EFICIENCIA DE LOS MODELOS FINANCIEROS DE LOS PAÍSES ORIENTADOS A LA BANCA EN FUNCIÓN DEL MARCO LEGAL

Hasta el momento hemos hablado de las fortalezas y debilidades de cada uno de los sistemas legales y modelos financieros en términos teóricos en relación al comportamiento que debieran optar las diferentes economías pertenecientes a uno u otro sistema financiero. Luego hemos introducido los elementos que serán incluidos en nuestro análisis empírico y que se encuentran enfocados a la consideración de los servicios financieros aportados por estos sistemas para la financiación de las empresas. Sin embargo, hasta ahora no hemos hecho referencia al comportamiento de estos sistemas financieros en función del entorno en el cual operan. Claramente, hemos de esperar que los méritos y virtudes relativas de cada sistema legal varíen en función del entorno en el cual se encuentren presente.

Tomando los argumentos de Glaeser y Shleifer (2002) entonces, este análisis de las visiones del origen político y legal de los sistemas financieros es relevante y debe ser tenido en cuenta. De acuerdo a la visión política (La Porta *et al.*, 1999), los orígenes legales son relevantes porque las sociedades que desean intervenir más en el funcionamiento de sus empresas son conducidas a elegir la *civil-law* dado que ésta faculta a los gobiernos con tales herramientas de regulación. De acuerdo a la visión

legal (La Porta *et al.*, 2000), los orígenes legales son relevantes porque la estructura interna de la *civil-law* por sí misma necesita mayor intervención por parte del gobierno.

En lo que resta de este acápite se ofrece un marco comparativo de ambos sistemas en función del entorno en donde se encuentren presente, para posteriormente centrarnos específicamente en el estudio de las diferencias en los países orientados a la banca en función de las características del marco legal.

2.4.1 Un marco comparativo en términos de la eficiencia de cada sistema legal

El sistema legal de la *common-law* se basa fuertemente en la protección legal y en la obligatoriedad judicial, mientras que el sistema de la *civil-law* se reconoce autoobligacionista, donde sólo se requiere la protección básica de los derechos de propiedad (Andrés *et al.*, 2005). Por lo tanto, según el planteamiento de Rajan y Zingales (2003), en los países con una débil protección legal y obligatoriedad judicial, no sólo el sistema legal de la *civil-law* es preferible, sino que además es la única opción. Evidencia empírica de este hecho puede ser recogida del reciente trabajo de Atanasov *et al.* (2005). En su investigación, los autores logran determinar que las modificaciones legales hechas al sistema de seguros en Bulgaria durante el 2002 ha hecho que las acciones desviacionistas —denominadas en su trabajo como *tunneling*— de la riqueza de los accionistas sean más costosas por parte de los directivos. Del mismo modo, los autores también observan que incrementos en la valoración y liquidez del mercado de capitales sugieren que los accionistas controladores y *managers* modifican su conducta desviacionista de la riqueza (tales como los precios de transferencia o la extracción de la riqueza de la empresa) hacia actividades que no destruyen valor. En consecuencia, como se puede observar, a medida que mejor es el sistema legal tanto en términos de la protección del interés de los accionistas como en reducir las fricciones del mercado, mayores garantías se ofrecen a los inversores minoritarios al momento de captar las recompensas propias de la aportación de fondos para el funcionamiento de las empresas.

Los beneficios reportados por el sistema de la *common-law* son mayores cuando existe mayor cantidad de información, cuando esta información es confiable y cuando ésta puede ser fácilmente difundida en el mercado. Por lo tanto, en una economía con empresas más grandes y formalmente establecidas se pueden captar los beneficios de forma más directa con este sistema legal. Así también, los beneficios de este sistema legal son mayores en economías donde la exposición o revelación de información de las empresas es confiable. Esto requiere, en consecuencia, que no existan sanciones ni restricciones a la emisión de información de las empresas. Los sistemas donde la visibilidad de las autoridades tributarias cambia dependiendo del volumen de información de dominio público no reúnen estas condiciones. De forma similar, los sistemas donde la corrupción es amplia también carecen de esta condición, puesto que hacen que los potenciales beneficios de la emisión de información se transformen en una desventaja al sobornar a los agentes partícipes de la emisión de este tipo de información.

La información transmitida por el sistema de precios es útil en el sentido de que ésta puede conducir a una recolocación eficiente de recursos. En una economía pequeña y homogénea, con limitadas oportunidades para la recolocación de recursos, el beneficio de tener esta información es también limitado. Por lo tanto, la ventaja comparativa del sistema de la *civil-law* versus el sistema de la *common-law* depende de forma crucial del tamaño y diversificación del mercado potencial en el que participa cada economía.

En suma, el sistema legal de la *civil-law* presenta una mayor eficiencia en términos del valor agregado de su contribución al crecimiento del país en tanto y en cuanto presente mercados y empresas de menor tamaño, cuando la protección legal es débil, cuando existe poca transparencia y cuando la innovación es principalmente incremental en vez de revolucionaria. Así, el sistema legal basado en la *civil-law* funciona mejor en los estados primarios de la industrialización donde las industrias a ser financiadas son intensivas en activos físicos, donde el sistema legal es ineficiente, y donde las industrias orientadas al desarrollo del conocimiento y nuevas tecnologías son de limitada importancia. Este sistema legal también se desempeña de mejor forma en presencia de economías pequeñas, cerradas y homogéneas (Atanasov *et al.*, 2005).

En contraste, la financiación en un sistema de la *common-law* presenta resultados superiores cuando tanto los mercados y las empresas son de gran tamaño, cuando además estas empresas se encuentran formalmente organizadas, en presencia de

una mayor obligatoriedad legal, el mercado es más transparente y cuando la innovación tiende a ser más revolucionaria. Así, a medida que las economías se desarrollan y se enfocan más en industrias intensivas en conocimiento como motores de crecimiento, un híbrido es quizá más efectivo.

2.4.2 Diferencias observables para el sistema legal de la *civil-law*

Retomando la senda del marco legal que describe a cada uno de estos sistemas, no podemos descartar las diferencias que es posible encontrar en función del entorno en donde actúen las empresas. Como ya hemos planteado con anterioridad, en el mundo real los sistemas legales y financieros no pueden ser clasificados como puramente pertenecientes a la *common-law* o *civil-law*. Hemos de entender que las diversas economías caen en un punto intermedio entre estas dos. La diferencia subyace en la importancia relativa con que se presente cada uno de estos modelos y de cómo son combinados sus diversos elementos componentes. En lo que resta de este capítulo, nos centraremos en dilucidar algunos de estos elementos con el objeto de configurar una imagen general acerca de las diferencias que pueden ser observadas incluso dentro de sistema legal de la *civil-law*, que corresponde al marco sobre el cual se efectuará el análisis empírico de este trabajo.

2.4.2.1 Concentración bancaria y la relación con los bancos

En el entorno dominado por la *civil-law* ha sido ampliamente reconocida la participación bancaria como fuente primaria de financiación de las carteras de inversión de las empresas. Sin embargo, también se debe reconocer que bajo este sistema legal, la banca como fuente de financiación puede o no estar concentrada. En consecuencia, si pocos bancos dominan gran parte del mercado, el control que éstos pueden ejercer sobre las empresas puede ser mayúsculo, en comparación a las economías donde a pesar de

existir una gran participación bancaria en la estructura de pasivos de las empresas, dicho pasivo se encuentra diversificado con un elevado número de créditos suscritos con distintos bancos. Por lo tanto, la fuerza que pueda tener este mecanismo de gobierno corporativo sobre las empresas dependerá de la presión relativa y la supervisión eficiente que puedan ejercer éstos en las empresas. De este modo, a medida que menor sea el número de bancos en la estructura de pasivos de la empresa, existirá entonces una mayor eficiencia en el control que cuando el número de bancos en los pasivos empresariales es elevado (Atanasov *et al.*, 2005).

De acuerdo con Allen y Gale (2001), una forma de distinguir los mercados financieros y los intermediarios financieros es por el tipo de relación que se forma cuando estas dos partes dan origen a una transacción financiera. Cualquier transacción financiera involucra necesariamente tiempo, de tal forma que cualquier transacción financiera establece una relación de algún tipo entre las partes que conforman la transacción. Por ejemplo, si una empresa vende bonos a los inversores, los inversores se convierten en partícipes de una empresa. No obstante, este puede ser un tipo de relación de muy corto plazo. Si existe una gran cantidad de inversores, éstos pueden vender sus participaciones en cualquier momento, de tal forma que sienten una menor motivación por el control de la empresa. Mientras que si la empresa logra conseguir un crédito bancario, se puede decir que se establece una clase de relación distinta. En primer lugar, este es un tipo de “relación uno a uno”, la cual se caracteriza por tener una probabilidad mayor de que sea una relación de largo plazo. Esta puede ser una relación múltiple (Allen y Gale, 2001), a medida que el banco ofrezca una gran cantidad de servicios a la empresa, y éstas den oportunidad al banco de captar información acerca de la empresa. Debería esperarse entonces que este tipo de relación dé origen a diversos flujos de información y diversos incentivos para controlar y cooperar.

Para el sistema legal de la *civil-law*, la participación bancaria en la estructura de pasivos de las empresas es de consideración. Sin embargo, las relaciones de largo plazo que las empresas puedan mantener con sus bancos pueden variar de forma considerable bajo este mismo sistema legal. Este hecho es explicado porque en este sistema legal puede observarse que unos pocos bancos pueden ser acreedores de las empresas dada la elevada concentración bancaria registrada en algunos países como Alemania, Chile y España. Mientras que en otros entornos las relaciones de largo plazo con los bancos se disemina a través de una gran cantidad de bancos comerciales. Más aún, dichas

relaciones son diluidas debido a la posibilidad de generar mercados de capitales internos con empresas del mismo grupo como ocurre en los *keiretsus* japoneses (Cai *et al.*, 1999). Por lo tanto, la relación bancaria de largo plazo, y el flujo de información empresa-banco puede ser más profunda en algunas economías que en otras, aún perteneciendo éstas a la misma arquitectura legal de la *civil-law*.

La relación que sostengan las empresas con los bancos también puede ser entendida como el número de acreedores bancarios con los que las empresas mantienen créditos para la financiación de sus proyectos. Al respecto, el trabajo de Ongena y Smith (2000) para un conjunto de empresas de 20 países europeos, documenta una gran variación entre los países en el número promedio de relaciones bancarias que mantienen las empresas. En su estudio no sólo incorporan variables procedentes de las características de las empresas, sino también variables correspondientes a la taxonomía del origen legal del país según la clasificación de La Porta *et al.* (1997). De su estudio, Ongena y Smith (2000) concluyen que las empresas mantienen en promedio un número mayor de relaciones bancarias en países con sistemas judiciales ineficientes y una pobre aplicabilidad de los derechos de los acreedores. Más aún, registran que el número promedio de relaciones bancarias está relacionado positivamente a la importancia relativa de los mercados de deuda pública de un país, pero negativamente relacionada a la importancia de sus mercados de capitales propios (acciones).

Gran parte de la diferencia en este tipo de relaciones es explicada por las características del origen del sistema legal de cada país. Para los países del sur de Europa tales como Italia, Portugal y España, pertenecientes a la raíz legal de la *civil-law* francesa, se observa que mantienen un alto número de relaciones bancarias; mientras que en los países del norte de Europa tales como Noruega y Suecia, cuyo origen legal yace en la *civil-law* escandinava, se documentan bajas relaciones bancarias. Incluso muchas de sus empresas sólo registran relación con un único banco (Ongena y Smith, 2000).

2.4.2.2 Participación bancaria en la propiedad de las empresas

Al hilo de lo anterior, otra situación también destacable en el sistema legal de la *civil-law* se produce cuando el marco regulatorio prohíbe o facilita la participación bancaria en la propiedad de las empresas. Según La Porta *et al.* (1998) es posible identificar una prohibición, restricción o irrestricción a la participación bancaria en las empresas. Cuando gran parte de los fondos captados a través de los intermediarios bancarios implica una participación directa de éstos en el control y supervisión del accionar de la empresa en virtud de los derechos de propiedad sobre el capital propio, nos encontramos frente a un eficiente mecanismo de gobierno corporativo que impele a la conducta de los directivos hacia aquella deseada por los accionistas. Este tipo de participación accionarial bancaria en las empresas que éstas financian también es posible de observar en entornos institucionales dominados por el mercado (La Porta *et al.*, 1998). Sin embargo, son en las economías cuyos sistemas legales corresponden a la *civil-law* con mecanismos de gobierno corporativo predominantemente internos donde más eficiencia se observa en términos de la supervisión. En consecuencia, creemos que el conjunto de estos factores individualmente considerados puede condicionar de forma distinta las decisiones de financiación de las empresas, que perteneciendo a su vez al mismo sistema legal, pueden usar la financiación a través de intermediarios como mecanismo de gobierno corporativo más o menos eficiente (Fan *et al.*, 2011).

2.4.2.3 Estructura de propiedad y el gobierno corporativo

Otro punto que debemos sacar a la palestra de la discusión corresponde a las particularidades de la estructura de propiedad de las economías cuyo sistema legal descende de la *civil-law*. Es posible observar en el amplio número de países de este sistema legal que las características de la estructura de propiedad de sus empresas pueden ser distinta. Un claro ejemplo de ello está representado por la separación entre la propiedad de los flujos de tesorería y los derechos de control que se observa en los países asiáticos producto del uso de estructuras de propiedad piramidales (Lemmon y

Lins, 2003), de forma más pronunciada que en los países bancarizados europeos. Esta situación en los países de Asia lleva a que los propietarios internos tienen tanto el incentivo como la capacidad para incurrir en la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios de una forma más aguda. En su análisis, Lemmon y Lins (2003) observan que el efecto de la crisis asiática no evidencia que las empresas con una separación entre los flujos de tesorería de los *managers* y los derechos de control exhiban cambios en el desempeño de forma distinta a aquellas empresas que no presentan tal separación entre los derechos de los flujos de tesorería y los de control.

Considerando el potencial de expropiación que se puede observar en los países cuyo sistema legal está dominado por la banca, Atanasov *et al.* (2005) viene a señalar que una forma importante a través de la cual la legislación puede afectar de forma directa las políticas de financiación de las empresas, corresponde a una inadecuada legislación sobre los activos que pueda permitir que los accionistas mayoritarios expropian —*tunneling*— la riqueza de los accionistas minoritarios. Los autores establecen que este tipo de conducta expropiatoria puede ocurrir vía mecanismos financieros u operacionales. La expropiación financiera —*financial tunneling*— implica transacciones tales como las ofertas secundarias para diluir la propiedad y, como consecuencia de ello, congelar las acciones en un menor valor de mercado. Por otra parte, la expropiación operacional —*operational tunneling*— se manifiesta a través de actividades contables como la modificación en los precios de transferencia, las compensaciones excesivas o la revalorización de los activos. Un claro ejemplo de lo anterior es que a partir del año 2002 se producen en Bulgaria, país cuya arquitectura legal es heredada de la *civil-law*, una serie de modificaciones en el entorno legal que permiten la reducción de este tipo de actividades que destruyen valor en las empresas. No obstante esto, aún muchos países de Europa del Este siguen sin presentar una estructura legal lo suficientemente sólida como para garantizar los derechos de los accionistas minoritarios que les proteja del riesgo de ser expropiados.

Otro ejemplo de las diferencias en las estructuras de gobierno corporativo viene expresado por Aguilera y Ermoli (2005). Los autores establecen que la importancia que los sistemas legales tienen en temas asociados al gobierno corporativo imperante en los países tales como los códigos de buen gobierno o la protección a los acreedores debe tenerse en cuenta también al analizar un mismo sistema financiero y legal. La legislación en los países descendientes de la *civil-law* francesa se funda principalmente

en los estatutos y códigos previamente establecidos (La Porta *et al.*, 1998). De acuerdo a estos autores, el sistema judicial es también importante y a su vez divergente, al menos en los países latinoamericanos. La Porta *et al.* (1998) señalan que del conjunto de estos países, el caso de Chile es el que presenta la mayor integridad y eficiencia del sistema judicial. Contrariamente a este caso, observan que Colombia y Brasil son los que poseen la mayor falta de una estructura legal formal y eficaz. Al respecto cabe señalar que Chile fue el primer país de Latinoamérica en reformar su estructura legal y regulatoria de gobierno corporativo, incluyendo dos hechos clave. En primer lugar la regulación bancaria y en segundo lugar el desarrollo de instituciones supervisoras (Aguilera y Ermoli, 2005). Esta situación dista mucho de la observada en países como Colombia y Venezuela, que presentan una brecha no menos importante en términos de la modernización de sus sistemas de gobierno corporativo y de sus economías en general.

En consecuencia, como en los ejemplos anteriores, es posible apreciar claras divergencias en la protección a los derechos de los accionistas minoritarios frente al riesgo de expropiación de su riqueza entre países pertenecientes a un mismo sistema legal. Observamos entonces que el enfoque u orientación que adopta cada país para dar un eficiente respaldo a los derechos de todos los partícipes del mercado no es homogéneo, ni tampoco tendríamos por qué esperar que así fuese. *De facto*, las modificaciones legales y los cambios institucionales que se introducen en cada economía prácticamente responden a acciones correctivas de los diversos hechos económicos.

2.4.2.4 Términos contractuales de contratos de deuda bancaria

Los derechos de los acreedores, los derechos de propiedad y la corrupción gubernamental también constituyen elementos determinantes de la forma en como se configuran los contratos de deuda bancaria para el sistema de la *civil-law*. Siguiendo el planteamiento de Qian y Strahan (2007), los derechos de los acreedores son de suprema importancia en determinar la protección legal básica de los bancos contra la posible expropiación por parte de las empresas a las cuales financian. Por otra parte, los derechos de propiedad especifican la habilidad de los acreedores para poder controlar el

riesgo de impago de los prestatarios. Estas consideraciones son rescatadas en el trabajo de los autores en donde comparan la estructura legal de 60 países, prestando especial atención en aquellos descendientes de la *civil-law*. Sus hallazgos muestran que la estructura de propiedad de la deuda —expresada a través de la deuda bancaria— posee distintas características para estos países de la *civil-law* en términos de las cláusulas contractuales tanto monetarias como no monetarias. Un claro ejemplo de ello es expresado cuando evidencian que la reducida concentración de los créditos, reflejada a través de un mayor número de participantes en un crédito, viene acompañada de una mayor probabilidad de que sean exigidos activos colaterales para garantizar el cumplimiento del servicio de la deuda. Una propiedad difusa de los créditos —que nuevamente puede reducir el riesgo de impago— puede complementar el colateral como mecanismo para resolver los problemas de control de los prestatarios. Qian y Strahan (2007) señalan, por ejemplo, que dicho comportamiento es claramente divergente para el caso de México y Brasil, que aún siendo países perteneciente a la doctrina legal de la *civil-law*, las exigencias colaterales a sus créditos bancarios son muy superiores a la media observada en el resto de países considerados en su muestra.

Finalmente, los autores registran diferencias en el contexto de países pertenecientes a la arquitectura legal de la *civil-law* con mercados financieros orientados hacia la banca. En términos particulares observan que los bancos recurren a una propiedad más difusa de los créditos, a un menor plazo de vencimiento de la deuda y a mayores tasas de interés para controlar a los prestatarios en aquellos países donde sean más marcados los vacíos legales para proteger a los derechos de estos acreedores bancarios. Al hilo de lo anterior, los autores señalan que los costes contractuales, medidos a través del formalismo legal, condicionan también las cláusulas contractuales de los créditos bancarios. En aquellas economías donde los formalismos legales son elevados, los bancos domésticos son el principal acreedor para las empresas que no cuentan con buenos *ratings* crediticios. En estos entornos, el plazo de vencimiento de los créditos tiende a ser mayor con el objeto de reducir los costes contractuales, mientras el uso de activos colaterales dados en garantía también tiende a ser más común con el fin de reducir el riesgo de impago.

En síntesis, no sólo hemos registrado diferencias entre los sistemas legales de la *common-law* y de la *civil-law*. Sino como hemos visto en los últimos apartados, también existen diferencias en cómo se configura un mismo sistema legal entre los países. Al

FACTORES INSTITUCIONALES

respecto, se aprecia que para el sistema de la *civil-law* tanto la relación que las empresas puedan mantener con sus bancos, la estructura de propiedad, el rol de los bancos como accionistas en las empresas, así también como la estipulación y aplicabilidad de las cláusulas de los contratos de deuda son disímiles y heterogéneas entre las diversas economías.

En consecuencia, las características particulares de un sistema legal no son estáticas a través del tiempo, ni tampoco se presentan de la misma forma entre los países. Más bien, éstas difieren y evolucionan según los requerimientos de las economías en función de su propio crecimiento.

3. CAPÍTULO III: ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS CHILENAS Y ESPAÑOLAS

3.1 INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta investigación no es otro que la identificación de los determinantes del endeudamiento que siguen las empresas pertenecientes a una misma tradición legal. Para ello, el enfoque adoptado en este trabajo se enmarca en el análisis de las relaciones de agencia entre *manager*, accionistas y acreedores sustentándose en dos grandes pilares. El primero de ellos corresponde al marco teórico proporcionado por la teoría de agencia y la de asimetrías de información. Según este enfoque conceptual la inexistencia de mercados de capitales perfectos da cabida a que situaciones como la separación de la propiedad y el control al interior de las empresas genere conductas oportunistas difíciles o imposibles de observar por los distintos partícipes de la relación de endeudamiento —ver Capítulo I—. Por lo tanto, al existir un conjunto de potenciales conflictos de intereses entre estos agentes, se deberá incurrir en una serie de costes de agencia que aseguren la correcta conducta de éstos en función de los intereses del principal. Como consecuencia, bajo este estado de la naturaleza la ratio recursos ajenos sobre recursos propios adopta un carácter de importancia de primera línea como generadora de valor para la empresa.

El segundo de los sustentos de nuestro objetivo de investigación viene dado por las características del entorno institucional en donde son tomadas las decisiones de financiación. En términos aún más específicos, se ha considerado el nuevo enfoque de los servicios financieros —desarrollado en el Capítulo II—, que establece que el centrarse únicamente en la raíz legal que adoptan las distintas economías, ya sean de la *common-law* o de la *civil-law*, no ofrece un marco conceptual completo y unívoco. Este enfoque nos señala que las decisiones de endeudamiento observadas en las diversas economías no son sólo fruto de las características propias de un sistema financiero

orientado a la banca, o en su defecto orientado hacia los mercados. Más aún, de hecho, el enfoque de los servicios financieros establece que las particularidades de cada economía en la configuración de los contratos y del desempeño del aparato legal para dar cobertura a los intereses de los inversores es determinante también en la decisión de financiación de las empresas.

Hemos de hacer una puntualización a esta altura de la discusión. Y es que de los países cuyo sistema legal corresponde a la *common-law*, son las economías de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá las más destacadas. Otro conjunto estaría formado por la inmensa mayoría de países que han sido herederos de la doctrina legal de la *civil-law* en cualquiera de sus raíces, llámese la francesa, germana o la escandinava. Por lo tanto, creemos que es de especial relevancia centrar nuestra atención en aquellos países que no sólo pertenecen a la misma raíz legal, sino que además es posible observar diferencias tanto en sus sistemas legales como financieros producto de los cambios y la evolución de los mismos.

Tomando en consideración estos dos soportes teóricos, los factores empresariales de la decisión de endeudamiento, más los factores institucionales que son rescatados del nuevo enfoque de los servicios financieros incorporados en esta investigación, se procede a la formulación de un conjunto de hipótesis susceptibles de contrastación empírica. Estas hipótesis son formuladas siguiendo como hilo conductor las principales variables sometidas a estudio. En este sentido, se establecen en primer lugar las hipótesis que relacionan las oportunidades de crecimiento con el nivel de deuda. Posteriormente, se plasman aquellas hipótesis que asocian el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos de inversión con la decisión de endeudamiento; para dar cabida finalmente a aquellas hipótesis que incluyen a la estructura de propiedad de las empresas como determinante de la deuda.

Para llevar a cabo el análisis empírico se parte de la selección de datos de un conjunto de empresas cotizadas tanto para Chile como para España para el período 1991-2001. De cara al objetivo de investigación propuesto, las razones que justifican la elección de este binomio de países son primero que ambos pertenecen a una misma tradición legal: la *civil-law*. En segundo lugar, como se describe más adelante, ambas economías han presentado un crecimiento económico que les hace comparables durante nuestro período de análisis, reduciendo así el riesgo de sesgos en los resultados. En tercer lugar, en ambos países se ha observado un conjunto de elementos en común como

la configuración de la estructura de propiedad de sus empresas como mecanismo de gobierno corporativo. Además, ambos países se caracterizan por la desarrollada capacidad que tienen los bancos para poder ejercer un control directo sobre las empresas en las cuales han colocado sus fondos, con el objeto de asegurar la recuperación de dichos capitales. De este modo, es claramente observable tanto en Chile como en España la fuerte presencia de deuda bancaria en los registros contables de sus empresas, así como una elevada concentración de este tipo de acreedores en el mercado, constituyendo elementos característicos de un sistema financiero bancarizado. En cuarto lugar, y al hilo de lo anterior, los mecanismos de gobierno corporativo han evolucionado de forma similar en ambas economías, permitiéndoles alcanzar indicadores de protección de los derechos de los accionistas y de los acreedores muy similares. Esta situación vendría a condicionar la decisión de endeudamiento en términos comparables para ambas muestras. En quinto lugar, el proceso evolutivo que han seguido los sistemas financieros de Chile y España después que ambos países sufriesen una crisis bancaria a comienzos de la década de los ochenta, les ha llevado a un proceso de integración con los mercados de capitales extranjeros en sus respectivos contextos: la Unión Europea para el caso de España y el cono sur de América para el caso de Chile.

No obstante lo anterior, también se aprecian diferencias como el distinto grado de profundidad de sus mercados financieros para el período de análisis y la capacidad que tienen los bancos en España de participar como accionistas en las empresas en donde han colocados sus fondos. Situación que no es permitida por la legislación bancaria vigente en Chile. Por otra parte, el distinto entorno geopolítico de las empresas de las muestras constituye otra diferencia que puede determinar la decisión de endeudamiento que éstas adopten. Por lo demás, las corrientes de reformas de la ley de bancos, en particular, y del mercado de valores, en general, que ambos países han seguido durante las últimas dos décadas han sido también distintas. En España se han seguido las propuestas establecidas por la Comunidad Europea caracterizada por el establecimiento de sólidos mecanismos centralizados de gobierno corporativo como las instituciones reguladoras en los distintos ámbitos. Sin embargo, para el caso de Chile tales reformas se han hecho al amparo de las recomendaciones de organismos internacionales de seguir los planteamientos legales aplicados en los Estados Unidos, caracterizados por dejar gran parte del control corporativo en manos del mercado.

Elementos como estos se han traducido finalmente en que los mercados de valores cobren un peso relativo mayor en relación a la banca para Chile; mientras que en España es observada la situación contraria, es decir, que los bancos son la principal fuente de financiación en relación al mercado de capitales.

En su conjunto, estos antecedentes hacen que ambas economías conformen un grupo interesante para estudiar la forma en como son tomadas las decisiones de endeudamiento bajo estas condicionantes, es decir, para países del entorno de la *civil-law*, pero que a su vez presentan sus particularidades en relación a sus sistemas financiero y legal.

Para poder efectuar la contrastación empírica de las hipótesis de investigación se recurre a la herramienta que hemos pensado se ajusta de mejor forma a nuestro objetivo. El análisis de datos univariantes a través del estudio de las diferencias de medias y de la estadística descriptiva; así también como el análisis multivariante a través de la configuración de datos de panel nos permiten dar respuesta, dilucidar e interpretar de forma más eficiente los diversos resultados que se desprenden de esta Tesis. El hecho de utilizar la metodología de datos de panel para el análisis multivariante a través del Método de los Momentos Generalizados, *GMM*, nos permite hacer frente a los problemas de heteroscedasticidad, así también como el control de la heterogeneidad entre las empresas consideradas individualmente. Por otra parte, el uso de variables instrumentales nos ayuda a resolver el problema de endogeneidad o simultaneidad característico de este tipo de estudios empresariales. El uso de esta metodología permite además un mayor contenido informativo en los resultados dada la incorporación de datos de corte transversal con series temporales. Con el fin de asegurar la robustez de nuestros hallazgos se incorporan en el análisis de datos de panel dos variantes de ésta: la estimación a través del Método de Momentos Generalizados en primeras diferencias y la estimación de los regresores utilizando el estimador de sistemas, el cual, a diferencia del primero, complementa un sistema de regresión en diferencias con la regresión en niveles (Alonso-Borrego y Arellano, 1999; Beck y Levine, 2004; Rodríguez, 2004).

El cierre de este capítulo queda en manos de la interpretación de los resultados que, al igual como son presentadas las hipótesis de investigación, son desglosados primero para aquellas hipótesis vinculadas a la relación entre las oportunidades de crecimiento y las decisiones de financiación. Posteriormente se presentan los resultados acerca de la relación entre el déficit de fondos como elemento explicativo de la decisión

de financiación de las empresas. Luego se presentan los resultados que asocian las características de la estructura de propiedad de las empresas con el endeudamiento y finalmente se exponen los resultados obtenidos por las variables de control incluidas en los diversos modelos.

3.2 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

Una vez que hemos analizado el marco teórico propuesto por la literatura concluimos que el conjunto de decisiones de financiación no sólo está determinado por los factores específicos de la firma sino también por los factores institucionales que vienen condicionados por el entorno legal donde operan las empresas (McClure *et al.*, 1999). En consecuencia, hemos de definir un conjunto de hipótesis que logre abarcar ambos elementos. De este modo, la falsación de dichas hipótesis nos conducirá a resultados más armónicos con la realidad de las empresas. Dichas hipótesis se presentan en los siguientes apartados.

3.2.1 Hipótesis sobre la financiación de las oportunidades de crecimiento

En el contexto de la relación entre accionistas y acreedores, el argumento tradicionalmente esgrimido en la literatura es que la existencia de oportunidades de crecimiento, es decir, las opciones empresariales de llevar a cabo una inversión que en el futuro reportará una rentabilidad superior al coste de capital, está inversamente asociada al nivel de deuda de las empresas (Barclay y Smith, 1995; Myers, 2000). La existencia de oportunidades de crecimiento incentiva los problemas de agencia de sustitución de activos y de subinversión toda vez que exista financiación a través de endeudamiento en los libros de las empresas. Por lo tanto, los acreedores no estarán dispuestos a colocar sus fondos en empresas que presenten un elevado potencial de

conflictos de agencia. Este podría ser denominado como el argumento del lado de la oferta de fondos para la financiación de las oportunidades de crecimiento, que permite observar una relación negativa entre la existencia de oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda. Por otra parte, el argumento del lado de la demanda de fuentes externas de financiación de las oportunidades de crecimiento postula que la existencia de endeudamiento limita la discrecionalidad de los directivos para ejercer dichas oportunidades de crecimiento al momento en que éstas aparezcan. Además, si se reconoce que los problemas de subinversión de la deuda surgen como consecuencia de la existencia de contratos de endeudamiento, uno de los mecanismos propuestos por la literatura ha sido la sustitución de la financiación ajena de las oportunidades de crecimiento por la financiación a través de recursos propios (Chirinko y Singha, 2000; Bontempi, 2002; Frank y Goyal, 2003).

En consecuencia, ambos argumentos tanto del lado de la oferta como de la demanda de fondos externos ofrecidos por la teoría, postulan una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda de las empresas (Jensen y Meckling, 1976; Rajan y Zingales, 1995; Goyal *et al.*, 2002; entre otros). Esta ha sido la hipótesis basada en la teoría de agencia tradicionalmente formulada.

No obstante las explicaciones previas, también debemos considerar el segundo elemento estudiado en este trabajo y que viene expresado por las características del entorno institucional donde actúan las empresas y por los mecanismos de gobierno corporativo imperantes en tales entornos. Es decir, que la estructura de capital observada en los países es el reflejo de las circunstancias económicas, del régimen regulatorio que los sustenta, así también como de sus características específicas (Cobham y Subramaniam, 1998; Shin y Park, 1999; Prasad *et al.*, 2001).

Para el caso del marco legal de la *civil-law*, los problemas de agencia entre accionistas y acreedores tienden a ser controlados de forma más directa por los acreedores que en su mayor parte están constituidos por los bancos. Este sistema legal supera las limitaciones de una escasa protección de los derechos de los inversores a través de la formalización de contratos privados como mecanismo de gobierno corporativo que asegura una adecuada protección de los intereses de los acreedores (Lefort, 2003). Un mecanismo de gobierno corporativo complementario a éste viene expresado a través de la estructura de propiedad, como se ha señalado con antelación, y de forma especial por la propiedad de los accionistas institucionales quienes son los que

presentan mayores motivaciones para controlar las acciones de los directivos (Gillan y Starks, 2003). Los problemas de asimetrías de información son aminorados a través de la concentración accionarial en estos entornos institucionales donde los intermediarios financieros cumplen un rol preponderante en la financiación de las empresas. Bajo este esquema, en consecuencia, es posible observar una relación positiva entre la existencia de oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda suscrita por las empresas.

Reforzando la relación directa entre oportunidades de crecimiento y el endeudamiento de las empresas, puede ocurrir que dada la convergencia de los sistemas financieros, aquellos entornos institucionales dominados por los bancos hayan observado también un desarrollo importante de sus mercados de capitales. Esta situación fomenta también los mecanismos externos de gobierno corporativo como el mercado de gobierno corporativo que reduce las barreras al acceso a fuentes de financiación de las oportunidades de crecimiento.

Por lo tanto, el argumento postulado por la teoría y básicamente probado en las empresas anglosajonas se revierte para las empresas cuyo sistema financiero se encuentra dominado por la banca y donde además se ha observado un importante desarrollo en términos de la profundidad e integración de los mercados de capitales. Argumento que se encontraría en línea con el enfoque de servicios financieros que nos ayuda a explicar la decisión de financiación de las empresas.

De forma adicional, según los argumentos teóricos la financiación de las oportunidades de crecimiento debe ser efectuada a través de un instrumento lo suficientemente flexible que permita su ejercicio en el momento adecuado (Hayes y Garvin, 1983; Barclay y Smith, 1995; Nieto y Tribó, 2000). Así, al ser la deuda de mercado por definición menos flexible frente a una eventual renegociación de las condiciones contractuales en comparación a la deuda bancaria, esta última parece ser adecuada para la financiación de las oportunidades de crecimiento. Por otra parte, los potenciales problemas de sustitución de activos y de subinversión originados por la relación entre accionistas y acreedores tienden a ser reducidos a través de esta fuente de financiación por su especialización en la supervisión de las actividades empresariales. La ventaja que poseen los bancos en relación a la miríada de tenedores de títulos de la deuda negociable es que éstos poseen una estrecha relación con sus prestatarios, tienen una mayor capacidad para reunir y analizar la información económica y financiera de las empresas en las cuales han de colocar sus fondos, además de estar facultados para

participar como accionistas en las empresas que financian como ocurre en algunos países orientados hacia la banca. Al hilo de estos argumentos, Anderson y Makhija (1999) han esgrimido las ventajas colaterales de esta fuente de financiación como reductor de los costes de agencia asociados a las asimetrías informativas como argumento para el uso de la financiación privada de las oportunidades de crecimiento.

Krishnaswami *et al.* (1999) y Cantillo y Wright (2000) han vinculado las oportunidades de crecimiento a la relación que surge entre los *managers* y los acreedores con ocasión de la existencia de asimetrías de información. De este modo, cuando el directivo desee financiar estas oportunidades pero no quiera transferir al mercado información competitivamente sensible, preferirá la financiación a través del endeudamiento privado. La suscripción de contratos de deuda negociable involucra una mayor exposición de información acerca de los proyectos de inversión de la empresa a un elevado conjunto de acreedores, mientras que la deuda privada generalmente es suscrita con los bancos con quienes además las empresas mantienen estrechas relaciones y por largos períodos. Así, a medida que mayor sea el valor estratégico de los proyectos de inversión que se estén financiando, mayor será la necesidad de contar con un instrumento de financiación que aleje a la empresa del alcance de los actuales y potenciales competidores (Nieto y Tribó, 2000).

En relación a la teoría de asimetrías informativas, los argumentos de Flannery (1986) dan apoyo a la hipótesis de la reducción de la brecha informativa entre *manager* y acreedores a través de la política de endeudamiento de las empresas. En este sentido, si los directivos cuentan con carteras de inversión rentables, estarán dispuestos a comunicar dicha información a sus acreedores con el objeto de captar financiación en condiciones económicamente convenientes. Uno de los mecanismos para comunicar la existencia de proyectos rentables de inversión será la emisión de deuda de corto plazo, que implica el asumir un mayor riesgo de insolvencia (Akerlof, 1970; Leland y Pyle, 1977; Ross, 1977; Yosha, 1995; Daniševská, 2004). Tal política no podrá ser imitada por aquellas empresas con proyectos de inversión poco rentables, las cuales se verán obligadas a emitir deuda de largo plazo, generando así un equilibrio de separación entre las empresas con buenos y malos proyectos de inversión.

Tomando en consideración ahora la relación que se suscita entre accionistas y acreedores, Myers (1977) establece que la decisión de financiación que adopte la

empresa puede contribuir a la reducción de los problemas de agencia entre estas dos partes.

En su trabajo sobre los determinantes de la deuda corporativa, Myers (1977) plantea que el problema de subinversión que surge como consecuencia de la existencia de contratos de endeudamiento puede ser mitigado mediante la reducción del plazo de vencimiento de los contratos de endeudamiento. Si estas opciones de crecimiento no son llevadas a cabo y expiran, el valor de la empresa se reduce. Luego para no dejar pasar estas opciones de crecimiento sin ser invertidas Myers (1977) recomienda que la deuda madure antes que el ejercicio de las opciones de crecimiento, pues bajo este esquema se incrementará el valor de la empresa, definido como la suma de los *assets-in-place* más el valor actual de las opciones de crecimiento. En consecuencia, este incentivo a subinvertir que manifiestan los accionistas puede ser resuelto con la reducción del plazo de vencimiento de la deuda (Cuñat, 1999; Bevan y Danbolt, 2002; Johnson, 2003). Por su parte Smith y Warner (1979) y Barnea *et al.* (1980) han señalado que la deuda bancaria de corto plazo es un mecanismo eficiente en dar solución a los problemas de agencia de sustitución de activos y de subinversión que surgen entre accionistas y acreedores como consecuencia de las oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, las empresas tenderán a financiar dichas oportunidades con deuda privada a corto plazo (Guedes y Opler, 1996; Zwiebel, 1996; Antoniou *et al.*, 2006).

Considerando ahora los factores institucionales en la relación entre la deuda y las oportunidades de crecimiento, observamos que tales argumentos también apoyan una relación directa entre la existencia de oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria. En primer lugar, uno de los medios a través de los cuales los bancos pueden conocer de forma más precisa la composición de la cartera de proyectos de inversión de las empresas y en especial de las oportunidades de crecimiento, reduciendo las asimetrías informativas con las empresas, corresponde a la participación directa en el consejo directivo o en el capital social de éstas (Kroszner y Strahan, 2001). Al respecto, no existe un comportamiento homogéneo en relación a la participación de los bancos en las empresas no financieras para aquellos países cuyos sistemas financieros se encuentran orientados a la banca. *De facto*, el grado de participación que pueden tener los bancos en las empresas que financian puede variar desde una participación nula, pasando por una participación con restricciones hasta llegar a una participación sin restricciones (La Porta *et al.*, 1998). En consecuencia, el poder de este mecanismo de

gobierno corporativo que puedan ejercer los bancos sobre las decisiones de financiación de las empresas dependerá de si el marco legal prohíbe o no la participación de la banca en la propiedad empresarial.

Otro elemento de los antecedentes reportados en la tabla 2 nos ayudan a reforzar la idea previamente esbozada para los países descendientes de la *civil-law* (Esty y Megginson, 2003). En dicha tabla se observa que el grado de concentración de la banca es particularmente elevado para aquellos países pertenecientes a la *civil-law*. Por otra parte, si en estos entornos donde se observa una débil protección de los derechos de los acreedores e inversores en general, las reformas de la ley de bancos han incentivado aún más la participación de la banca como mecanismo de gobierno de la conducta directiva, se esperará una relación directa entre la deuda bancaria y las oportunidades de crecimiento de las empresas.

En consecuencia, en los entornos institucionales donde los bancos dominan gran parte del mercado, la supervisión que éstos son capaces de ejercer sobre las empresas es mayor, en comparación a aquellos países en donde a pesar de observarse una gran participación bancaria en la oferta de fondos a las empresas, dicha oferta está diversificada en un elevado número de acreedores bancarios con diluida capacidad de supervisión (Chen, 2004; Atanasov *et al.*, 2005). Por ende, los problemas potenciales ocasionados por la existencia de oportunidades de crecimiento pueden ser mitigados a través de la elevada concentración bancaria, incentivando así la financiación de dichas oportunidades a través de estos intermediarios.

En último lugar, un argumento adicional que justifica el uso de la financiación bancaria para las oportunidades de crecimiento corresponde al tipo de “relación uno a uno” que sostienen los bancos con las empresas a las que financian, particularmente en los sistemas legales de la *civil-law*. En estos sistemas se observa que la relación banco-empresa tiende a ser de largo plazo donde se les permite a los bancos captar un mayor flujo de información acerca de los proyectos de la empresa (Allen y Gale, 2001), reduciendo los conflictos de agencia generados por la existencia de oportunidades de crecimiento. De este modo se incentiva una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y la emisión de deuda bancaria.

Como hemos observado en los párrafos anteriores, ambas relaciones —*managers* y acreedores, en primer lugar; y accionistas y acreedores, en segundo

lugar— postulan una relación positiva entre el endeudamiento de corto plazo y la existencia de oportunidades de crecimiento en la empresa. Una vez más, para reforzar los argumentos sostenidos hasta aquí, y en virtud de la Tesis planteada, es que ofrecemos además una tercera explicación para dicha relación, pero esta vez motivada por los factores institucionales.

En estos términos, las características del entorno institucional y sistema financiero no sólo condicionan la elección de la fuente de financiación de las empresas —deuda privada o deuda negociable—, sino también el plazo de vencimiento de ésta (Chen, 2004). Los trabajos de Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999) y Giannetti (2003) señalan que en aquellas economías donde los derechos de los acreedores se encuentren menos protegidos por el sistema legal,⁷² las empresas presentarán plazos más cortos de vencimiento de sus créditos en comparación con aquellas economías donde los derechos de los acreedores se encuentren ampliamente respaldados por la legislación vigente. La explicación esgrimida por estos autores es que los acreedores pueden ejercer presión sobre las empresas a través de la negativa de renovación de los préstamos como medio para garantizar el fiel cumplimiento de las obligaciones crediticias de los prestatarios.

Retomando los argumentos de los servicios financieros que corresponden a los factores institucionales que hemos definido como condicionantes del endeudamiento, podemos señalar que la elección del plazo de vencimiento de la deuda viene explicada también en buena parte, no necesariamente, por la raíz a la que pertenece el sistema financiero de un país; sino más bien por el conjunto de servicios financieros ofrecidos por el sistema financiero en la economía (Beck y Levine, 2004). Al respecto, como se registra en la tabla 2, la cobertura de los derechos tanto de accionistas como de acreedores en general no se encuentra eficientemente resuelta para países con sistemas financieros orientados a la banca. En consecuencia, uno de los mecanismos adoptados por estos sistemas para salvar dicha situación correspondería a la reducción del plazo de vencimiento de la deuda. Por lo tanto, esto nos permite reforzar la idea de que los conflictos originados por la presencia de oportunidades de crecimiento pueden ser mitigados a través de una reducción en el plazo de vencimiento de la deuda bancaria.

⁷² Indicadores como los índices de protección de los derechos de los accionistas y de los acreedores dan cuenta del menor respaldo legal de los derechos de estos partícipes en comparación a los países anglosajones orientados hacia los mercados (ver tabla 2).

No obstante a los argumentos anteriores, que respaldan una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda bancaria de corto plazo, en las economías orientadas a los intermediarios también puede ser observado una relación inversa entre estas variables. Si por un lado en estos entornos los bancos son eficientes mecanismos de gobierno de las empresas, y además, por otro lado, estos intermediarios financieros pueden participar de forma directa como accionistas y como miembros del consejo en las empresas que financian, los bancos podrán prescindir de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda para garantizarse el cumplimiento de las obligaciones crediticias. Como resultado de esta pluralidad de mecanismos de gobierno, en los países cuyo marco legal esté orientado a la *civil-law*, y en donde además los bancos constituyen un sólido mecanismo de gobierno de las empresas, ha de esperarse una relación inversa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda bancaria de corto plazo.

De este modo, los directivos no tendrían que recurrir necesariamente a la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria para evitar los problemas de selección adversa y riesgo moral ya que los bancos, dada las características del sistema financiero, constituyen un mecanismo eficiente de supervisión de su conducta. Por tanto, hemos de esperar que en estos entornos financieros este tipo de problema generado por las oportunidades de crecimiento sea resuelto por los diversos mecanismos de gobierno canalizados a través de los bancos, sin la necesidad de tener que recurrir al endeudamiento bancario de corto plazo como mecanismo de control. A esta hipótesis podríamos denominarla como la hipótesis de sustitución del mecanismo de gobierno canalizado a través de la deuda bancaria de corto plazo por los demás mecanismos de gobierno inspirados en la bancarización del sistema financiero.

Según estos argumentos las hipótesis que proponemos son:

(H1a): En aquellos sistemas financieros dominados por los bancos se observa una estrecha relación entre los aportantes de fondos, habitualmente los bancos, y los deudores, por lo que los problemas de asimetrías de información en la relación de endeudamiento son menores que en los entornos financieros donde los mercados tienen un papel central. Además, en los sistemas financieros bancarizados se conjuga la característica anterior con una estructura de propiedad muy concentrada por parte de las empresas deudoras lo que favorece un mayor control sobre la discrecionalidad directiva. Por tanto, nuestra

hipótesis es que la financiación de las oportunidades de crecimiento viene condicionada por el sistema financiero en el que opera la empresa. En concreto, deberíamos observar que en los entornos financieros bancarizados se utiliza en mayor medida la deuda para la financiación de las oportunidades de crecimiento que en los entornos dominados por el mercado.

(H1b): La financiación de las oportunidades de crecimiento mediante deuda bancaria está condicionada por el papel que juegue la banca como mecanismo de gobierno corporativo para controlar los problemas de agencia y de asimetrías de información. Por tanto, el nivel de deuda bancaria será mayor cuanto más relevante sea su papel en la resolución de los problemas de gobierno de la empresa.

(H1c): Las empresas con oportunidades de crecimiento rentables utilizan la deuda a corto plazo para reducir los problemas de agencia en aquellos entornos institucionales donde los bancos pudieran no constituir un mecanismo eficiente de gobierno corporativo.

3.2.2 Hipótesis asociadas al déficit de fondos

Si la empresa no es capaz de generar suficientes fondos internamente, los problemas de agencia y de asimetrías de información entre los *managers* y los acreedores se tornan relevantes. Como resultado de este proceso, las empresas se verán obligadas a recurrir a fuentes externas de financiación, situándose en una débil posición negociadora frente a sus acreedores, en particular los bancarios, que serán los que dispongan a su vez de una mayor información acerca de la situación económico-financiera de la empresa. Además, estas empresas con déficit de fondos para la financiación de sus carteras de inversión presentan una probabilidad de quiebra mayor, hecho que aumenta el riesgo de caer en el problema de subinversión. Frente a tal escenario, los acreedores en general y en particular los bancos restringirán su oferta de fondos hacia este tipo de empresas, estableciéndose una relación inversa entre el déficit de fondos y la deuda y en particular la deuda bancaria.

Los factores institucionales también apoyan el argumento de una relación inversa entre el déficit de fondos para la financiación de los proyectos de inversión y el nivel de deuda. Mikkelson y Partch (1986) y Utrero (2007) han observado que una eficiente protección de los inversores mejora el desarrollo de los mercados, incentivando así el ingreso de las empresas a los mercados de capitales, así también como a la emisión de títulos de deuda. Por lo tanto, siempre que los derechos de los acreedores e inversores en general se encontrasen bien respaldados por la legislación vigente, los problemas de asimetrías de información ocasionados por el déficit de financiación entre *managers* y acreedores no serían tan graves. Sin embargo, cuando dicha protección no es lo suficientemente eficiente, son mayores las barreras que deberán sortear las empresas para el acceso a fuentes ajenas de financiación. Como se ha observado para los países cuyo sistema financiero está orientado a la banca, la protección de los derechos de los acreedores no es tan sólida como ocurre en los países anglosajones orientados hacia el mercado (ver tabla 2), motivando una relación inversa entre el déficit de fondos y el endeudamiento de las empresas.

Adicionalmente, la insuficiencia de un sistema legal capaz de dar cobertura a los derechos de los inversores en general, y a los acreedores en particular, incentiva el que las transacciones financieras sean efectuadas mediante intermediarios bancarios. Por lo tanto, la relación constituida por accionistas y acreedores también puede ser vista a través de este enfoque. Aquí los acreedores bancarios se dotan de la suficiente capacidad para negociar el cumplimiento de las cláusulas contractuales sin la necesidad de recurrir a las instancias legales según señalan Modigliani y Perotti (2000). En este sentido, Modigliani y Perotti (2000) establecen que en estos sistemas financieros donde la banca se encuentra desarrollada, se favorece el endeudamiento a través de estos intermediarios y en especial el de corto plazo para financiar el déficit de fondos y las oportunidades de crecimiento empresariales. Las empresas que cuentan a su vez con déficit de fondos y oportunidades de crecimiento deberían recurrir al endeudamiento bancario de corto plazo como mejor mecanismo para mitigar los problemas de agencia de riesgo moral, puesto que en las empresas con bajos flujos de tesorería cuyas necesidades de fondos serán cada vez mayores, su probabilidad de quiebra aumenta al unísono con los problemas de subinversión.

Sin embargo, este mecanismo de gobierno no será necesario en aquellos países que aún teniendo sus sistemas financieros orientados a la banca, ésta constituya un

eficiente mecanismo de gobierno en la supervisión de las empresas. En consecuencia, si pocos bancos componen la mayor parte de la oferta de fondos a las empresas en una economía, si además éstos pueden participar en el consejo de las empresas y en el capital social aportando fondos y si la banca presenta un mayor desarrollo relativo al mercado de capitales, se ha de esperar entonces que los mecanismos de gobierno corporativo sean plasmados a través de este tipo de intermediarios financieros (Utrero, 2007). Como resultado de esto, las empresas podrán emitir deuda bancaria de largo plazo para no incrementar el riesgo de insolvencia generado por el déficit de fondos, toda vez que se cuente con oportunidades de crecimiento.

Si la contribución de la banca al gobierno corporativo de las empresas no es tan importante, entonces estos intermediarios financiarán a las empresas con deuda bancaria de corto plazo para asegurarse el cumplimiento de las cláusulas contractuales y como mecanismo de control frente a los potenciales problemas de agencia generados por las oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, frente a este escenario de presencia simultánea de oportunidades de crecimiento y de déficit financiero, el endeudamiento bancario se configura como una respuesta eficiente para el control de dichos problemas y en especial el endeudamiento bancario de corto plazo cuando los bancos no contribuyan como mecanismo alternativo de gobierno corporativo.

De este modo, los argumentos anteriores pueden ser formulados a través del siguiente conjunto de hipótesis:

(H2a): Las empresas que no generan suficientes fondos internamente y no disponen de oportunidades de crecimiento rentables se encuentran con problemas de asimetrías de información como consecuencia de su necesidad de financiación externa. Estos problemas se agudizan si los deudores no aportan información suficiente a los acreedores y/o si la estructura de propiedad de la empresa es dispersa. Tal situación dificulta el uso de la deuda en general, y de la deuda bancaria en particular, para la financiación de su déficit de fondos con independencia de la mayor o menor relevancia de los intermediarios financieros.

(H2b): Los problemas de asimetría de información generados por el déficit de fondos se pueden mitigar reduciendo el plazo de vencimiento de la deuda. En entornos bancarizados será la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria el principal mecanismo de control de este tipo de problemas.

(H2c): En el caso de aquellas empresas que no generan suficientes fondos internamente para financiar sus oportunidades de crecimiento rentables y que operan en entornos financieros dominados por los bancos, la deuda bancaria constituye un mecanismo eficiente para reducir las asimetrías de información entre managers y acreedores.

(H2d): En aquellos entornos financieros donde los bancos disponen de mecanismos alternativos al plazo de vencimiento de la deuda bancaria en su función de supervisión del deudor, los bancos podrán prescindir de la reducción del plazo de vencimiento como mecanismo de control de los problemas generados por las oportunidades de crecimiento y/o por el déficit de fondos.

3.2.3 Hipótesis asociadas a la estructura de propiedad

Como hemos planteado a lo largo del marco teórico de este trabajo, la separación entre la propiedad de los activos empresariales y el control de los mismos constituye un caldo de cultivo para el origen de los problemas de agencia entre principal y agente (Berle y Means, 1932). Por lo demás, la racionalidad limitada de los agentes partícipes de esta relación les conduce a la formalización de contratos incompletos. En consecuencia, bajo tal escenario surgen los problemas de riesgo moral y selección adversa que incentivan al *manager* a actuar en función de su propio interés, expropiando la riqueza de los accionistas a los cuales sirve (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986). Por lo tanto, la mayor parte de estos problemas que surgen de la relación contractual entre *manager* y accionistas implican la existencia de costes de agencia que permitan reducir dicho conflicto.

Uno de los mecanismos tradicionalmente utilizados para la reducción de estos problemas de alineamiento de los intereses de estos partícipes se encuentra dado por la estructura de propiedad de las empresas (Maug, 1998). De este modo, si pocos accionistas poseen una participación considerable en el capital social de la empresa, se verán incentivados a ejercer un estricto control sobre las acciones de los directivos (Berle y Means, 1932). Ante un escenario como este, un menor potencial de conflictos

de agencia es visto positivamente por los acreedores y en especial por los acreedores bancarios.

El hecho de contar con una estructura de propiedad altamente concentrada frente a los acreedores posee una doble lectura. En primer lugar, ésta puede ser vista como un mecanismo de señalización de reducidos problemas de agencia entre *manager* y accionistas. De este modo, las empresas que señalicen eficientemente la existencia de menores conflictos de agencia tendrán la capacidad de recurrir más fácilmente al endeudamiento, enfrentando un coste de capital menor. En segundo lugar, el contar con una concentrada estructura de propiedad implica un control más directo sobre las acciones de los directivos por parte de los accionistas. Esto se traduce en una reducción en los potenciales problemas de riesgo moral que motiven a los directivos a seguir sus propios intereses, transfiriendo la riqueza de los accionistas hacia su propio beneficio (Carlin y Mayer, 2000).

Al respecto, uno de los mecanismos propuestos por la literatura para dar solución a la conducta oportunista de los directivos corresponde a la reducción del plazo de vencimiento de la deuda. Si los flujos de salida de fondos se efectúan a más corto plazo, las acciones ocultas de los directivos serán observadas con mayor celeridad por los acreedores. Por lo tanto, una elevada concentración accionarial, acompañada a su vez por una reducción del plazo de vencimiento de la deuda pueden ser vistos como mecanismos complementarios para dar solución a los problemas de agencia entre accionistas y acreedores. Por otra parte, se ha registrado también que cuando las empresas observan que los derechos de sus accionistas no se encuentran bien protegidos por el entorno legal, éstas se ven incentivadas a reducir el plazo de vencimiento de sus políticas de endeudamiento, recurriendo a su vez a la financiación privada para incrementar el control de los potenciales problemas entre directivos y accionistas. Por lo tanto, los problemas de agencia entre accionistas y acreedores pueden ser solucionados a través de la emisión de contratos de deuda de corto plazo.

Una vez establecidas estas relaciones, la literatura nos señala que el entorno institucional también constituye un factor determinante de dicha relación. La postura de Yafeh y Yosha (2003) es que tanto una concentrada estructura de propiedad como la emisión de títulos de deuda bancaria comportan mecanismos complementarios de gobierno corporativo. La idea que subyace de estos argumentos es que los accionistas son capaces de observar las acciones de sus directivos, pero no son capaces de discernir

entre cuáles de estas actividades generan y cuáles no generan valor para la empresa. Por lo tanto, afirman que una concentrada estructura de propiedad es capaz de reducir la utilización de recursos en actividades que no generan valor, de forma análoga y complementaria al endeudamiento bancario. Estos argumentos son apoyados también por Dewatripont y Tirole (1994) y John y Kedia (2000) quienes sostienen que las empresas con propiedad concentrada deben acudir a acreedores bancarios ya que la deuda bancaria y la propiedad concentrada son elementos complementarios del diseño de un sistema de gobierno corporativo óptimo.

Aguilera y Ermoli (2005) establecen que la importancia de los códigos de buen gobierno o la protección de los derechos de los acreedores y accionistas a través del sistema legal son determinantes en la forma en como se configura la estructura de propiedad de las empresas. La legislación en los países de la *civil-law* francesa les ha motivado al desarrollo de estructuras de propiedad mayoritaria, básicamente dominada por accionistas institucionales capaces de controlar eficientemente la conducta de los directivos. En consecuencia, el menor potencial de conflicto de agencia entre *managers* y accionistas generado por sus estructuras de propiedad concentradas les facilita el acceso a fuentes externas de financiación. Por lo tanto, esta relación básicamente observada en los trabajos empíricos desarrollados para los países anglosajones se ve reforzada a través de los argumentos institucionales considerados en esta investigación.

En consecuencia, las hipótesis que de estos argumentos se desprenden son:

(H3a): En aquellos entornos dominados por los intermediarios bancarios la estructura de propiedad de las empresas junto con la deuda bancaria constituyen mecanismos de gobierno complementarios. En consecuencia, en estos entornos la concentración de la propiedad favorece el endeudamiento bancario.

(H3b): En los entornos institucionales que presentan una débil protección de los derechos de los acreedores y en los que predominan los intermediarios bancarios, la concentración accionarial y la reducción del plazo de vencimiento de la deuda constituyen mecanismos complementarios para resolver los problemas de agencia entre acreedores y deudores.

Al momento de estudiar la relación entre accionistas y acreedores, toda vez que las empresas se encuentren frente a la necesidad de fondos externos para la financiación de sus proyectos de inversión, los accionistas se pueden ver incentivados a la emisión de deuda privada como mejor mecanismo de control, y complementario a su vez con la estructura de propiedad, para dar solución a los problemas de asimetrías de información con los acreedores generado por el déficit de fondos (Denis y Mihov, 2003; Harvey *et al.*, 2004).

No obstante estos argumentos, esta relación contractual también tiene una lectura adicional. Si el accionista mayoritario teme que los acreedores puedan tomar el control de los activos empresariales frente a una situación de presiones financieras como consecuencia del déficit de fondos, entonces este accionista mayoritario puede verse motivado a una reducción de la financiación tanto a través de intermediarios como a través del mercado. De este modo, las empresas con una estructura de propiedad concentrada y con déficit de fondos para la financiación de sus carteras de proyectos podrían observar una relación negativa con el nivel de deuda bancaria y con el nivel de deuda total cuando el accionista mayoritario tema la pérdida de control de la empresa.

La hipótesis que nos proponemos contrastar en este caso es:

(H3c): En aquellos entornos institucionales dominados por los intermediarios financieros, la estructura de propiedad de las empresas constituye un mecanismo eficiente de gobierno corporativo. Por lo tanto, aquellas empresas que presentan estructuras de propiedad altamente concentradas verán facilitado su acceso a las fuentes externas de financiación, y en especial a la deuda bancaria, cuando necesiten financiar su déficit de fondos.

Finalmente, cuando la estructura de propiedad está concentrada, los directivos se ven incentivados a elegir el plazo de vencimiento de la deuda que maximiza el valor de la empresa (Denis y Mihov, 2003; Bharadwaj y Shivdasani, 2003). Como se ha señalado en el marco teórico de esta investigación, la deuda de corto plazo y en especial la deuda bancaria de corto plazo constituyen un eficiente mecanismo de gobierno de las empresas. Particularmente, este mecanismo de gobierno adquiere mayor importancia en los entornos institucionales de la *civil-law*, donde los bancos son la principal fuente de financiación de las empresas. En este caso, si la banca contribuye al gobierno de las

empresas en términos relativos mejor que el mercado de gobierno corporativo, entonces los directivos no necesitarán recurrir a la deuda de corto plazo ni a la deuda bancaria de corto plazo.

Para que esto ocurra, en la economía se debe observar un marco legal que haga de los bancos un sólido mecanismo de gobierno corporativo. Esto acontecerá toda vez que en la economía la concentración bancaria sea particularmente elevada, y cuando la legislación permita a los bancos participar en las empresas como accionistas o como miembros del consejo directivo. Por otra parte, la capacidad de control de los bancos se verá desarrollada también cuando la importancia relativa de los banca sea superior al mercado como oferentes de fondos para la financiación de las empresas. En suma, bajo un esquema de activa participación de la banca como mecanismo de gobierno de las empresas, éstas podrán prescindir de la deuda de corto plazo y de la deuda bancaria de corto plazo para dar solución a los problemas generados por las oportunidades de crecimiento.

Esto nos lleva a señalar que si la banca contribuye a la supervisión de las empresas y al control de los problemas de agencia de forma eficiente, la reducción del plazo de vencimiento de la deuda y de la deuda bancaria no será necesaria como mecanismos de gobierno. En este caso, la deuda de corto plazo carece de valor para resolver los problemas de agencia. Así, la hipótesis que pretendemos contrastar es como sigue:

(H3d): En aquellos países cuyo marco legal permite que los bancos participen como accionistas de referencia en las empresas no financieras, se diluye la relevancia del plazo de vencimiento de la deuda como solución de los problemas generados por la financiación de las oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, en un escenario como este la concentración de la propiedad es un mecanismo alternativo a la reducción del plazo de vencimiento tanto de la deuda como de la deuda bancaria para resolver los conflictos entre acreedores y deudores en presencia de oportunidades de crecimiento.

A modo de síntesis, se ofrece la tabla 3 donde se señalan las diversas relaciones esperadas para cada hipótesis que ha sido planteada.

Tabla 3. Resumen de las relaciones planteadas para las hipótesis de investigación

<i>Variables</i>	<i>Relación con Deuda Total</i>	<i>Relación con Deuda Bancaria</i>	<i>Relación con Deuda Total de Corto Plazo</i>	<i>Relación con Deuda Bancaria de Corto Plazo</i>
<i>Oportunidades de Crecimiento</i>	<i>H1a (+)</i>	<i>H1b (+/-)</i>	<i>H1c (+)</i>	<i>H2d (+/-)</i>
<i>Déficit de Fondos</i>	<i>H2a (-)</i>	<i>H2a (-)</i>	<i>H2b (+)</i>	<i>H2b (+)</i>
<i>Oportunidades de Crecimiento en empresas con Déficit de Fondos</i>		<i>H2c (+)</i>		<i>H2d (+/-)</i>
<i>Concentración Accionarial</i>	<i>H3a (+)</i>	<i>H3a (+)</i>	<i>H3b (+)</i>	<i>H3b (+)</i>
<i>Déficit de Fondos en empresas con Concentración Accionarial Mayoritaria</i>	<i>H3c (+)</i>	<i>H3c (+)</i>		
<i>Concentración Accionarial en empresas con Oportunidades de Crecimiento</i>			<i>H3d (+/-)</i>	<i>H3d (+/-)</i>

3.3 **MÉTODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN**

Para llevar a cabo el contraste empírico de las diversas relaciones postuladas en las hipótesis se hace necesario conceptualizar dichas relaciones para luego ser testadas. Para ello se ha propuesto una línea coherente de razonamiento que se inicia con la elección de la fuente de información más idónea para contrastar nuestras hipótesis. El plan de trabajo propuesto se esquematiza a través del gráfico 5.

El primero de los análisis propuestos corresponde a un análisis univariante que nos ayudará a caracterizar de forma general nuestros datos. La relevancia de este análisis es que nos proporcionará una visión panorámica sobre la configuración de las muestras. En segunda instancia se procederá a la contrastación empírica de las hipótesis de investigación formuladas a través de una óptica multivariante con el objeto de desvelar el comportamiento de nuestras diversas variables determinantes de la estructura de capital de las empresas en diferentes contextos institucionales. Para llevar a cabo esta etapa se presenta un conjunto de antecedentes que justifican la herramienta econométrica empleada en el análisis.

Una vez acabado el desarrollo de la metodología de análisis de los datos se entra de lleno a la interpretación de los resultados mostrados a partir del apartado 3.4.

Gráfico 5. Esquema de método de investigación propuesto



Fuente: Creación propia.

3.3.1 Los sistemas financieros de Chile y España: Nuestro foco de atención

El desarrollo de este apartado se centra en presentar los argumentos que han motivado la elección de las economías que son sometidas posteriormente al análisis empírico. Creemos que este es un punto relevante de discusión en el desarrollo de la Tesis pues sustentará nuestra metodología y el desarrollo empírico de este trabajo.

Nuestro objetivo de investigación amplía el elenco de países tradicionalmente estudiados, pero esta vez centrándonos únicamente en aquellos que han heredado la doctrina legal de la *civil-law*. Con esto se pretende mostrar que el estudio de estos países sí es relevante en el campo de las investigaciones sobre estructura de capital empresarial.

De este modo, para dar cumplimiento a nuestro objetivo necesitamos contar con economías que cumplan con las siguientes características.

En primer lugar que pertenezcan a la *civil-law*, y que se observe una fuerte bancarización de sus economías. Esto nos ayudará a determinar cómo se comporta la decisión de financiación según sea el grado de bancarización en cada economía.

En segundo lugar es interesante observar que si bien sean economías bancarizadas, éstas pueden presentar diferencias en términos de la participación que tenga la banca en la propiedad de las empresas. Este segundo elemento nos permitirá analizar el comportamiento sobre las decisiones de financiación toda vez que los bancos puedan o no tener participación en la propiedad de las empresas. Dentro de este mismo contexto debemos contar con países cuyas empresas tengan una estructura de propiedad comparable en términos de su concentración accionarial como mecanismo de gobierno corporativo. Además, los países deberán poseer niveles de concentración bancaria comparables. Del mismo modo, y siguiendo los argumentos de McClure *et al.* (1999) las muestras de países deberán compartir además factores del ambiente internacional como el riesgo de cambios en la tasa de interés, así también como la posibilidad de diversificación internacional de sus mercados financieros.

Finalmente, para poder hacer comparables nuestros resultados y que los mismos no se encuentren sesgados, los países estudiados deberán observar una estabilidad económica y un riesgo político similar durante el período de estudio.

Los apartados desarrollados a continuación presentan una descripción de los entornos económico, legal e institucional tanto de Chile como de España. Ambos países cumplen con nuestras condiciones de partida para el análisis empírico. Para ello se efectuará una descripción de cada país para luego sintetizar una conclusión que refuerza la elección de los mismos. El gráfico 6 esquematiza nuestras condiciones de partida que nos han llevado a la elección de empresas cotizadas de Chile y España como elementos constitutivos de nuestro foco de atención para el contraste de hipótesis.

Gráfico 6. Esquema de relaciones de los sistemas financieros de Chile y España



Fuente: Creación propia.

3.3.1.1 El sistema financiero en Chile

La evolución del sistema financiero en Chile, en forma previa a la represión financiera del año 1973, se caracterizó por tener un mercado de capitales estrictamente regulado. Esto significa que existía un fuerte control de tasas de interés, restricciones

cuantitativas sobre el crédito, colocaciones de créditos sobre sectores específicos y una gran propiedad del Estado en bancos y otras instituciones financieras (Arrau, 2001).

A partir de 1974 y hasta 1981 se efectuaron numerosas modificaciones en la regulación del sector bancario. Coherente con la lógica de la liberalización del mercado para aquel entonces, la determinación de las tasas de interés y el crédito doméstico fueron dejados en manos del mercado. De este modo, los intereses fueron completamente liberalizados en enero de 1976 y las barreras de entrada a la industria bancaria fueron gradualmente eliminadas a partir de 1975. Posteriormente son eliminados los controles cuantitativos sobre los créditos, mientras toma lugar una apertura gradual de la cuenta de capitales. Junto a esto se privatizaron los bancos del Estado.

Para las empresas, el proceso de privatización constituyó una relajación gradual de las restricciones de entrada al sector bancario. Las garantías del gobierno, el alto apalancamiento de la posición de los bancos, la falta de una apropiada regulación bancaria, y el tratamiento preferencial de impuestos sobre las obligaciones de deuda crearon problemas de riesgo moral, lo que deterioró la cartera de activos de los bancos y preparó el terreno para la crisis bancaria (Budnevich *et al.*, 2001).

Los *shocks* negativos en los términos de intercambio, el incremento en las tasas de interés internacionales y la subsiguiente gran devaluación del peso chileno, empeoraron la calidad de muchas carteras de los bancos, volviéndoles insolventes (Arrau, 2001). Para subsanar esta situación, el Estado permitió a los bancos recapitalizarse y emitir deuda a largo plazo —que fue comprada por el Banco Central— para reemplazar sus activos no desarrollados. De este modo, el Estado asumió una importante participación del coste de la crisis bancaria de 1982.

Todo este proceso de liberalización fue parcialmente revertido por la crisis bancaria. En primer lugar, el Estado llegó a ser administrador y principal acreedor del rescate de los bancos. Como punto consecutivo, el Estado reinicia controles financieros tales como restricciones sobre el movimiento de capitales externos y “sugirió” las tasas de interés administradas por el Banco Central.

A partir de 1985 son eliminados los controles de tasas de interés y se crea una nueva legislación de bancos, la cual incluyó entre otros elementos: i) limitaciones sobre la ratio deuda sobre capitales propios y requerimientos de reservas para la posición de

apalancamiento de los bancos, ii) incentivos para la supervisión privada de los bancos a través de la garantía pública parcial sobre los depósitos y la obligación de exponer públicamente los estados financieros, y iii) la separación entre el negocio principal de los bancos y los de sus subsidiarias.

Finalmente, durante la década de los 90 muchas de las reformas comenzadas en la década anterior fueron consolidadas y otras modificadas, relajándose por ejemplo numerosas restricciones relativas a la cuenta externa de capitales. En términos específicos, a empresas con buenos *ratings* crediticios se les permitió emitir bonos y acciones en los mercados externos; a inversores institucionales como los bancos, fondos de pensión, gerentes y compañías de seguro se les permitió mantener activos externos; fueron reducidos gradualmente los requerimientos de permanencia de inversiones y beneficios externos; y fueron liberalizados los pagos de transacciones internacionales.

En consecuencia, dentro de los resultados globales planteados por Gallego y Loayza (2000 a, b), parecen destacar que el crecimiento general del sector financiero durante las décadas del 60 al 90, fue acompañado de un importante cambio en su estructura y composición. Este crecimiento de los mercados financieros no ha sido suave, sino que ha experimentado *booms* temporales. Por ejemplo, el pico crediticio del sector bancario que ocurrió antes de la crisis de 1982, fue prácticamente revertido; así también como lo fue la expansión del mercado accionario en 1983-4. En menor medida, la disminución de la capitalización del mercado accionario en 1996-8 también puede interpretarse como una reversión parcial de la fuerte expansión ocurrida a principios de los 90.

Por otra parte, los autores señalan que el sector bancario chileno puede ser clasificado como altamente subdesarrollado hasta principios de los ochenta y como desarrollado en el resto del período, incluso durante los episodios de la crisis bancaria de los 80.

Económicamente hablando, Aguilera y Ermoli (2005) rotulan que a pesar de los efectos de la recesión de 1999, Chile ha mantenido su reputación como consecuencia de la fuerza de sus instituciones financieras y su base política que le ha dado al país los mejores *ratings* de garantía crediticia de Sudamérica.

De los argumentos anteriores, podemos rescatar que la mayoría de los cambios institucionales introducidos en el país han pretendido desarrollar los mercados

financieros y mejorar la protección de los inversores. En síntesis, los hechos más relevantes que han conducido a una modificación tanto en los mecanismos de gobierno corporativo en Chile como en la configuración del mercado de capitales⁷³ son la situación financiera previa a los años 80, las privatizaciones de las principales empresas del país, la crisis de la deuda y la reforma del sistema de pensiones (Lefort y Walker, 2000 b). En este sentido, Larraín (2001) y Lefort y Walker (2002) argumentan que a partir de la década de los 80 han existido en el mercado de valores de Chile importantes cambios que han propendido a su desarrollo, amplitud e integración. En términos particulares, Lefort y Walker (2002) destacan dos cambios coyunturales. En primer lugar, una importante caída del nivel de riesgo local a comienzos de la década de los 90, y en segundo lugar, un importante aumento de la correlación con mercados mundiales que da cuenta del fuerte proceso integrador de los mercados chilenos con el resto del mundo. Dicho argumento está en línea con el enfoque de servicios financieros propuesto por Beck y Levine (2004), descrito en el capítulo precedente.

Al hilo de lo anterior, de acuerdo con la OECD (2003) una característica institucional que ha permitido que Chile consolide y desarrolle sus mercados financieros es la protección a los derechos de los acreedores, particularmente en el área de procedimientos de quiebras. En Chile la ley de quiebras facilita un acuerdo entre los derechos del acreedor y la protección del deudor. Esto se basa en la tradición legal francesa y el enfoque anglosajón de empresa privada (OECD, 2003). No obstante esto, aún existe un espacio para la mejora de los derechos de los acreedores. Por ejemplo, esto se expresa en que en Chile los procedimientos de quiebra aún siguen siendo lentos, llegando a durar hasta tres años, y obstaculizados por procesos burocráticos.

La ley chilena de quiebras fue revisada en 1982 después de la gran crisis bancaria experimentando modificaciones más favorables para los intereses de los deudores. La actual legislación proporciona una mejor protección a los acreedores con

⁷³ Una interesante conclusión a la que subyace en su reciente trabajo Lefort (2003) y da apoyo al postulado del desarrollo del mercado de capitales de Chile y de sus sistemas de gobierno corporativo, es que la legislación chilena en lo referente a las leyes que regulan el comportamiento de las sociedades anónimas y de valores ha ido evolucionando de forma reactiva a los diversos *shocks* económicos bajo la asesoría de organismos multilaterales, por una parte, siguiendo en muchos aspectos importantes el modelo de las legislaciones de países desarrollados, y en particular el observado en los Estados Unidos. Por otra parte, el conjunto de reformas económicas tempranas y, en particular, la reforma de pensiones han logrado que la actividad corporativa en Chile sea relativamente transparente y se conduzca bajo prácticas aceptables en comparación con lo que se observa en otras economías en desarrollo.

mecanismos de salvaguarda para los deudores. Bajo esta nueva ley, los acreedores se benefician de disposiciones que facilitan las demandas sobre empresas en problemas. Los procedimientos de quiebra son fáciles de iniciar y en muchos casos necesitan sólo una obligación comercial atrasada.

Por su lado, los mecanismos de salvaguarda para los deudores son explícitos, a pesar de ser más débiles que los derechos de los acreedores. La liquidación no es inmediata ni es inevitable. Los procedimientos de quiebra permiten una reestructuración en vez de liquidación que puede ser pactada entre el deudor y los acreedores, asegurando la continuidad de la empresa y una posible rehabilitación. Bajo este esquema, una mayoría calificada de los acreedores puede forzar las decisiones sobre los intereses de la minoría sólo bajo los mecanismos de protección de los deudores, incentivando así la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (OECD, 2003).

En función de este conjunto de antecedentes, siguiendo a Lefor y Walker (2000 a) podemos señalar que no hay un único sistema de gobierno corporativo que necesariamente sea mejor para todos los países y que los sistemas deben ser analizados en virtud de su recorrido histórico y del nivel de desarrollo de cada país. Por lo tanto, la sola tipificación de un país en *common* o *civil-law* no es suficiente para recoger todos los elementos característicos de sus sistemas de gobierno corporativo. Al respecto, por ejemplo, es posible apuntar que Chile sigue manteniendo una estructura de propiedad similar a la de las empresas de los países basados en la *civil-law*, aunque presenta menores niveles de deuda y vencimientos de ésta más largos que las empresas de países cuyos sistemas financieros están basados en la *civil-law* como Alemania, Japón, Italia, España o Francia.

En suma, una de las características del sistema financiero chileno, y extrapolándolo aún más, del entorno legal e institucional, es que éste ha sido inspirado en la *civil-law* francesa, destacándose como ya se ha señalado en apartados anteriores, la gran concentración accionarial de sus empresas como mecanismo eficiente de gobierno corporativo. Aparentemente, en estos países la débil protección de los inversores es sustituida a través de mecanismos de gobierno interno, viendo su mejor reflejo en las estructuras concentradas de propiedad. *De facto*, Lefort y Walker (1999) afirman que los grupos económicos son la principal forma de estructura corporativa en Chile, y que la manera más común de separar el control de los derechos a dividendos es mediante el

uso de esquemas piramidales de propiedad. En Lefort y Walker (2000 b) se registra que el número de grupos económicos en Chile ha crecido desde tan sólo 12 a 71 en diez años desde 1988. Para 1993, Paredes y Sánchez (1996) identifican 17 grupos económicos, diez de los cuales son nuevos y surgen como consecuencia de la segunda ronda de privatizaciones en Chile. Los grupos que han estado presente desde la década del 60 y que realmente son grandes y están consolidados son sólo tres: Matte, Angellini y Luksic. Paredes y Sánchez (1996) interpretan este hecho como evidencia de una significativa movilidad y reducidas barreras para entrar o salir de los grupos económicos.

De forma consecutiva, y acorde a la naturaleza del sistema legal en Chile, hemos podido observar el importante rol que juegan los bancos como oferentes de fondos a las empresas. En términos particulares, la política aperturista seguida por el país ha hecho que no sólo sean los bancos los principales partícipes como oferentes de fondos para financiar a las empresas, sino también sean los mercados de capitales que durante las últimas dos décadas han experimentado un gran desarrollo para financiar los activos empresariales.

3.3.1.2 El sistema financiero en España

Siguiendo a Saa-Requejo (1996), el sistema financiero español se encuentra caracterizado por tres elementos que lo diferencian del sistema anglosajón. En primer lugar, muchos bancos españoles son la médula de grandes grupos industriales, tanto es así que han llegado a ser a su vez no sólo los principales acreedores de estas empresas sino también los principales accionistas miembros de estos grupos. De una forma similar a lo observado en Japón, en España los bancos juegan un rol muy importante en la financiación y la supervisión de las empresas.

En segundo lugar, el mercado de valores español aún se encuentra subdesarrollado en cuatro aspectos: i) éste tiene una baja capitalización; ii) su volumen de transacciones es aún reducido; iii) existen elevados costes de transacción y flotación; y iv) existen sólo unos pocos partícipes en el mercado, que a su vez tienen una participación significativa de mercado. Los bancos también juegan un papel

fundamental en estos mercados a través de la propiedad y administración de muchos de los fondos de inversión, compañías de seguros y empresas de corretajes de acciones.

En tercer lugar, tanto la legislación de quiebra como la legislación tributaria en España se encuentran caracterizadas por algunas estructuras diferenciadas de su contraparte del sistema financiero anglosajón de la *common-law*. Por una parte, en contraste a la legislación de quiebra de los Estados Unidos, por ejemplo, la legislación española otorga el control de las empresas al conjunto de los principales acreedores después de que una quiebra ha sido declarada. Este proceso reduce el poder de negociación del plan de reorganización de los directivos con los acreedores. Por otra parte, las empresas españolas cuentan con una gran variedad de beneficios fiscales, tales como tipos diferentes de créditos impositivos de la inversión y beneficios tributarios en la contratación de trabajadores adicionales en el proceso productivo de las empresas. En consecuencia, temas como la fuente de financiación debieran ser especialmente relevantes en sistemas financieros donde los bancos juegan un rol destacado y donde los mercados financieros organizados se encuentran *ad portas* de un proceso evolutivo hacia el desarrollo.

La evolución observada en el sistema bancario español surge como respuesta a la crisis bancaria de fines de los años 70 y comienzo de los 80 (Leech y Manjón, 2002; Pueyo, 2003). En un primer momento se apuntó hacia el impacto de la crisis económica y política vivida en el país, así como a la liberalización financiera y la instrumentación de un sistema de control monetario como causas exógenas a la crisis bancaria (Cuervo, 1988). A las mismas luego fueron sumadas ciertas conductas ilegales y la incapacidad generalizada de las entidades bancarias para mejorar significativamente los niveles de eficiencia técnica de las economías de escala, que acabaron en la suspensión de pagos. La liberalización del sistema financiero a mediados de la década del setenta obliga a los bancos a ir reformando sus organizaciones y formas de operar. En este sentido, la primera reacción de las entidades bancarias consistió en una auténtica carrera para abrir el mayor número posible de sucursales, con ánimo de acabar de llegar a todos los puntos geográficos del mercado.

Bajo estas consideraciones, ha sido ampliamente documentado que la existencia de una estrecha relación y por largos períodos entre los bancos y las empresas corresponde a un mecanismo para mitigar la información desigualmente distribuida y los problemas de agencia que se originan cuando tanto la deuda como los capitales

propios se encuentran muy diseminados (Diamond, 1984). De este modo, los bancos sirven como mecanismos de control corporativo para soportar de una forma eficiente los costes de supervisión y recolección de información acerca de las empresas que demandan fondos externos (Naaborg *et al.*, 2004). Así, estas imperfecciones de mercado serán solucionadas por los bancos básicamente por dos razones. En primer lugar, los bancos pueden colocar la tesorería internamente entre las empresas que pertenezcan a su grupo industrial, mitigando así los problemas de liquidez. Por lo demás, al igual que lo que ocurre en muchos de los países cuya estructura legal corresponde a la *civil-law*, en España —así como en Alemania, Japón y Francia— los bancos pueden participar en el capital social de las empresas a las que financian, de forma contraria a lo ocurrido en los Estados Unidos o Chile donde existe prohibición a este tipo de prácticas (Bartholdy *et al.*, 1997). Mientras que en segundo lugar, los bancos pueden controlar más eficientemente debido al acceso a información detallada, reduciendo así los problemas de agencia y de asimetrías de información (Gual, 1999).

Tomando en consideración las características del sistema legislativo bancario, la tradicional hipótesis de Prowse (1990) ha demostrado que los costes de agencia se ven minorados siempre que a los bancos se les permita tener participación en la propiedad de las empresas a las que han financiado. Su hipótesis contrasta dicha relación para los Estados Unidos y Japón, donde la participación en el capital social por parte de los bancos está prohibida para el uno, pero ampliamente aceptada para el otro. De dicho análisis se rescata que la participación de los bancos en las empresas corresponde a un eficiente mecanismo de gobierno y control. No obstante estos argumentos, el trabajo de Bartholdy *et al.* (1997) se empeña en probar nuevamente dicha hipótesis pero ampliando el cuadro de países a Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, Alemania y Japón. A pesar de lo anterior, la conclusión a la que llegan los autores es que las diferencias observadas por Prowse no parecen deberse a las diferencias en la regulación acerca de la participación de los bancos en el capital social de las empresas.

En términos de la integración del mercado de capitales español, su participación como miembro de la Unión Europea le ha obligado a una mayor integración y desarrollo del mercado de valores (Gual, 1999; Leech y Manjón, 2002). Esta integración no ha sido sólo en términos de capitales sino también a través del flujo real de bienes y servicios aportados por el país. Al respecto, Hardouvelis *et al.* (2004) señalan que de forma posterior a la eliminación de las barreras a la inversión de la Unión Monetaria

Europea, los mercados de capitales en Europa han experimentado un crecimiento exponencial en términos de su integración, acompañado de una menor demanda por retornos esperados por parte de los inversores. Por lo tanto, los beneficios de la diversificación en el mercado europeo son mayores que aquellos que podrían ser logrados únicamente a través de los mercados domésticos.

Finalmente, la conclusión a la que subyacen Hardouvelis *et al.* (2004) es que en general los mercados de capitales de los países europeos han llegado a estar más integrados durante la década de los 90. Además, dicha integración ha tenido un impacto directo en la convergencia del coste de capital entre los países y/o sectores.

Por otra parte, España como heredera de la *civil-law* también ha adoptado mecanismos internos de control corporativo complementarios a la financiación a través de los bancos. En este sentido, las estructuras de propiedad no sólo de participación bancaria sino también la propiedad mayoritaria de los accionistas constituyen características ampliamente observadas en España. La protección de los inversores y acreedores en general no se encuentra completamente sustentada por la legislación vigente (Ergungor, 2004). Para salvar dicha falencia, las empresas han optado por estructuras de propiedad altamente concentradas como se ha explicado en el apartado anterior.

En suma, tal como se ha esquematizado en el gráfico 6, es posible observar similitudes en estos dos países que les hace un interesante conjunto para ser sometido a análisis empírico. Según Saa-Requejo (1996) la estructura del sistema financiero de un país juega un rol importante en la definición de los determinantes de la decisión de financiación tomada por las empresas en una economía. Sólo a través de la comparación de las decisiones tomadas por las empresas operando en diferentes entornos, podemos analizar el efecto de estas estructuras institucionales. Sin embargo, gran parte de la investigación sobre los determinantes de la estructura de capital han sido llevados a cabo con muestras de empresas de países anglosajones, dominados por el entorno legal de la *common-law*. Por lo tanto, el estudio de estas decisiones tomadas por empresas que operan en otro sistema financiero como es el de la *civil-law* tanto para Chile y España, debería ampliar nuestra comprensión acerca de los condicionantes de estas decisiones.

En esta línea, como se ha observado, ambas economías han sufrido un importante desarrollo hacia un enfoque más aperturista de sus mercados de capitales y reales en sus respectivos ámbitos. Por otra parte, la gran participación bancaria como oferentes de fondos de corto y largo plazo para la financiación de los proyectos de inversión empresariales de forma similar en los dos países les hace elementos comparables al momento de estudiar la decisión de financiación. Por lo demás, ambos países comparten un mismo origen legal y se han visto caracterizados también por registrar estructuras de propiedad altamente concentradas y muy diferentes a las mostradas por las empresas anglosajonas.

Finalmente, se debe reconocer que el proceso evolutivo que han seguido estas economías les ha conducido también a un desarrollo similar de sus mercados de capitales, sin embargo tal desarrollo aún no es comparable al observado en las economías cuyo origen legal se enmarca en la *common-law*. Aparentemente, los países van adoptando aquellas características que mejor se adaptan a sus requerimientos para fomentar el crecimiento económico. Por ejemplo, el caso de Chile tras optar por una gran apertura de su economía ha tenido que invertir en el desarrollo y transparencia de sus mercados de capitales, pero aún manteniendo un fuerte control por parte de la banca. Luego, de forma similar ha ocurrido con España al momento de pasar a constituirse miembro de la Unión Europea. No obstante, en este último país se siguen observando características propias de aquellos países orientados hacia la banca como la posibilidad de participación accionarial de los bancos en las empresas que financian.

En síntesis, los antecedentes expuestos hasta ahora nos permiten apreciar que tanto Chile como España si bien son herederos de una misma tradición legal, sus entornos institucionales han evolucionado de forma distinta en algunos aspectos. El primero de estos países dando mayor importancia al mercado de valores como oferente de fondos, mientras que el segundo se apoya fuertemente en los créditos intermediados para financiar a sus empresas. De este modo, observaremos cómo influyen en la decisión de financiación de las empresas las características del entorno institucional y los factores empresariales.

3.3.2 Definición de variables

Dado que nuestro objetivo es analizar la decisión de endeudamiento bajo diferentes entornos institucionales que se enmarcan en una misma tradición legal, y en función de la existencia o no de oportunidades de crecimiento, del déficit de fondos para la financiación y de la estructura de propiedad de la empresa, hemos seleccionado una serie de medidas,⁷⁴ a partir de las aportaciones empíricas que nos han precedido, para aproximar cada una de las variables consideradas relevantes en este trabajo.

Las variables dependientes utilizadas en los diversos modelos de regresión corresponden al nivel de deuda expresado como el endeudamiento total sobre el total de activos (DTAB) para aquellos modelos asociados al nivel de endeudamiento total de las empresas. Mientras que cuando estudiamos el nivel de deuda bancaria utilizamos la ratio de endeudamiento bancario total sobre activo total (DBAB). Cuando se efectúan los análisis de plazo de vencimiento de la deuda se utiliza la deuda total de corto plazo sobre la deuda total (DTCDT), mientras que cuando se analiza el plazo de vencimiento de la deuda bancaria, ésta es medida a través de la deuda bancaria de corto plazo sobre el total de deuda bancaria (DBCDB).⁷⁵ En el Apéndice se ofrece una descripción de la definición de las diversas variables consideradas en el análisis empírico.

3.3.2.1 Medición de la variable dependiente.

Antes de continuar con la descripción de variables creemos necesario hacer un alto en el discurso y presentar algunos argumentos que fundan la determinación de la estimación de las diversas ratios que miden nuestra variable dependiente para cada modelo. De todas las alternativas observadas en la literatura éstas pueden ser clasificadas en dos grandes universos: las medidas de endeudamiento a valor libro —o contable— y las medidas de endeudamiento a valor de mercado. En esta Tesis nos

⁷⁴ Siempre que nuestra fuente de datos nos lo ha permitido, hemos utilizado la medida más comúnmente señalada por la literatura.

⁷⁵ Lang *et al.* (1996) discute las razones para el empleo de valores libro en el cálculo de las ratios.

decantamos por la primera medida en función de los argumentos que se señalan a continuación.

Los estudios previos sobre la estructura de capital han hecho uso tanto de ratios de endeudamiento a valor mercado como a valor libro. Por una parte, muchos modelos hacen predicciones teóricas considerando la decisión de financiación usando la ratio de apalancamiento a valor de mercado. Por otra parte, como bien lo señalara Myers (1977), una regla de general aceptación es la utilización de la ratio de endeudamiento a valor libro para estimar la política financiera. Muchos estudios financieros como por ejemplo el trabajo de Frank y Goyal (2009) usan ambas medidas para mostrar la robustez de sus resultados.

Siguiendo la argumentación de Chen y Zhao (2006), en esta investigación se ha de utilizar la ratio de endeudamiento a valor libro y no a valor de mercado por las siguientes razones. En primer lugar, la ratio de endeudamiento —ya sea aquella que mide el montante de deuda, aquella confeccionada según el tipo de acreedor como la deuda bancaria, o aquella que mide el plazo de vencimiento a través de la deuda de corto plazo— a valor libro indica el uso acumulativo de fondos de una empresa a través de sus capitales internos, financiación a través de deuda y financiación a través de capitales propios, revelando de este modo la política financiera de la empresa. Si una empresa realmente emite menos deuda debido a que posee mayores oportunidades de crecimiento, entonces es probable que tenga, *ceteris paribus*, una menor ratio de apalancamiento a valor libro.

En segundo lugar, usar ratios de endeudamiento a valor de mercado es particularmente complejo cuando se está estudiando la relación entre la ratio de valor de mercado a valor libro, como es nuestro caso para la estimación de las oportunidades de crecimiento, y la ratio de apalancamiento porque el valor de mercado de los capitales propios se muestra en el numerador de la ratio valor de mercado a valor libro y a su vez en el denominador de la ratio de endeudamiento. En consecuencia, a través de esta práctica se incrementaría el riesgo de presentar serios problemas de endogeneidad. Siguiendo un ejemplo propuesto por Chen y Zhao (2006) se puede clarificar esta situación del siguiente modo. Supóngase que dos empresas siguen la misma política de financiación y tienen la misma ratio de endeudamiento a valor libro como consecuencia de las decisiones acumulativas de financiación. Supóngase además que una de las empresas se encuentra mal valorada por el mercado y tiene mayores capitales propios.

Encontraríamos que dicha empresa tiene una mayor ratio valor mercado a valor libro y una menor ratio de apalancamiento, incluso aunque la interpretación económica no sea clara: esta relación puede estar condicionada ya sea por la valoración de mercado o por la política financiera de la empresa (Welch, 2004).

De forma análoga a los argumentos previos, de acuerdo con Lang *et al.* (1996) una medida del apalancamiento que utilice el valor de mercado podría dar demasiada importancia a los cambios recientes en los capitales propios. En consecuencia, si se efectuasen estimaciones de los modelos entre las oportunidades de crecimiento sobre medidas del endeudamiento a valor de mercado, se estarían estimando las oportunidades de crecimiento sobre las expectativas de crecimiento reflejadas en el precio de las acciones de la empresa, condicionando una relación negativa entre el apalancamiento y las oportunidades de crecimiento. En contraste a este hecho, la medida del apalancamiento a valor en libro no refleja los cambios recientes en la valoración que el mercado haga de la empresa, por lo tanto la utilización de ratios a valor libro es idónea para los objetivos propuestos en la investigación.

En resumidas cuentas, en términos de la relación entre la ratio valor de mercado a valor libro y la ratio de endeudamiento —con independencia de las medidas propuestas para esta Tesis—, podemos hacer uso de la ratio de endeudamiento a valor libro para probar las teorías sobre la estructura de capital, porque la ratio de apalancamiento a valor libro constituye el resultado acumulativo de las políticas de financiación de las empresas, pero no se tiene absoluta seguridad de cómo interpretar los resultados si se utilizasen medidas de endeudamiento a valor de mercado (Chen y Zhao, 2006). De forma adicional, es posible postular que la teoría actual del *trade-off* presenta claras predicciones sobre la relación entre las oportunidades de crecimiento y los costes de financiación de la deuda, y entre las oportunidades de crecimiento y las decisiones de financiación adoptada por las empresas. En consecuencia, hemos de señalar que a través de este estudio no sólo se configurarían conclusiones sobre las ratios de endeudamiento, sino también sobre el conjunto de estas dimensiones.

Como se ha dicho con antelación, la definición de nuestras variables dependientes responde a las variables más utilizadas por los trabajos empíricos previos (ver apéndice), así también como a los requerimientos propios de la metodología propuesta. La razón por la que nos hemos decantado por el uso del endeudamiento total sobre el total de activos —más que sobre los capitales propios—, es que ésta es una

medida más eficiente para aproximar la decisión de endeudamiento adoptada por las empresas al considerar los activos totales. En este caso la ratio DTAB da respuesta a la pregunta de qué proporción de los activos son financiados con deuda externa. Sin embargo, si se consideran los capitales propios en el denominador, se estaría respondiendo a la pregunta de qué proporción de deuda ajena existe en relación a los recursos propios. Por lo tanto, como lo que intentamos analizar a través de nuestra Tesis es la decisión de endeudamiento para la financiación de los activos empresariales, la ratio DTAB es más precisa para el logro de nuestro objetivo, que la simple ratio de apalancamiento, deuda total sobre capitales propios.

No obstante lo anterior, también fueron efectuadas nuestras estimaciones considerando la ratio de deuda total sobre capitales propios. Los resultados obtenidos no difieren cualitativamente de aquellos alcanzados con la ratio deuda total sobre activos totales, DTAB, dando robustez a nuestros resultados. Sin embargo, hemos decidido presentar los resultados utilizando esta última variable en función de los argumentos esgrimidos en el párrafo anterior.

Las razones que justifican el uso de nuestra variable que identifica la propiedad de la deuda como deuda bancaria sobre los activos totales, DBAB, se encuentran apoyadas por las características institucionales de los países de la *civil-law*. Para estos países, el rol participativo que cumplen los bancos como oferentes de fondos tanto de corto como de largo plazo, relega a un segundo plano a los mercados de capitales en la colocación de recursos financieros (Thakor, 1996; La Porta *et al.*, 1998, 2000; Allen y Gale, 2001). Esto nos permite señalar que el uso de los capitales propios y de la deuda intermediada es una de las principales diferencias entre los países de la *common-law* y *civil-law*, respectivamente.

Por otro lado, la importancia relativa que cada uno de estos oferentes de fondos, el mercado de capitales o los intermediarios bancarios, tienen en el balance de las empresas depende a su vez de la importancia relativa que cada uno de estos partícipes tenga en el sistema financiero. Por lo tanto, en los sistemas financieros bancarizados, el estudio de la propiedad de la deuda se encuentra mejor aproximado a través de la deuda bancaria que a través de la deuda negociable (Qian y Strahan, 2007). Finalmente, hemos de reconocer que las empresas que operan bajo el sistema legal de la *civil-law* tienden a mitigar los problemas de la ineficiente protección legal de los inversores a través de la emisión de deuda bancaria. Este hecho surge tanto para evitar tener que emitir nuevas

acciones acompañadas del riesgo de dilución del capital como por el escaso interés de las empresas y de los inversores en participar en los mercados financieros (Barth *et al.*, 2004). Por lo tanto, en su conjunto, todos estos argumentos incentivan el estudio de la propiedad de la deuda para estos países a través de su aproximación con la deuda bancaria.

3.3.2.2 Medición de las variables independientes

Dentro del conjunto de variables independientes hemos incluido a la concentración de propiedad, medida como el porcentaje de propiedad en manos del accionista mayoritario (PA1). Se dispone también de cinco variables *dummy* que recogen la naturaleza del principal accionista: familia individual (EMFAM), sociedad de inversión (SINV), empresa nacional (EMNAC), empresa multinacional (EMMUL) y empresa pública (EMPUB). La inclusión de este tipo de variables en el modelo responde al intento de obtener mayor información sobre las decisiones de estructura de capital adoptadas por las empresas según la naturaleza del principal accionista. El trabajo de Anderson *et al.* (2003) corresponde a uno de los pioneros donde se estudia de forma particular la relación entre los potenciales costes de agencia y las características de la estructura de propiedad de las empresas familiares. En su trabajo observan que dado el menor potencial de conflicto de agencia entre *managers*, accionistas y acreedores como fruto de ser una empresa familiar, que es donde se espera que los intereses de principal y agente se encuentren más alineados, este tipo de empresas tiene acceso a fuentes externas de financiación a un coste medio menor que aquellas empresas no familiares. De forma análoga a Anderson *et al.* (2003), el reciente trabajo de Maury y Pajuste (2005) observa que el riesgo de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas mayoritarios es menor en las empresas familiares. El caso contrario se observa en las empresas donde el accionista mayoritario corresponde a una sociedad de inversión. En suma, Maury y Pajuste (2005) vienen a enfatizar que la identidad y tamaño relativo de los accionistas mayoritarios pueden afectar el nivel de extracción de beneficios privados.

Por otra parte, la inclusión de las variables que identifiquen la industria está en concomitancia con nuestro objetivo dado que la naturaleza y desarrollo del sistema financiero también es determinante en la estructura financiera de determinadas industrias (Mayer, 2002).

Las oportunidades de crecimiento se aproximan a través de la ratio valor de mercado sobre el valor contable (Q),⁷⁶ que en nuestro caso se ha medido como el cociente entre el valor mercado de los activos de la empresa y el valor contable de los mismos como una aproximación a la Q de Tobin. Siguiendo a Lang *et al.* (1996) y Aivazian *et al.* (2005), las empresas con un Q superior a la unidad, se dice que cuentan con oportunidades de crecimiento; en caso contrario, se dice entonces que carecen de oportunidades de crecimiento.

La necesidad de fondos externos (DEF) para la financiación de la cartera de proyectos ha sido calculada siguiendo los trabajos de Shyam-Sunder y Myers (1999) y Sogorb y López (2003). Ésta ha sido aproximada a través de la variación del activo inmovilizado entre el año actual y el anterior, más la variación del fondo de maniobra entre el año actual y el anterior, y menos el flujo de tesorería del período actual, debido a que se espera que con dicho flujo de tesorería sean financiadas las variaciones en las necesidades de fondos, y todo escalado sobre el total de activo.

Se han confeccionado además tres variables cruzadas que relacionan: la estructura de propiedad de la empresa con la existencia de oportunidades de crecimiento (PA1*QI), el déficit de financiación con la estructura de propiedad de la empresa (DEF*PA1I) y las oportunidades de crecimiento con el déficit de financiación (Q*DEFI). La primera de estas variables, PA1*QI, toma el valor observado en PA1 para todas aquellas empresas que cuenten con la existencia de oportunidades de crecimiento, es decir, con Q superior a 1, y toma el valor 0 en caso contrario. La segunda variable,

⁷⁶ Las oportunidades de crecimiento han sido habitualmente medidas con la ratio valor mercado sobre el valor contable (Johnson, 1997 a, b, 2003; Cuñat, 1999; Krishnaswami *et al.*, 1999; Barclay *et al.*, 2003, entre otros). Si bien es cierto, muchos trabajos han instrumentado las oportunidades de crecimiento a través de la aproximación a la Q de Tobin y no directamente con la Q de Tobin, lo que supone calcular el coste de reposición de los activos, debe tenerse presente que la ratio valor mercado de los activos de la empresa sobre el valor libro de los mismos se aproxima notablemente al valor original de la Q. Chung y Pruitt (1994) han comparado los valores de la Q obtenidos por el método de Lindenberg y Ross (1981) con la Q aproximada, obteniendo como resultado que al menos el 96,6% de la variabilidad de la Q de Tobin es explicada por el cociente entre el valor de mercado de los activos y el valor contable de los mismos.

DEF*PA1I, toma el valor de DEF para todas aquellas empresas que cuenten con una concentración de propiedad en manos del principal accionista superior al 50%, mientras que toma un valor 0 en caso contrario. La tercera variable cruzada, Q*DEFI, toma el valor de las oportunidades de crecimiento para todas aquellas empresas que tengan déficit de financiación, mientras que toma el valor 0 en caso contrario.

Como variables de control se han utilizado el tamaño, la rentabilidad de la cartera de activos empresariales y la probabilidad de quiebra. El tamaño de las empresas se ha calculado a partir del valor contable de sus activos. Para los análisis econométricos se utiliza su transformación logarítmica ya que suele ser la solución habitual para trabajar con variables que tienen valores no negativos y de elevada varianza (LNTAB). Para medir la rentabilidad de la cartera de proyectos de las empresas se ha utilizado la ratio de rentabilidad sobre los activos (ROA). Finalmente, la probabilidad de quiebra se aproxima a través del valor del Z-Score de Altman (Z), mientras que el riesgo de insolvencia se aproxima con la ratio deuda sobre capitales propios (DTEB). Una descripción de la estimación de las variables se encuentra en el Apéndice de esta investigación.

No obstante, también se han empleado otras definiciones alternativas en nuestras variables independientes que producen resultados consistentes y robustos pero que no son presentados en este estudio. Dentro de las variables alternativas que hemos empleado destacan medidas para la concentración accionarial no sólo en manos del principal accionista, sino también en manos de los dos y de los cinco principales accionistas. Se ha prescindido de estas dos últimas por no presentar tan buen nivel de significación como la variable PA1.

También se usó una medida alternativa para el tamaño empresarial como el logaritmo neperiano de la cifra de negocios. No obstante, se ha prescindido de esta variable porque es más representativa de una medida de actividad que de tamaño empresarial.

Los modelos para contrastar las hipótesis planteadas toman las siguientes formas. En primer lugar, para el estudio del nivel de deuda total utilizamos el siguiente modelo de regresión:

$$\begin{aligned}
DTAB_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PAI_{it} + \beta_2 PAI \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \\
& \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PAI_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LNTAB_{it} + \beta_9 Z_{it} + \\
& \beta_{10} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{11} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \\
& \beta_{12} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{1}$$

Donde i representa a las empresas que van desde 1 a 169 para el caso de Chile y de 1 a 111 para el caso de España, t son los años que van desde 1991 a 2001 para ambas muestras y $\varepsilon_{it} = \eta_i + \eta_t + e_{it}$ corresponde al término de error que incluye el efecto individual η_i , el temporal η_t , y el error estocástico e_{it} .⁷⁷ Junto con las variables de control se han incluido también variables *dummy* por cada uno de los sectores industriales, variables *dummy* según la naturaleza del accionista principal y variables *dummy* temporales.

Para la estimación de las hipótesis asociadas a la propiedad de la deuda se aplica el siguiente modelo:

$$\begin{aligned}
DBAB_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PAI_{it} + \beta_2 PAI \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \beta_5 DEF_{it} + \\
& \beta_6 DEF \cdot PAI_{it} + \beta_7 DTEB_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 LNTAB_{it} + \beta_{10} Z_{it} + \\
& \beta_{11} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{12} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \\
& \beta_{13} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{2}$$

Mientras que para el estudio del plazo de vencimiento de la deuda total y el plazo de vencimiento de la deuda bancaria se emplean, respectivamente, los siguientes modelos:

⁷⁷ El efecto individual, η_i , puede incluir un conjunto de efectos específicos tales como: las barreras de entrada, condiciones generales del mercado de insumos, el riesgo económico de la empresa, su reputación, entre otros, los cuales se supone que son constantes a lo largo del tiempo (Antoniou *et al.*, 2008b). La variable η_t que representa el efecto temporal incluye los factores macroeconómicos tales como la inflación, las tasas de interés, los *shocks* de demanda o una recesión económica, por ejemplo que afectan en forma transversal al conjunto de todas las empresas en un mismo período (Sogorb y López, 2003). Finalmente, el término de error estocástico e_{it} captura los posibles errores de medición en las variables independientes, así también como cualquier otra variable independiente que haya sido omitida en el modelo y que se supone que no está correlacionada serialmente y que posee una media igual a 0 y una varianza igual a σ^2 (Antoniou *et al.*, 2008b).

$$\begin{aligned}
DTCDT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PAI_{it} + \beta_2 PAI \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \\
& \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PAI_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LNTAB_{it} + \beta_9 Z_{it} + \\
& \beta_{10} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{11} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \\
& \beta_{12} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
DBCDB_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PAI_{it} + \beta_2 PAI \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \\
& \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PAI_{it} + \beta_7 DTEB_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 LNTAB_{it} + \\
& \beta_{10} Z_{it} + \beta_{11} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{12} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \\
& \beta_{13} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{4}$$

3.3.3 Datos y descripción de la fuente de información

Para el análisis empírico se ha confeccionado un panel de datos incompleto de las empresas no financieras cotizadas. La razón que justifica la utilización de sólo aquellas empresas cotizadas es que el análisis de la estructura de propiedad de las empresas sólo tiene sentido cuando la propiedad de las acciones puede cambiar de manos en un mercado estandarizado y transparente. Además para el estudio de las oportunidades de crecimiento necesitamos datos de mercado sólo disponibles en las empresas cotizadas. Se ha prescindido de todas aquellas observaciones para las que se tenían datos incompletos, o de las empresas sin deuda de ningún tipo, ya que bajo tal escenario no es posible observar los problemas de agencia de sustitución de activos ni de subinversión que se pretende estudiar.

La información utilizada para el análisis de las empresas de Chile se obtuvo de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) que publica anualmente la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Nuestra muestra incluye 169 (73%) empresas no financieras de un total 233 que aparecen en la FECU. El estudio abarca el período de 1991 hasta 2001, por lo que disponemos de un total de 1508 observaciones. Consideramos que la muestra es suficientemente representativa del conjunto de las empresas chilenas cotizadas. Las 169 empresas seleccionadas pertenecen a ocho sectores industriales diferentes: alimentación, pesca y agricultura (31), cemento y

construcción (11), inmobiliarias (8), transporte y telecomunicaciones (12), textil, papel y celulosa (20), agua, luz, gas y petróleo (28), servicios (43) y minería (16).

Con respecto a la muestra utilizada para el análisis del caso de España, disponemos de 111 empresas no financieras durante el período 1991 a 2001, totalizando 912 observaciones. Los datos de balance, cuenta de resultados y estructura de propiedad accionarial se obtuvieron a partir de la información que suministra la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Al igual que en el caso chileno, las empresas españolas han sido clasificadas según el sector industrial al que pertenecen: alimentación, pesca y agricultura (13); cemento y construcción (22); inmobiliarias (10); transporte y telecomunicaciones (8); textil, papel y celulosa (11); agua, luz, gas y petróleo (19); servicios (8) y minería (20). La tabla 4 nos ofrece un detalle de la composición de cada una de las muestras por sector industrial.

Existen diversas razones para pensar que la inclusión del sector industrial en las muestras tiene un efecto significativo en el estudio de la estructura de capital de las empresas (Harris y Raviv, 1991). Según Titman (1984) a medida que más específicos sean los bienes y productos de una industria en particular, las empresas buscarán un nivel de endeudamiento que les ayude a contrarrestar sus mayores costes de liquidación que deberían enfrentar si los problemas de insolvencia no pueden ser resueltos. Vilasuso y Minkler (2001), por su parte, se centran en el estudio de la estructura de capital por sector industrial —específicamente los sectores de equipamiento de transporte y de pintura y publicidad—. Los autores demuestran que la estructura óptima de capital de una empresa involucra el uso tanto de deuda como de capitales propios para su financiación, con el objetivo de minimizar la suma de los costes de agencia y las consideraciones de la especificidad de los activos frente a eventuales procesos de liquidación de los mismos.

3.3.4 Metodología

Una vez definidas las variables que vamos a utilizar procedemos en dos fases. En la primera fase efectuamos un análisis univariante en el que se describe a las

empresas de las muestras, apoyándonos tanto en la estadística descriptiva como en el análisis de medias. En la segunda fase se realiza un análisis de regresión aplicando la metodología de datos de panel a cada modelo. Consideramos que esta es la metodología adecuada en nuestro caso, dado que disponemos de una muestra de 169 empresas chilenas con datos anuales que van desde 1991 a 2001 y una muestra de 111 empresas españolas para el mismo período de análisis.

Existen estudios previos que analizan las decisiones financieras a través del uso de regresiones mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO) o regresiones *pool*, ignorando el efecto de las empresas individualmente consideradas. Tal enfoque de análisis puede no identificar completamente el impacto de cada una de nuestras variables explicativas sobre las distintas medidas de apalancamiento y de plazo de vencimiento de la deuda aquí empleados. Por lo tanto, esta Tesis extiende su análisis inspirado en los trabajos más recientes a través del uso de la metodología de datos de panel para controlar la heterogeneidad entre las empresas individualmente consideradas. Junto a esto, también se utiliza el enfoque de variables instrumentales para controlar los problemas de endogeneidad comúnmente presentes en este tipo de estudios. Siguiendo el argumento de Karathanassis y Drakos (2004), muchos estudios previos sobre las decisiones financieras utilizan un esquema de análisis de corte transversal, reconociendo que adolecen de poder explicativo de las relaciones estudiadas. En consecuencia, uno de los mecanismos para dar solución a tal limitación consiste en considerar no sólo un esquema de análisis de corte transversal, sino también longitudinal, sintetizado en el análisis de datos de panel.

Se debe reconocer que gran parte de las aplicaciones en economía financiera usan series de datos que poseen diferentes períodos iniciales, o de forma menos común, diferentes períodos finales. La práctica más común en estos casos es tomar la intersección de los períodos muestrales sobre los que son observados los datos. Dicha intersección pasa a formar el período muestral para el estudio, mientras que son ignorados el resto de los datos. Para estos casos, Lynch y Wachter (2011) han propuesto que la utilización de datos de panel desequilibrados, aplicando el método de momentos generalizados es una metodología útil para tratar este tipo de situaciones, donde los datos muestrales tanto iniciales como finales varían ampliamente entre los individuos incluidos en la muestra.

En consecuencia, la aplicación de datos de panel para llevar a cabo los contrastes de hipótesis se encuentra bien justificada en este caso. No obstante, hemos dejado que estos y otros puntos específicos sean discutidos con mayor amplitud en los apartados siguientes de este capítulo de forma tal que sustenten la aplicación de esta metodología en la investigación.

3.3.4.1 Ventajas de la utilización de datos de panel

Entre las ventajas que cita Baltagi (1995) y que posteriormente apoyan también Himmelberg *et al.* (1999) y López (2005) acerca de esta metodología, destaca la posibilidad de controlar la heterogeneidad individual de las observaciones —en nuestro caso, cada una de las empresas cotizadas—. Además los datos de panel poseen un mayor contenido informativo, mayor variabilidad, menor colinealidad entre las variables, más grados de libertad y mayor eficiencia. Así mismo, los datos de panel permiten estudiar la dinamicidad de los ajustes y son mejores en la identificación y medición de los efectos que no son detectables a través de los datos de corte transversal o de series temporales (Arellano y Bover, 1990). Finalmente, los datos de panel permiten construir y probar modelos conductuales más complejos que aquellos realizados con datos puramente de corte transversal o de serie temporal. Según Antoniou *et al.* (2008b) la motivación principal para el uso de datos de panel es para controlar por la heterogeneidad inobservable de la empresa.

En nuestro caso, la estimación en diferencias propuesta por Arellano y Bond (1991) permite eliminar cualquier sesgo ocasionado por los efectos específicos que puedan tener las empresas individualmente consideradas, permitiendo a su vez instrumentar las variables explicativas mediante el uso de los valores retardados de los regresores originales para eliminar la inconsistencia potencial del parámetro que surge de los sesgos de simultaneidad. Bajo este prisma, la metodología de datos de panel permite controlar tanto la heterogeneidad inobservable en los datos como la posibilidad de considerar los problemas de simultaneidad habituales en los estudios sobre decisiones empresariales (Arellano y Bover, 1990; Bond, 2002).

En consecuencia, para un panel de datos pequeño y desequilibrado, el método más eficiente ha sido descrito por Arellano y Bond (1991). Su procedimiento consiste

en tomar las primeras diferencias y luego aplicar el Método de Momentos Generalizados (GMM_{diff}), usando los niveles retardados de la variable dependiente y las variables independientes como variables instrumentales. Tomando la primera diferencia, el término fijo de error η_i es eliminado. Dado que los *shocks* ε_{it} no están serialmente correlacionados, los niveles retardados de la variable dependiente y de las variables independientes pueden ser usados como instrumentos para obtener un estimador consistente (Goergen y Renneboog, 2001). La ventaja de la técnica de Arellano y Bond sobre otros métodos subyace en su eficiencia en el uso de variables instrumentales disponibles.

De acuerdo con Baum *et al.* (2003), la aplicación del estimador de variables instrumentales en el contexto clásico de los modelos de regresión lineal, es claramente sencilla en el siguiente sentido: si la distribución del error no puede ser considerada independiente de la distribución de los regresores, entonces es necesaria la utilización de variables instrumentales, usando para ello un conjunto apropiado de instrumentos.

Por otra parte, Baum *et al.* (2003) no tardan en señalar que un problema omnipresente en los trabajos empíricos viene dado por la heteroscedasticidad. Aunque la consistencia de los estimadores de los coeficientes de las variables instrumentales no esté afectada por la presencia de heteroscedasticidad, los estimadores estándares de las variables instrumentales de los errores estándares son inconsistentes, impidiendo el realizar una inferencia válida. Las formas usuales de los *tests* de diagnóstico para la endogeneidad y la sobreidentificación de restricciones serán también inválidos si se encuentra presente el problema de heteroscedasticidad. Estos problemas pueden ser tratados particularmente a través del uso de heteroscedasticidad-consistente o errores estándares “robustos” y una serie de estadísticos. El estimador convencional de variables instrumentales, si bien es consistente, es ineficiente en presencia de heteroscedasticidad. El enfoque más empleado en la actualidad para enfrentar estos problemas de heteroscedasticidad ha sido la aplicación del Método de Momentos Generalizados GMM . Este método hace uso de las condiciones de ortogonalidad para lograr una eficiente estimación en presencia de heteroscedasticidad (Ahn y Gadarowski, 2004).

En otras palabras, hemos de reconocer que la presencia de efectos fijos inobservables asociados a cada empresa y correlacionados con el resto de variables

independientes produce estimaciones que son sesgadas e inconsistentes. Este problema puede ser resuelto transformando las variables en primeras diferencias. Por su parte, el problema de la simultaneidad de las variables independientes que estuvieran relacionadas con el término de error se va a considerar aplicando el Método de Momentos Generalizados en primeras diferencias, GMM_{diff} . Por lo tanto, una vez que los efectos fijos han sido controlados y la simultaneidad convenientemente considerada, las estimaciones pasan a ser robustas y consistentes. Consideramos que el uso de datos de panel, las transformaciones en primeras diferencias, el GMM_{diff} y los instrumentos constituyen el procedimiento más adecuado para evitar los efectos fijos inobservables y los problemas de simultaneidad que pudieran sesgar los resultados.

En suma, según Levine *et al.* (2000) el empleo del estimador de panel en GMM nos permite, por una parte, diferenciar la ecuación de regresión para eliminar cualquier sesgo de variable omitida creada por los efectos específicos inobservables de cada empresa utilizada en las muestras. Por otra parte, el uso del GMM permite instrumentar las variables explicativas —los valores diferenciados de los regresores originales— que sean consideradas endógenas, usando los valores retardados de los regresores originales para eliminar la potencial inconsistencia de los parámetros que aparecen por estos clásicos problemas de simultaneidad en las variables (Ahn y Gadarowski, 2004).

A pesar de las ventajas señaladas, Blundell y Bond (1998) han mostrado que cuando el período de estudio es relativamente corto y el número de individuos es relativamente grande, el estimador GMM_{diff} presenta un desempeño deficiente básicamente en dos situaciones.⁷⁸ La primera de ellas es cuando el coeficiente retardado de la variable dependiente en los modelos dinámicos es cercano a la unidad, y la segunda es cuando la varianza relativa de los efectos fijos η_i es grande. En estas situaciones, los niveles retardados de las variables pasan a ser instrumentos débiles y el GMM_{diff} arroja un estimador sesgado a la baja para el coeficiente retardado de la variable dependiente. En consecuencia, usando las simulaciones de Monte Carlo, Blundell y Bond (1998) muestran que en esta situación el GMM en sistema, GMM_{sys} ,

⁷⁸ Blundell *et al.* (2000) han señalado que los modelos de datos de panel dinámicos donde las series son altamente autorregresivas y el número de observaciones de series temporales es moderadamente pequeño, el estimador estándar GMM ha presentado sesgos en grandes muestras finitas, además de una pobre precisión en estudios de simulación.

proporciona mejores estimadores que el GMM_{diff} , debido a la utilización de menores restricciones de la condición inicial del proceso en el contexto de los datos de panel.

Estadísticamente, Alonso-Borrego y Arellano (1999) muestran que los instrumentos en el estimador en diferencias son frecuentemente débiles. Este hecho induciría a sesgos en muestras finitas y a una pobre precisión asintótica.⁷⁹ Por otra parte, la diferenciación puede exacerbar el sesgo debido a que los errores de medición en las variables pueden reducir la *ratio signal to noise* (Beck y Levine, 2004). Con el objeto de reducir los potenciales sesgos y los errores de imprecisión asociados con el estimador en diferencias, se ha de emplear finalmente en el análisis el estimador que combina un sistema de regresión en diferencias con la regresión en niveles —estimador de sistemas, GMM_{sys} — (Arellano y Bond, 1998; Wooldridge, 2002). Este sistema consiste en dos tipos de ecuaciones, cada una de las cuales posee sus propios instrumentos. El primer tipo de ecuaciones es en niveles y sus instrumentos son las diferencias retardadas en la variable dependiente y las variables independientes. El segundo tipo consiste en ecuaciones en primeras diferencias con los niveles de la variable dependiente y las variables independientes como instrumentos (Goergen y Renneboog, 2001; Antoniou *et al.*, 2008b; Rodríguez, 2004). En consecuencia, cuando nos encontramos con grandes muestras finitas, con un número relativamente pequeño de períodos temporales y un elevado número de individuos observados en el panel, es posible que el estimador de sistemas GMM_{sys} presente una eficiencia asintótica sustancial relativa al estimador en primeras diferencias GMM_{diff} (Blundell *et al.*, 2000).⁸⁰ En los términos de Windmeijer (2000), el sesgo a la baja comúnmente observado en los errores estándares del estimador eficiente GMM en dos etapas en modelos lineales puede ser atribuido al hecho de que los errores estándares asintóticos no toman en consideración la variación extra en muestras pequeñas o micropaneles, debido a los parámetros estimados en la matriz de ponderación.

⁷⁹ Según Beck y Levine (2004), en la metodología de estimación en diferencias, por un lado, la varianza de los coeficientes se incrementa asintóticamente y por otro, los experimentos de Monte Carlo muestran que en muestras pequeñas la debilidad de los instrumentos puede producir coeficientes sesgados.

⁸⁰ Hansen *et al.* (1996) ofrecen un amplio análisis de las propiedades de muestras pequeñas de los estimadores del método de momentos generalizados, GMM , donde detallan además la aplicación de estimadores asintóticamente eficientes.

Para dar fuerza a los argumentos previos, Bond (2002) ha señalado que el efecto individual η_i en las estimaciones a través de *GMM* es tratado como si fuese estocástico, lo que implica que dicho efecto está serialmente correlacionado con la variable dependiente retardada aunque la distribución de η_i esté degenerada. Además, se asume inicialmente que la distribución del término de error no se encuentra serialmente correlacionada. Estos dos factores indican que el estimador de mínimos cuadrados ordinarios de la variable dependiente retardada en las ecuaciones en niveles es inconsistente, debido a que la variable dependiente retardada está correlacionada positivamente con el término de error como consecuencia de la presencia de los efectos fijos individuales. Blundell y Bond (2000) señalan que esto se produce porque el estimador en primeras diferencias GMM_{diff} coincide con el estimador en mínimos cuadrados en dos etapas basado en la transformación de la desviación ortogonal de Arellano y Bover (1995). A su vez, estos estimadores en mínimos cuadrados en dos etapas estarán sesgados en dirección del mínimo cuadrado ordinario en la presencia de instrumentos débiles. Por lo demás, Bond (2002) señala que esta correlación no se extingue a medida que el número de individuos de la muestra se incrementa. Los resultados estándares del sesgo de la variable omitida indican que, al menos en muestras grandes, los niveles del estimador de mínimos cuadrados ordinarios están sesgados hacia arriba.

Por otra parte, Bond (2002) reconoce que el estimador *within group* es capaz de eliminar esta clase de inconsistencias a través de la transformación de la ecuación para eliminar el efecto fijo individual η_i . Específicamente, el valor medio de la variable dependiente y de la variable independiente retardada y el término de error son obtenidos para cada individuo i , y las observaciones originales son expresadas como desviaciones de estas medias individuales. Luego es usada la estimación en mínimos cuadrados ordinarios para las ecuaciones transformadas. Debido a que la media de la invariante temporal η_i es su propia η_i , estos efectos individuales son eliminados de las ecuaciones transformadas. Sin embargo, para paneles donde el número de períodos temporales disponibles es pequeño, esta transformación induce a una correlación significativa entre la variable dependiente retardada transformada y el término de error transformado. Luego, esta correlación no es eliminada a medida que el número de individuos en la muestra se incrementa, de este modo el estimador *within group* sería también

inconsistente en estos casos. Los resultados estándares para los sesgos de las variables omitidas indican que, al menos en muestras grandes, el estimador *within group* está sesgado a la baja.

El hecho de que sea probable que estos dos estimadores se encuentren sesgados en direcciones opuestas es útil para nuestros objetivos. Esto es así pues se puede esperar que un estimador candidato caiga entre los dos, el mínimo cuadrado ordinario y el estimador *within group*, o que al menos no sea significativamente mayor que el primero ni significativamente menor que el último. Para este caso, Blundell *et al.* (2000), Blundell y Bond (2000), Goergen y Renneboog (2001), Wooldridge (2002), Bond (2002), Rodríguez (2004) y Beck y Levine (2004) entre otros, han sugerido la aplicación del estimador de sistemas en GMM , a través de las ecuaciones en primeras diferencias, GMM_{diff} , y en niveles, GMM_{sys} .

Uno de los elementos atractivos del estimador de sistemas es que este requiere supuestos más débiles que las condiciones iniciales en los demás estimadores. De hecho, según Blundell y Bond (2000), los estimadores estándares en GMM son capaces de eliminar los efectos específicos inobservables de las empresas a través del uso de primeras diferencias, sin embargo reconocen también que dicho estimador produce resultados insatisfactorios en el contexto de los micropaneles.

Blundell y Bond (1998) y Bond (2002) muestran que el estimador de sistemas es mucho más eficiente en los casos donde el estimador en diferencias posee un bajo desempeño, especialmente para períodos muestrales pequeños. En consecuencia, de acuerdo a Blundell *et al.* (2000), toda vez que nos encontremos con grandes muestras finitas, con un número relativamente pequeño de períodos temporales y un elevado número de individuos en las observaciones del panel, es posible que el estimador de sistemas GMM_{sys} muestre una eficiencia asintótica sustancial en comparación al estimador en primeras diferencias, GMM_{diff} .

Según Beck y Levine (2004) existirán instrumentos apropiados siempre que se mantenga el siguiente supuesto adicional: que aunque exista correlación entre los niveles de las variables explicativas y el efecto específico de cada empresa, no exista correlación entre las diferencias de estas variables y el efecto específico de cada empresa. Dado que los niveles retardados son utilizados como instrumentos en la

regresión en diferencias, sólo la diferencia más reciente es usada como un instrumento en la regresión en niveles.

La consistencia del estimador *GMM*, ya sea en diferencias o a través del estimador de sistemas, dependerá de la validez del supuesto de que el término de error no muestra una correlación serial de segundo orden y de la validez de los instrumentos. Para tratar estos asuntos, en las regresiones efectuadas se emplean dos pruebas de especificación utilizadas por Arellano y Bond (1991, 1998). El primero es el *test* de Sargan-Hansen de sobridentificación de restricciones, que se encuentra asintóticamente distribuido como una X^2 . Este *test* evalúa la validez conjunta de los instrumentos seleccionados. El segundo *test* corresponde a la hipótesis de que el término de error ε_{it} no se encuentra serialmente correlacionado. En este caso, nos centramos en probar que el término de error en las estimaciones no presenta correlación de segundo orden —por construcción, el término de error en diferencias probablemente presenta correlación de primer orden incluso si el término de error original está ausente de ella—.

De forma adicional, se desarrollan pruebas de significación conjunta para las variables interactuadas (PA1*QI, Q*DEFI y DEF*PA1I) con sus variables originales (PA1, Q y DEF, respectivamente) a través del *test* de Wald. Este estadístico prueba la hipótesis de que los coeficientes sobre estos regresores adicionales en conjunto son cero (Arellano y Bond, 1998). Este *tests* es útil en probar la estabilidad en submuestras así también como en restricciones lineales generales. Todos los modelos fueron estimados utilizando la versión de datos de panel de Arellano y Bond (1998) cuya rutina se efectúa con el programa STATA.

3.4 RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

A lo largo de este apartado se interpretan de los principales resultados al hilo de las hipótesis de investigación propuestas. Según nuestro plan de análisis se procede primero a la interpretación de los resultados del análisis univariante y posteriormente a través de un análisis multivariante.

3.4.1 RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE

En este apartado procedemos, en primer lugar, a describir la situación promedio de una empresa para cada una de las muestras confeccionadas, así como el marco institucional en el que desarrollan su actividad. Para ello emplearemos una descripción estadística de los datos obtenidos junto con un análisis de diferencia de medias.

Los orígenes del sistema financiero chileno y español le sitúan como herederos de la tradición del sistema legal de la *civil-law* (La Porta *et al.*, 1998, Booth *et al.*, 2001; Demirgüç-Kunt y Levine, 2001). No obstante, las decisiones adoptadas por las autoridades financieras en ambos países han permitido una importante transformación de sus mercados de capitales en especial en la última década (Gallego y Loayza, 2000 a; Demirgüç-Kunt y Levine, 2001).

En términos particulares, la mayoría de los cambios institucionales introducidos en Chile han pretendido desarrollar los mercados financieros y mejorar la protección de los inversores. Este proceso ha desembocado en que el sistema financiero chileno sea un híbrido entre los modelos de organización financiera que representan Estados Unidos por un lado —modelos basados en la *common-law*— y Alemania o Japón, por otro —modelos basados en la *civil-law*— (Lefort y Walker, 2002). Dicho argumento está en línea con el enfoque de servicios financieros propuesto Beck y Levine (2004).

En relación al sistema financiero de España, éste también ha sufrido un conjunto de cambios en este último período, como un acusado desarrollo de los mercados financieros que han permitido la participación de mayores capitales extranjeros en su economía, pero presentando un sólido sistema bancario que financia las inversiones tanto de corto como de largo plazo de las empresas, esquema muy acorde con la *civil-law*.

3.4.1.1 Estadística descriptiva

En el entorno institucional chileno las empresas no financieras presentan por término medio una ratio de deuda sobre el total de activos del 24,7% o del 47,9%

cuando la deuda es escalada sobre el total de capitales propios, mientras que el conjunto de empresas españolas se encuentra más apalancada con ratios de deuda ascendentes a un 30,0% sobre el total de activos y a un 90,3% sobre los capitales propios, según lo registrado en la tabla 5.

Adicionalmente, podemos observar que para el conjunto de empresas cotizadas chilenas y españolas predominan los vencimientos cortos para la deuda ya que la ratio deuda total a corto plazo sobre deuda total supera el 60,0% de promedio. En relación a la financiación a través de los intermediarios bancarios, la tabla 5 nos muestra la fuerte posición que tiene la banca en las empresas españolas donde la deuda bancaria asciende a un 16,7% del total de los activos registrados en los libros y a un 53,5% de la deuda total. Dicha situación para las empresas chilenas es más tenue, no obstante eso, aún se observa una no menos importante participación de los bancos como oferentes de fondos. En este caso, el nivel de deuda bancaria sobre el total de activos asciende a un 11,9%, mientras que alcanza un 41,3% en promedio de la deuda total.

En relación al plazo de vencimiento de los contratos de deuda bancaria suscrito por las empresas, la tabla 5 nos señala además que las empresas españolas no sólo mantienen superiores ratios de deuda bancaria de corto plazo sobre el total de activos (52,8%) en comparación a las empresas chilenas (46,8%); sino que además registran superiores ratios de deuda bancaria de largo plazo. Estos últimos antecedentes respaldan los argumentos de Saa-Requejo (1996) en tanto y en cuanto los bancos en el sistema financiero español constituyen la médula financiera de los grandes grupos industriales, no sólo como agentes de financiación sino también como agentes de control como accionistas principales. De forma similar Ojah y Manrique (2005) postulan que los bancos en España han jugado y seguirán jugando un rol similar al observado en los bancos en Alemania y Japón. Adicionalmente señalan que el mercado de valores español está relativamente subdesarrollado debido al reducido volumen de transacciones, los elevados costes de transacción y los de flotación y el reducido número de partícipes que ejercer un poder sustancial en el mercado. Situación que ha fomentado una participación más activa de los bancos como oferentes de fondos para la financiación de las empresas.

Las modificaciones legales y los cambios institucionales que se han introducido en las últimas décadas en Chile y en España, responden básicamente a acciones correctivas de los diversos hechos económicos. Como se ha planteado con antelación en

esta investigación, Chile ha observado una serie no pequeña de modificaciones que han propendido al desarrollo del mercado de capitales y a la emisión de títulos fuera del mercado doméstico. Estos hechos en su conjunto pueden explicar las menores ratios medias de endeudamiento bancario registradas por las empresas chilenas en comparación a las españolas, la cuales están insertas en un sistema financiero más bancarizado que el de Chile.

Una de las características más acentuadas del marco institucional de la *civil-law* y que ambos países siguen manteniendo con independencia de un importante desarrollo de los mecanismos externos de gobierno corporativo, está constituida por la concentración de la propiedad de los capitales propios. Por término medio el primer accionista de las empresas chilenas alcanza el 44,9% de la propiedad, mientras que en España, si bien es cierto es menor, aún así también el primer accionista posee una participación media superior al 40% de los capitales propios de las empresas cotizadas.

En relación con las oportunidades de crecimiento, se observa que la *proxy* de la ratio Q de Tobin es superior a la unidad tanto para el caso de Chile (1,28) como de España (1,19),⁸¹ lo que significa que existen oportunidades de crecimiento en las empresas no financieras de ambos países. Un punto importante que cabe destacar es que a medida que mejor sea la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, según La Porta *et al.* (2002), ha de esperarse una mayor ratio de valor de sus empresas.

Se observan diferencias en términos de rentabilidad y riesgo entre las empresas chilenas y españolas. En este sentido, las empresas chilenas presentan rentabilidades por activo muy superiores a la de las empresas españolas y elevados valores del Z-Score de Altman, es decir, menores niveles medios de riesgo de quiebra. Por tanto, las empresas chilenas, por término medio, son a la vez más rentables, más solventes y están menos apalancadas que las empresas españolas. Estas cifras también se ven respaldadas por la variable déficit de fondos (DEF) para la financiación. Se observa que las empresas chilenas, alcanzan, en promedio, un superávit en la generación de fondos internos del

⁸¹ El trabajo de La Porta *et al.* (2002) presenta un modelo de los efectos de la protección legal de los accionistas minoritarios y la propiedad de los flujos de tesorería por el accionista controlador sobre el valor de las empresas. En dicho trabajo presenta una estadística descriptiva para 27 economías desarrolladas pertenecientes a ambos entornos institucionales, estimando para España una media de la ratio Q de Tobin de 1,156, cifra muy cercana a la estimada por nuestra base de datos.

10,3% sobre su nivel de activo total, mientras que las empresas españolas sólo alcanzan el 6,1%.

Finalmente, hemos clasificado las empresas según el tipo de inversor principal. Para ello hemos considerado las siguientes categorías: empresa familiar (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC), empresa multinacional (EMMUL) y empresa pública (EMPUB). Las cifras desvelan que en la mayor parte de empresas de Chile el principal accionista o bien es una empresa nacional (45,1%) o bien es una sociedad de inversión —fondos de inversión— (42,0%). Estos datos vienen a poner de manifiesto la estructura piramidal de la propiedad empresarial en Chile que ha sido discutida en distintos trabajos.⁸² Una realidad bien distinta se observa para el caso español donde no existe un claro dominio de un tipo de inversor principal sobre otro. Así, en el 25,6% de las empresas el inversor principal es una empresa española, otro 25,9% es una familia, en el 18,5% es una empresa multinacional, en el 19,2% es una sociedad de inversión (banco fundamentalmente), mientras que en el restante 10,9%, es el Estado el principal accionista, lo que nos sitúa en una distribución bastante equilibrada entre los distintos tipos de inversores principales que hemos considerado.

En lo que resta de este apartado efectuaremos una descripción de la evolución de nuestras principales variables durante el período de análisis considerado. Para ello nos apoyaremos en los gráficos 7, 8 y 9 y en los coeficientes de la tabla 7.

En primera instancia podemos observar en el gráfico 7 que el comportamiento del nivel de deuda total (DTAB) registra una tendencia muy estable y creciente para el caso de Chile a partir de los años 1996-7. Similar situación se registra para el nivel de deuda bancaria (DBAB) prácticamente para todo el período. Estos crecientes niveles de endeudamiento, al menos para el nivel de deuda total, vienen explicados por los mayores niveles de deuda emitidos por las empresas durante el período de la crisis asiática acaecido durante la segunda parte de la década de los noventa. Particularmente en el caso de las empresas de Chile, durante dicho período la mayor parte de sus empresas se vieron afectadas por problemas de liquidez frente a los elevados *stocks* de inventarios, y por un incremento en los costes de producción. Este último elemento afectó fuertemente a las economías más abiertas y puntualmente el caso de Chile, en

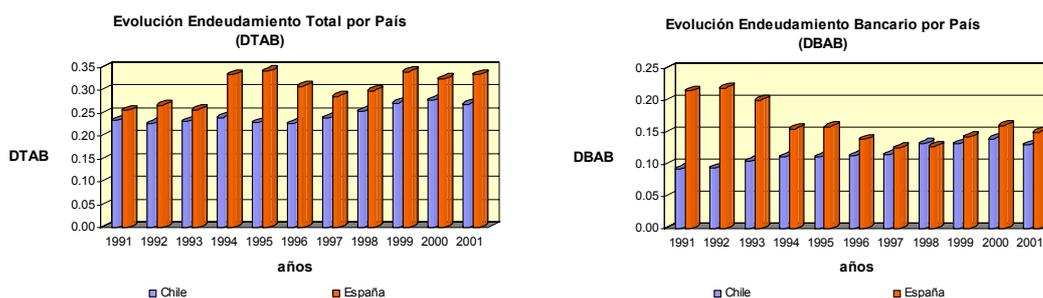
⁸² Entre los trabajos que han estudiado la estructura de propiedad en Chile podemos citar a Majluf *et al.* (1998), Lefort y Walker (1999) y Gallego y Loayza (2000 a, b).

donde una parte no menos importante de los insumos de producción son adquiridos en el mercado externo.

Al observar la situación de las empresas españolas se aprecia que los niveles de endeudamiento total han sido muy superiores a los registrados por Chile durante todo el período de análisis. La diferencia se magnifica a partir del año 1994, observándose un alisamiento para los últimos tres años de nuestro período de análisis.

Al observar el nivel de deuda bancaria (DBAB), el gráfico 7 nos señala que ésta también sigue siendo superior para el caso de las empresas españolas. No obstante, su comportamiento registra una tendencia a la baja hasta el año 1996, a partir del cual comienza a incrementarse levemente.

Gráfico 7. Comparación de la evolución del endeudamiento por país



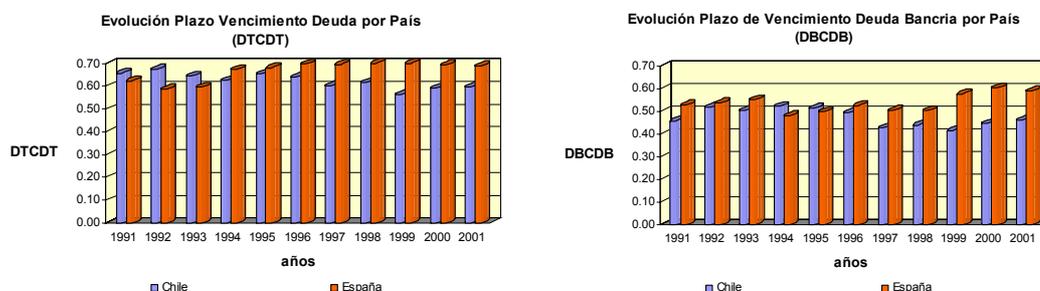
Fuente: Creación propia a partir de los datos de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) para el caso de Chile, y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para el caso de España.

Cuando se compara el plazo de vencimiento de la deuda tanto a nivel total (DTCDT) como el plazo de vencimiento de la deuda bancaria (DBCDB) en el gráfico 8 se observa que por término medio las empresas españolas siguen manteniendo mayores niveles para todo el período de análisis tanto de deuda total de corto plazo como de deuda bancaria de corto plazo. Particularmente, las empresas españolas muestran una estabilidad más marcada en la evolución del nivel de deuda de corto plazo en relación a las empresas chilenas. Aparentemente, si nos apoyamos en las cifras del gráfico 8, para el caso de Chile durante la segunda mitad de la década de los 90 se aprecia una

sustitución del nivel de deuda total de corto plazo por la deuda de largo plazo. El principal argumento que se esgrime es la recesión económica sufrida por el país durante dicho período. Esta recesión significa mayores necesidades de recursos para cubrir los evidentes problemas de liquidez que podrían ser solventados sólo con aquella deuda cuyo vencimiento era de largo plazo.

Finalmente, al comparar estas cifras con las observadas para el caso español se aprecia que para el nivel de deuda total existe una estabilidad a lo largo de la década, sin embargo cuando estudiamos la deuda de origen bancario, a través del gráfico 8 se aprecia un efecto inverso al registrado en Chile. En este caso, a partir del año 1998 las empresas tienden a emitir mayores volúmenes de deuda de corto plazo, y por consiguiente, menor deuda de largo plazo. Así, mientras que para un mismo período de análisis, las empresas chilenas registraban una reducción de la deuda bancaria suscrita a corto plazo, las empresas españolas tendían a un leve incremento de la misma.

Gráfico 8. Comparación de la evolución del plazo de vencimiento de la deuda por país



Fuente: Creación propia a partir de los datos de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) para el caso de Chile, y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para el caso de España.

Por otra parte, mientras que las empresas chilenas aumentaban para la segunda mitad de la década de los noventa su nivel medio de deuda bancaria de largo plazo, las empresas españolas, por el contrario, observaban una reducción de ésta. En consecuencia, la evolución de los plazos de vencimiento de la deuda bancaria y también

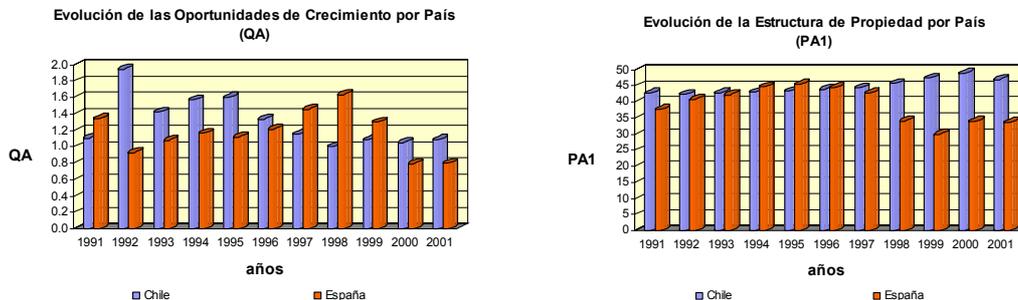
de la deuda total, al ser divergentes para ambas economías pertenecientes a una misma raíz legal, constituyen una apasionante parcela de estudios donde podría arrojar luz acerca de las decisiones sobre la estructura de capital bajo distintos contextos institucionales y geopolíticos.

Para concluir con la revisión, el gráfico 9 nos permite ver la evolución de nuestra variable *proxy* que mide las oportunidades de crecimiento (Q). En nuestro caso, el empleo de la ratio valor de mercado de los activos sobre el valor libro de los mismos evidencia una evolución distinta en este indicador para ambos países. Por una parte, para el caso de Chile se observa una reducción en el valor medio por año a partir de 1996, volviendo a registrar un aumento a partir de 1999. Sin embargo, el caso español registra un aumento de la ratio valor de mercado a valor libro prácticamente para toda la década, observándose una reducción a partir de 1999, contrariamente a lo registrado para el caso de Chile.

Un fenómeno de similares características se aprecia al momento de estudiar el comportamiento evolutivo de la estructura de propiedad de las empresas en ambas muestras. Hasta el año 1997, en ambos países la participación accionarial en manos del accionista mayoritario es similar tanto para Chile como para España, oscilando en torno al 42% de la propiedad. Sin embargo, a partir de dicho período, la concentración accionarial en manos del accionista mayoritario en Chile tiende a incrementarse, mientras que en España tiende a diluirse. Ambos efectos contrapuestos parecen ser explicados por los hechos económicos sufridos por estos países. Por una parte, el mayor riesgo de insolvencia de las empresas chilenas con ocasión de la crisis económica de la segunda parte de la década de los 90, motivaría a una retención de las acciones por parte del accionista principal y a una eventual readquisición de las mismas con el objeto de no perder el control de las empresas en las que tienen una importante participación. Por otra parte, el caso de las empresas españolas parece desvelar que la mayor integración de sus mercados de capitales hacia los mercados externos —y en especial hacia el resto de Europa—, implica una leve dilución de la propiedad de sus empresas hacia la segunda mitad de la década de los noventa.

Así, hemos de esperar que estas diferencias en la evolución de las principales variables sometidas a estudio para ambos países queden reflejadas posteriormente en la contrastación de nuestras hipótesis. Un detalle de la evolución de las variables estudiadas se ofrece en la tabla 6.

Gráfico 9. Comparación de la evolución de las oportunidades de crecimiento y de la estructura de propiedad por país



Fuente: Creación propia a partir de los datos de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) para el caso de Chile, y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para el caso de España.

3.4.1.2 Análisis de diferencia de medias

Con el objeto de profundizar en el análisis descriptivo se ha confeccionado la tabla 7 con un análisis de diferencias de medias para las distintas variables y por país. Este análisis es llevado a cabo al categorizar las variables en tres tercios. De éstos, son considerados tanto el tercio superior como el inferior que nos permite probar la hipótesis nula de que no existen diferencias entre los valores medios para cada tercio estudiado.

Las ratios elegidas para efectuar el análisis corresponden a nuestras principales variables de endeudamiento: deuda total sobre total de activos (DTAB), deuda total de corto plazo sobre el total de la deuda (DTCDT), deuda bancaria sobre el total de activos (DBAB) y la deuda bancaria de corto plazo sobre el total de deuda bancaria (DBCDB).

Los resultados nos muestran para el caso chileno que al categorizar la muestra según el nivel de endeudamiento total sobre activos totales (DTAB), variables como el endeudamiento bancario de corto plazo, las oportunidades de crecimiento y el déficit de financiación, no presentan diferencias para aquellas empresas que se encuentran más o

menos apalancadas. Tampoco se observan diferencias en el nivel medio de apalancamiento de las empresas según la naturaleza del inversor principal. Para el caso de las empresas españolas, por su parte, no se observan diferencias de medias en términos de la estructura de propiedad ni del déficit de financiación al ser categorizadas según su nivel de apalancamiento. En ambas muestras se observa que aquellas empresas que poseen un mayor volumen de endeudamiento sobre el total de activos, presentan también más deuda bancaria, son las empresas de mayor tamaño y las que a su vez registran una mayor probabilidad de quiebra y menor rentabilidad.

Al categorizar las empresas según su nivel de deuda total de corto plazo (DTCDT) observamos que para ambas muestras aquellas que tienen mayor deuda de corto plazo son también las que registran los menores índices de deuda total y deuda bancaria, a la vez que muestran los mayores indicadores de superávit de financiación (déficit en negativo). Se observa además que las empresas de menor tamaño son las que recurren en mayor medida a la financiación de corto plazo, éstas poseen a su vez menor probabilidad de quiebra y una mayor rentabilidad. La tabla 7 también nos muestra que las empresas chilenas con mayores emisiones de deuda a corto plazo presentan una estructura de propiedad sin diferencias de medias, es decir, que tanto aquellas que emiten elevados volúmenes de deuda de corto plazo como aquellas que no lo hacen, presentan niveles medios de concentración accionarial similares. Por su parte, para el caso de las empresas españolas, se observa que son las que más deuda de corto plazo emiten, las que tienen en promedio mayores oportunidades de crecimiento.

Considerando la categorización de las variables de las distintas muestras según el nivel de deuda bancaria, los resultados tienden a ser bastante homogéneos entre ambas muestras. Sin embargo se aprecian las siguientes diferencias. En primer lugar, para las empresas chilenas, a medida que mayor es el endeudamiento bancario, mayor es el nivel de concentración accionarial, observándose una relación contraria para el caso de las empresas españolas. En segundo lugar, para las empresas españolas no se observan diferencias de medias en el déficit de financiación según su nivel de endeudamiento bancario. No obstante, para las empresas chilenas se ha registrado a través de la prueba de diferencia de medias que aquellas con mayor endeudamiento bancario, registran también un menor superávit de fondos para la financiación de sus proyectos de inversión. Finalmente, los resultados de la tabla 7 nos dicen que las empresas con mayor endeudamiento bancario, tanto en Chile como en España, son las

que registran los índices de apalancamiento más elevados, registran en término medio menores oportunidades de crecimiento que las empresas con menos deuda bancaria, y que además el volumen de endeudamiento bancario es independiente del tamaño empresarial.

Para concluir con este apartado, se consideró el plazo de vencimiento de la deuda bancaria (DBCDB) como variable de categorización de ambas muestras. En este caso, observamos varias particularidades. Por ejemplo, para ambas muestras no se observan diferencias en la estructura de la concentración accionarial según el plazo de vencimiento de la deuda bancaria. Las empresas chilenas a diferencia de las españolas presentan mayores oportunidades medias de crecimiento a medida que mayor es el endeudamiento bancario de corto plazo. Por otra parte, para estas empresas chilenas no se observan diferencias en el tamaño medio según su volumen de deuda bancaria de corto plazo. Sin embargo, para las empresas españolas se observa un menor tamaño para aquellas que más suscriben deuda bancaria de corto plazo. Luego, estas empresas españolas no presentan diferencias en su riesgo de quiebra según la deuda bancaria de corto plazo. Este hecho contrasta con lo observado para las empresas chilenas las cuales incrementan su riesgo de quiebra medio a medida que mayor es la deuda bancaria de corto plazo registrada en sus libros.

3.4.2 RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE

El desarrollo de este apartado está dividido del siguiente modo. En primer lugar se presentan los principales resultados asociados a las oportunidades de crecimiento como determinantes de la decisión de endeudamiento. En la segunda parte, se estudiarán los resultados que provienen de las hipótesis vinculadas al déficit de fondos para luego analizar los resultados asociados a la estructura de propiedad de las empresas. Finalmente, se comentan los resultados que se desprenden de nuestras variables de control y que no están asociados a las hipótesis de investigación.

El análisis empírico de los resultados se presenta de forma separada para las muestras de Chile y España. Se han efectuado estimaciones considerando la muestra

conjunta de empresas de ambos países con una variable dicotómica que permita identificar a cada país. Dado que la estimación de dicha variable ha sido estadísticamente significativa, es que procedemos al análisis individual de cada muestra con el objeto de poder identificar las diferencias de resultados entre ellas.

3.4.2.1 Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con las oportunidades de crecimiento para las empresas no financieras de Chile y España

A continuación procedemos a interpretar los resultados obtenidos en las diferentes regresiones realizadas con el fin de contrastar las hipótesis planteadas en el trabajo. En todos los casos se han utilizado los *tests* de Wald para comprobar la significación estadística tanto de los modelos en su conjunto como de las distintas variables *dummy* utilizadas en cada modelo. Se han realizado *tests* de Wald para comprobar: i) la significación conjunta de los parámetros, ii) la significación de las variables *dummy* temporales, iii) la significación de las variables de sector industrial y iv) la significación conjunta de cada una de las variables interactuadas con sus variables de origen.

El *test* de Sargan-Hansen de sobreidentificación de restricciones que prueba la validez conjunta de los instrumentos permite aceptar la hipótesis nula de que los modelos están bien identificados, incluyendo los instrumentos utilizados para resolver los problemas de simultaneidad de las variables en cada una de las estimaciones. Además, hemos comprobado que el término de error no presenta correlación de segundo orden. En su conjunto, estos *tests* nos permiten concluir que las estimaciones satisfacen las propiedades estadísticas necesarias para proceder a la interpretación de los mismos. Las estimaciones son efectuadas con el estimador de sistemas, GMM_{sys} .

La configuración de los mecanismos de gobierno en los países orientados hacia los intermediarios bancarios y que además han presentado un importante desarrollo de sus mercados de capitales como es el caso de Chile y España permite observar una relación inversa a la registrada en los países anglosajones entre las oportunidades de

crecimiento (Q) y el nivel de deuda (Barclay y Smith, 1995; Myers, 2000; Chirinko y Singha, 2000; Frank y Goyal, 2009). Esto nos permite apoyar empíricamente lo planteado en nuestra hipótesis *H1a*. En este sentido, la formalización de contratos privados de deuda, la estrecha relación que sostienen las empresas con sus acreedores, así como la configuración de estructuras de propiedad altamente concentradas favorecen la financiación de las oportunidades de crecimiento a través de deuda.

Los problemas de asimetrías de información y los de agencia, ocasionados por la existencia de oportunidades de crecimiento, que conducen tradicionalmente a una relación inversa con el nivel de deuda, pueden ser resueltos más eficientemente en los países orientados hacia la banca. En primer lugar, las características particulares del sistema financiero español y chileno, fomentan una estrecha relación empresa-acreedores, con lo que se reducen las asimetrías informativas generadas por las oportunidades de crecimiento. En segundo lugar, esta estrecha relación permite que las acciones ocultas como la sustitución de activos y el problema de subinversión en los que pueden incurrir los accionistas sean más visibles para los acreedores, que están representados básicamente por los intermediarios financieros. Además, son estos intermediarios financieros quienes permiten superar la limitada protección que les ofrece el sistema legal mediante la formalización de contratos privados de deuda que aseguran una adecuada protección de los derechos de estos acreedores (Lefort, 2003), permitiendo así a las empresas el acceso a las fuentes ajenas de fondos para la financiación de sus oportunidades de crecimiento. En tercer lugar, la configuración de la estructura de propiedad de las empresas permite que el rol que juegan los accionistas como partícipes del gobierno corporativo reduzca los conflictos generados por las oportunidades de crecimiento, incentivando su financiación con deuda externa, de forma contraria a lo observado empíricamente en los trabajos desarrollados para los países orientados al mercado. Por otra parte, la elevada concentración accionarial junto con la concentración de la propiedad de la deuda, presentes en Chile y España, contribuyen a contrarrestar el efecto de los problemas de sustitución de activos y subinversión, reduciendo las barreras de acceso a las fuentes ajenas de financiación.

De este modo, el conjunto de estos argumentos conducen a un mayor conocimiento de la cartera de proyectos y en especial de las oportunidades de crecimiento por parte de los acreedores, reduciendo así la asimetría informativa que existe entre los aportantes de fondos y la empresa. En consecuencia, las particularidades

institucionales, el desarrollo observado tanto en los sistemas financieros como en los mecanismos de gobierno imperantes en Chile y en España dan cabida a una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda empresarial como se observa empíricamente en los resultados de la tabla 8.

En relación a la propiedad de la deuda, creemos que el análisis del endeudamiento suscrito a través de los intermediarios es más relevante para el caso de países cuya taxonomía legal corresponde a la *civil-law*. En estos países la mayor parte de la oferta de fondos de corto y largo plazo está constituida por deuda de origen bancario (Ojah y Manrique, 2005). Según Zwiebel (1996) en los países de la *common-law* las empresas utilizan el endeudamiento bancario sólo como mecanismo de señalización de una óptima política de inversión dada las ventajas de supervisión que pueden ejercer estos intermediarios en el gobierno de las empresas. Al hilo de estos argumentos, Brito y Guedes (2002) señalan que cuando en el sistema legal existan dificultades para hacer cumplir la ley como puede ocurrir en los países de la *civil-law*, se observará un uso reducido de financiación a través de la deuda negociable. Por el contrario, las empresas tenderán a sustituir dicha falta de protección legal a través de la emisión de endeudamiento bancario (Barth *et al.*, 2004). De este modo, el endeudamiento bancario es particularmente relevante en aquellos entornos donde el sistema legal protege los intereses de los acreedores bancarios, o donde los bancos disponen de capacidad suficiente para disuadir a los deudores sobre el incumplimiento de sus obligaciones (Gul, 1999). En consecuencia, estos argumentos nos llevan a concluir que el optar por el endeudamiento bancario en entornos institucionales como el de Chile y España es la mejor elección para el estudio de la propiedad de la deuda.

Concatenado a lo anterior, una de las propuestas que hemos contrastado es la que relaciona las decisiones de endeudamiento bancario adoptadas por las empresas en función de sus oportunidades de crecimiento (Q). La mayoría de los trabajos consultados para el caso de las empresas estadounidenses obtienen una relación negativa entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento bancario (Houston y James, 1996; Johnson, 1997 a; Hadlock y James, 2002; Denis y Mihov, 2003). Este comportamiento es similar al obtenido en las empresas chilenas (ver tabla 9). Sin embargo, para las empresas españolas observamos que existe una relación positiva. Por tanto, una primera conclusión es que la existencia de oportunidades de crecimiento lleva a las empresas chilenas y españolas a decisiones de financiación diferentes. Entonces,

tal como se ha predicho en nuestra hipótesis *H1b*, se observa que la relación entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria dependerá de la contribución de la banca como mecanismo de gobierno para controlar los problemas de agencia y de asimetrías de información.

Los argumentos que justifican la relación positiva entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento bancario para las empresas españolas son varios. Según Hayes y Garvin (1983), Barclay y Smith (1995) y Anderson y Makhija (1999), entre otros, las oportunidades de crecimiento debieran ser financiadas con un instrumento lo suficientemente flexible como para poder ejercer dichas oportunidades en el momento oportuno. En consecuencia, la fuente externa de financiación que cumpliría con tales características está representada por el endeudamiento bancario. Por otro lado, Krishnaswami *et al.* (1999), Cantillo y Wright (2000) y Ojah y Manrique (2005), apoyándose en la teoría de asimetrías de información entre *managers* y acreedores señalan que los directivos no querrán desvelar en el mercado información competitivamente sensible, por lo tanto, frente a la existencia de oportunidades de crecimiento tenderán a incrementar la financiación bancaria como la fuente de recursos más adecuada para mantener en reserva la información.⁸³ En su conjunto, ambos argumentos establecen una relación positiva entre la existencia de oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria.

Por lo demás, los argumentos que hemos venido a denominar como factores institucionales y de gobierno corporativo de la decisión de endeudamiento, también justifican una relación positiva entre ambas variables. En el caso particular de las empresas españolas, uno de los mecanismos a través de los cuales los bancos reducen los problemas de información desigualmente distribuida corresponde a la participación

⁸³ Yosha (1995) indica que pudiera darse una relación positiva entre oportunidades de crecimiento y nivel de endeudamiento bancario para las empresas estadounidenses cuando se tratara de evitar difundir información considerada estratégica por la empresa. Yosha examina la elección de las empresas con financiación bilateral (bancaria) o multilateral (negociable) después de que la empresa ha adquirido determinada información privada. Cuando la empresa elige la financiación multilateral se enfrenta a la posibilidad de que su información privada “gotee” hacia los competidores. Pero si la empresa elige la financiación bilateral, sus competidores podrían inferir que la empresa tiene algo que esconder y reaccionar de forma que reduzca los beneficios de la empresa. Yosha muestra que en equilibrio, las empresas de elevada calidad —aquellas que tienen mucho que perder si su información privada es desvelada— escogen financiación bilateral, y que el coste diferencial entre las dos fuentes de financiación mantiene a los competidores en un estado de ambigüedad en su inferencia de si la empresa está escondiendo información.

directa en el capital social de las empresas (Bartholdy *et al.*, 1997; Kroszner y Strahan, 2001). Bajo este esquema, el poder de supervisión y flujo de información acerca de las oportunidades de crecimiento hacia los bancos es mayor, aminorando así los potenciales conflictos de agencia generados por dichas oportunidades. Por otra parte, en comparación a aquellos países que aún perteneciendo al sistema legal de la *civil-law* mantienen esquemas bancarios muy diversificados, para el caso de España se observa que la concentración bancaria es particularmente elevada. Esta situación permite que los bancos mantengan un control más directo sobre la gestión de las empresas, financiando a aquellas que presenten mejores oportunidades de inversión.

Concatenado a lo anterior, el peso relativo que tienen los créditos bancarios sobre el PIB de la economía en España es comparativamente superior al caso de Chile, escenario que motivaría la financiación de las oportunidades de crecimiento a través de estos intermediarios. Aguilera y Ermoli (2005) señalan que los créditos bancarios alcanzan el 61% del producto de la economía para el caso de Chile, mientras que en España dicha relación se eleva hasta el 106%, reflejando la importancia que tienen estos intermediarios como oferentes de fondos en comparación a su contraparte chilena. Esta situación se ve complementada por las reformas de la ley de bancos en España que ha dotado a estos acreedores de sólidas cualidades de supervisión sobre las empresas (Gual, 1999). *De facto*, los resultados a los que García-Marco y Ocaña (1999) llegan al analizar el efecto que la supervisión bancaria tiene sobre las decisiones financieras, son que los bancos juegan un rol muy importante aliviando las imperfecciones del mercado de capitales español. García-Marco y Ocaña (1999) terminan señalando que en economías como estas, la principal fuente de control sobre la conducta de los directivos viene no necesariamente de parte de los accionistas mayoritarios, sino más bien del banco principal que a su vez es accionista mayoritario y el principal acreedor.

Finalmente, la estrecha relación empresa-banco que se registra en los países de la *civil-law* fomenta la apertura de los canales de información, en especial acerca de los *assets-in-place* y de las oportunidades de crecimiento futuras en la cartera de proyectos de las empresas. Tal situación reduce la asimetría informativa asociada a las oportunidades de crecimiento, fomentando así la financiación privada de tales oportunidades. En suma, todos estos argumentos, provenientes tanto de los factores empresariales como institucionales justifican la relación directa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda bancaria para el caso de las empresas españolas.

Según lo planteado en nuestra hipótesis *H1b* la financiación de las oportunidades de crecimiento mediante deuda bancaria dependerá de la existencia de un entorno institucional que permita identificar el endeudamiento bancario como un mecanismo eficiente para controlar los problemas de agencia y de asimetrías de información tanto entre accionistas y acreedores como entre *managers* y acreedores. En consecuencia, el sistema financiero español con una fuerte orientación hacia la banca permite reducir los problemas de riesgo moral causados por las oportunidades de crecimiento, incentivando la financiación de tales oportunidades a través de intermediarios financieros.

No obstante lo anterior, para el caso de las empresas chilenas la situación observada hace prever que éstas tienden a sustituir el control ejercido por los acreedores bancarios —básicamente expresado a través de cláusulas contractuales—, por el control de los accionistas a través de la concentración de la propiedad cuando se financian con recursos propios, o por el control de los acreedores de mercado si se financian con deuda negociable en los mercados (Thakor, 1996).

Una de las características principales en el sistema legal de la *civil-law* al cual pertenece Chile, es que gran parte de la oferta financiera está dominada por la banca. Sin embargo, de acuerdo a Gallego y Loayza (2000 a), durante la década del noventa el sistema financiero chileno ha sido objeto de varias modificaciones estructurales, como por ejemplo la emisión de ADRs en el mercado norteamericano, o las carteras en activos financieros externos que fueron permitidas a los inversores corporativos como los bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros. Como consecuencia de esto, la desregulación del movimiento de capitales en la década pasada ha impulsado a las empresas chilenas a mantener una conducta similar a la de los países cuyo sistema legal pertenece a la *common-law* como los Estados Unidos. Estos hechos explicarían la relación inversa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda bancaria para el caso de las empresas chilenas. En consecuencia, este desarrollo en el sistema financiero podría haber redireccionado la fuente tradicional de financiación de las oportunidades de crecimiento encabezada por los acreedores bancarios a los acreedores de mercado, ya sea a través de la emisión de bonos o la emisión de nuevas acciones. Según Aguilera y Ermoli (2005), en Chile, a pesar de los efectos de la recesión económica de mediados de la década de los 90, esta economía ha mantenido la reputación en sus instituciones financieras y en sus bases políticas que han dado al país la tasa de garantía soberana más fuerte de Latinoamérica. Esto ha permitido mantener la confianza de inversores y

empresas, impulsando la financiación de las oportunidades de crecimiento no sólo a través de la deuda bancaria como mecanismo de gobierno; sino también a través de otras fuentes de financiación captadas en los mercados de capitales tanto nacionales como extranjeros.

De acuerdo a Murinde *et al.* (1999) y Prasad *et al.* (2001), a partir de la liberalización financiera de muchos países, las estructuras de capital de las empresas observadas tanto en aquellos entornos dominados por el mercado como en aquellos dominados por la banca están tendiendo a converger. En este sentido, Aguilera y Ermoli (2005) señalan que si bien los indicadores de créditos privados ofrecidos por los bancos comerciales y otras instituciones financieras sobre el PIB son elevados en Chile (61%); esta ratio es baja si se compara con la observada en España (106%). Esto nos permite señalar que los bancos como mecanismo de gobierno y fuente de financiación tienen un peso relativo menor en Chile en comparación a España. De este modo, los argumentos aplicables a Chile evidencian una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria, contraria a la registrada en España.

Por otra parte, a diferencia del caso español, la legislación bancaria en Chile prohíbe la participación accionarial de los bancos en instituciones no financieras. Bajo este estado de cosas, el control y flujo de información empresa-banco no sería tan fluido como el observado en las empresas españolas. En consecuencia, la recurrencia a la financiación bancaria de las oportunidades de crecimiento no estaría tan desarrollada en Chile, donde existe además un mercado de valores y de deuda negociable más amplio y que pueden ser utilizados de forma alternativa a la financiación bancaria. Un claro ejemplo de ello se registra tanto en la evolución de los indicadores de estructura financiera así como en el de capitalización del mercado accionarial sobre el PIB en comparación a la evolución del indicador de créditos bancarios sobre el PIB señalados en la tabla 2. En estos indicadores se aprecia una fuerte inclinación al desarrollo de los mercados de valores más que al desarrollo de la banca durante las últimas dos décadas en Chile. Estos argumentos respaldan la relación negativa observada entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria para el caso de las empresas chilenas.

En suma, este resultado observado para la relación entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento bancario permite señalar que si bien las empresas españolas y chilenas operan en un entorno basado en la *civil-law*, el comportamiento de

éstas difiere, de forma que las empresas chilenas presentan una relación entre oportunidades de crecimiento y endeudamiento bancario similar al caso de las empresas de los Estados Unidos y contrario al de las empresas españolas. Por tanto, el entorno institucional y el marco geopolítico de cada país inciden en la disposición de las empresas a financiar sus oportunidades de crecimiento con deuda de naturaleza bancaria.

Al analizar la relación de agencia entre *managers* y acreedores, los argumentos de la teoría de asimetrías de información entre estos partícipes nos dicen que las empresas que cuenten con oportunidades de crecimiento optarán por una política de endeudamiento de reducido plazo de vencimiento. Esta conducta vendría a señalar a los acreedores la existencia de una sólida capacidad de generar flujos de tesorería a través del ejercicio de dichas oportunidades. Conducta tal que no podrá ser imitada por aquellas empresas que no cuenten con oportunidades de crecimiento (Akerlof, 1970; Ross, 1977; Flannery, 1986; Daniševská, 2004). Por otra parte, las empresas deberían reducir el plazo del endeudamiento con el fin de financiar las oportunidades de crecimiento con deuda que venza antes que expire la oportunidad de inversión (Myers, 1977). En suma, ambos argumentos justifican una relación inversa entre el plazo de vencimiento de la deuda y la existencia de oportunidades de crecimiento.

Según las características del entorno institucional de los países de nuestras muestras, también debería observarse una relación inversa entre el plazo de vencimiento de la deuda y las oportunidades de crecimiento. En este caso, dada la ineficiencia del sistema para proteger los derechos de los acreedores de forma óptima, estos tienden a reducir el plazo de vencimiento de la deuda para garantizarse el cumplimiento de los contratos.

Nuestros resultados de la tabla 10 avalan una relación directa y estadísticamente significativa entre las oportunidades de crecimiento y el plazo de vencimiento de la deuda en las empresas chilenas y españolas, lo que vendría a rechazar nuestra hipótesis *H1c*. Sin embargo, al momento de incluir la variable cruzada que asocia el déficit de financiación con las oportunidades de crecimiento ($=Q+Q*DEFI$) la relación presenta un coeficiente positivo con el nivel de deuda de corto plazo para Chile, es decir, que aquellas empresas que cuentan con necesidades externas de fondos para la financiación de sus oportunidades de crecimiento financiarán dichas oportunidades a través del endeudamiento de corto plazo. Esta relación podría ser justificada bajo la consideración de que las empresas que tienen déficit de fondos y oportunidades de crecimiento son las

que presentan más problemas de asimetrías de información tanto entre *managers* y acreedores —producto del déficit de fondos— como entre accionistas y acreedores —como consecuencia de los potenciales problemas de agencia generados por las oportunidades de crecimiento—. En consecuencia, una reducción del plazo de vencimiento de la deuda vendría a constituir un eficiente mecanismo de gobierno corporativo para mitigar estos problemas.

Para el caso de las empresas españolas, el comportamiento de las oportunidades de crecimiento presenta una relación inversa con el nivel de deuda de corto plazo, aún considerando el déficit de fondos para la financiación de las mismas. Aparentemente, por el lado de las empresas, éstas no buscan reducir el plazo de vencimiento de la deuda para el ejercicio de las oportunidades de crecimiento, ni buscan señalar la calidad de dichas oportunidades a través de la emisión de deuda de corto plazo. Por el lado de los acreedores, éstos tampoco intentan ejercer una supervisión mayor a través de la deuda de corto plazo frente a los problemas de agencia y de asimetrías de información causados por las oportunidades de crecimiento y el déficit de fondos. Estos argumentos rechazan también para el caso español la hipótesis formulada. En este caso, las empresas españolas prescinden del plazo de vencimiento de la deuda como mecanismo de gobierno y lo sustituyen por otros como los consejos directivos, la configuración de la estructura de propiedad y la presencia de sistemas de supervisión canalizados a través de la bancarización de su sistema financiero.

Para el análisis de la relación asociada al plazo de vencimiento de la deuda bancaria, cabría esperar que en los países cuya arquitectura financiera está basada en la *civil-law*, la existencia de oportunidades de crecimiento reducirá el plazo de vencimiento del endeudamiento bancario —se recurriría en mayor medida a financiación bancaria de corto plazo— siempre que el mercado constituya un mecanismo de gobierno más eficiente en relación a la banca. Este razonamiento tiene su lógica si se desean financiar las oportunidades de crecimiento con deuda que venza antes de que expire la oportunidad de inversión. En este sentido, Myers (1977) indica que la reducción del plazo de vencimiento del endeudamiento bancario en las empresas que tienen oportunidades de crecimiento está asociada con la reducción de los problemas de subinversión y de sustitución de activos. Además, la utilización de endeudamiento bancario en vez de la emisión de deuda negociable, en particular si es de corto plazo, contribuye a resolver el problema de asimetría de información entre la

empresa y el mercado cuando ésta quiere señalar la calidad de sus proyectos de inversión sin necesidad de poner en peligro la competitividad de su cartera de proyectos (Yosha, 1995). Sin embargo, si la banca constituye un mecanismo de gobierno corporativo más eficiente en relación al mercado, estos intermediarios financieros podrán prescindir de la deuda de corto plazo para garantizarse el cumplimiento de las obligaciones crediticias. Esto nos conduce a un efecto sustitución del plazo de vencimiento de la deuda bancaria por los demás mecanismos de gobierno corporativo canalizados a través de los bancos.

Los resultados de la tabla 11 también revelan diferencias entre el comportamiento de las empresas chilenas y españolas en relación a la financiación de las oportunidades de crecimiento (Q). Estos resultados nos permiten concluir que en el caso de las empresas españolas parece que los problemas de subinversión no son mitigados a través de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria. Sin embargo, para las empresas chilenas, se aprecia una relación positiva entre el endeudamiento bancario de corto plazo y las oportunidades de crecimiento (Q) en la estimación. Por tanto, en el entorno chileno la reducción en el plazo de vencimiento de la deuda bancaria pudiera ser el mecanismo elegido para mitigar los problemas de subinversión de acuerdo a nuestra hipótesis *H2d*.

Los argumentos que explican esta relación son varios. En primer lugar, la participación de la banca en relación al PIB en Chile, pese a ser elevada en el contexto de los países de la *civil-law*, no lo es tanto si se compara con España (Aguilera y Ermoli, 2005), desvelando una importancia relativa menor de la banca como fuente de financiación en relación a España. En segundo lugar, dado que en Chile no existe la posibilidad de que los bancos participen en el capital de las empresas, la supervisión que éstos pueden ejercer sobre las empresas no es tan directa como ocurre en España. En tercer lugar, y al hilo de los argumentos anteriores, el indicador de estructura financiera de la tabla 2 nos permite ver cómo al comparar la capitalización de mercado con los créditos bancarios en cada economía, se desvela que la evolución de dicho indicador es muy superior para el caso de Chile en comparación a España. Finalmente, las reformas a la ley de bancos con posterioridad a la crisis bancaria que cada país ha sufrido a comienzos de la década de los 80, ha hecho que estos intermediarios jueguen un rol diferenciado en el gobierno corporativo de las empresas. Para el caso español la legislación bancaria ha incentivado a que éstos sean controladores situados en la cúspide

de las diversas estructuras piramidales de propiedad de las empresas. Sin embargo, para el caso de las empresas chilenas, la ley de bancos ha incentivado a una mayor concentración bancaria y básicamente de propiedad extranjera. En este sentido, el control que pueden ejercer estas dos formas de gobierno es distinto. Para el caso español el ejercicio del control sería más directo sobre las empresas del mismo grupo; mientras que para el caso de las empresas chilenas el control se ejerce por aquellos bancos que poseen una mayor participación del mercado.

Como consecuencia de lo anterior, la contribución de la banca tanto como fuente de financiación así como mecanismo de gobierno de las empresas es menor en Chile que en su contraparte española. Entonces, si las empresas han de financiar sus oportunidades de crecimiento con deuda bancaria, estos intermediarios recurrirán a la deuda de corto plazo para asegurarse el cumplimiento oportuno de las obligaciones y para moderar los potenciales problemas generados por las oportunidades de crecimiento.

En relación a los argumentos de señalización apoyados por Akerlof (1970), Leland y Pyle (1977), Ross (1977) y Daniševská (2004), las empresas de mejor calidad tenderán a generar un equilibrio de separación de aquellas empresas que no cuenten con tan buena calidad de sus carteras de inversión mediante la suscripción de deuda de corto plazo, asumiendo así un mayor riesgo de insolvencia financiera para un horizonte temporal cercano. Una situación como esta no podrá ser imitada por aquellas empresas que no cuenten con carteras de inversión rentables ni oportunidades de crecimiento al no estar dispuestas a asumir un mayor riesgo de insolvencia.

Las características institucionales del sistema financiero chileno apoyan una relación positiva entre la deuda bancaria de corto plazo y las oportunidades de crecimiento. En este caso, debido a que los derechos tanto de los accionistas como de los acreedores no se encuentran perfectamente cubiertos por el sistema legal, uno de los mecanismos adoptados por estos sistemas para salvar dicha situación es la reducción del plazo de vencimiento de la deuda (Beck y Levine, 2004). Por ende, esta argumentación también nos permite reforzar la idea de que los conflictos generados por las oportunidades de crecimiento pueden ser mitigados a través de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria.

Para el caso de las empresas españolas se observa una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y la deuda bancaria de corto plazo, lo que desvela que la

banca constituye un eficiente mecanismo de gobierno de las empresas. Esta mayor eficiencia relativa está dada por los diversos factores característicos de su sistema financiero. Entre estos se destaca la elevada concentración bancaria, la participación de los bancos como accionistas en las empresas, la eficiencia de la banca como controlador como consecuencia de la reforma a la ley de bancos y la mayor importancia en relación al mercado de capitales como oferente de fondos a las empresas. En su conjunto, estos elementos permiten a los bancos en España prescindir del plazo de vencimiento de la deuda como mecanismo disciplinante de la conducta directiva, frente a los potenciales problemas generados por las oportunidades de crecimiento.

3.4.2.2 Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con el déficit de fondos para las empresas no financieras de Chile y España

Las relaciones establecidas entre la decisión de endeudamiento y el déficit de fondos apoyan la hipótesis de que las empresas con mayores necesidades de financiación externa (DEF) tienden a reducir el nivel de endeudamiento. Para este caso hemos planteado que los problemas de asimetría de información existentes entre los *managers* y los acreedores se presentan con mayor intensidad en aquellas empresas con déficit de fondos para la financiación de sus carteras de inversión. Esta relación puede ser explicada por los siguientes argumentos.

En primer lugar, el incremento en el déficit va acompañado de un mayor riesgo de insolvencia financiera, y como consecuencia de ello, de un mayor riesgo de que el control de los activos empresariales sea transferido a los acreedores. Por lo tanto, la motivación que sienten los directivos de no perder el control de la empresa les motiva a reducir la emisión de deuda. En segundo lugar, dadas las características del entorno institucional donde actúan las empresas de Chile y España, los problemas de asimetrías de información entre los *managers* y los acreedores pueden ser resueltos a través de mayores tasas de coste de capital exigida por los acreedores, que en este caso serán preferentemente bancarios, lo que incentiva a una reducción del nivel de endeudamiento.

En tercer lugar, los acreedores pueden exigir el cumplimiento de un número mayor de cláusulas contractuales para asegurarse el cumplimiento del servicio de la deuda cuando las empresas cuentan con un importante déficit de financiación. Finalmente, hemos de señalar que el marco institucional en el cual están circunscritas las empresas de Chile y España incentiva también una relación negativa entre el déficit de fondos y el nivel de deuda. Según Utrero (2007) si los derechos de los inversores y acreedores se encuentran bien protegidos por la legislación, los problemas de asimetrías de información ocasionados por la situación deficitaria de las empresas no serían tan graves. No obstante, cuando la protección de esos derechos no está eficientemente respaldada por el sistema legal, mayores son las barreras que se han de enfrentar para la emisión de títulos de deuda para cubrir el déficit de fondos.

Si la empresa no es capaz de generar suficientes fondos internamente para la financiación de su cartera de proyectos de inversión, los problemas de asimetría informativa entre *managers* y acreedores se incrementan. Bajo este estado de cosas, el poder de negociación de las empresas se debilita y de forma particular frente a los acreedores bancarios, quienes son además los que disponen de un mayor flujo de información acerca de la situación económica de la empresa. Frente a tal escenario, los intermediarios bancarios restringen su oferta de fondos hacia este tipo de empresas. Empíricamente, los resultados de las tablas 8 y 9 nos desvelan tal situación, mostrándonos una relación negativa y estadísticamente significativa entre el déficit financiero de las empresas (DEF) y tanto el nivel de endeudamiento como con el nivel de deuda bancaria para ambos países. Estos resultados dan sustento a nuestra hipótesis *H2a* que postula una relación negativa entre el nivel de deuda, y en especial el de deuda bancaria, con el déficit de fondos, como consecuencia de las mayores asimetrías informativas entre *managers* y acreedores. Por lo demás, la elevada concentración de la propiedad de la deuda bancaria registrada en ambos países (ver tabla 2) y las estrechas relaciones contractuales y de largo plazo que los bancos mantienen con las empresas en estos entornos bancarizados, dota a estos intermediarios financieros de suficiente información acerca de la situación económico-financiera de la empresa como para restringirles la financiación toda vez que el déficit financiero incrementa demasiado el riesgo de insolvencia de la empresa.

Las empresas con mayores necesidades de financiación externa (DEF) serán las más interesadas en una adecuada elección del plazo de vencimiento de la deuda. En este

sentido, observamos una relación negativa y estadísticamente significativa entre el déficit de financiación y tanto el nivel de deuda de corto plazo como con el nivel de deuda bancaria de corto plazo para Chile y España (ver tablas 10 y 11, respectivamente). Intuitivamente es posible pensar que aquellas empresas con mayor déficit financiero estarán más próximas a la insolvencia, por lo tanto deberán recurrir a la deuda de largo plazo para sustentar sus proyectos, asumiendo un mayor coste de capital pero un menor riesgo de insolvencia en el corto plazo. En este caso, las empresas prefieren alargar el plazo de vencimiento de la deuda total y el de la deuda bancaria toda vez que no tengan capacidad para generar fondos internamente (DEF) con independencia de su estructura de propiedad. Estos resultados rechazan nuestra hipótesis *H2b* planteada.

Los resultados también nos permiten observar una relación positiva y estadísticamente significativa entre el nivel de deuda bancaria y las oportunidades de crecimiento en empresas con déficit de fondos para la financiación de dichas oportunidades ($Q+Q*DEFI$) tanto para las empresas en Chile como en España como se observa en la tabla 9. En este caso, y de forma distinta a lo señalado en los párrafos anteriores, parece ser que las empresas chilenas que tienen que financiar sus oportunidades de crecimiento con recursos ajenos tienden a recurrir a la financiación bancaria, debido a que ésta se caracteriza por tener mayores atributos en términos de supervisión sin tener que asumir el riesgo de dilución de la propiedad que implica la emisión de nuevas acciones. Para el caso de las empresas españolas, observamos que éstas prefieren el endeudamiento bancario para financiar sus oportunidades de crecimiento incluso si la capacidad de generación de fondos internos no es suficiente para financiar dichas oportunidades. Aparentemente, en España el endeudamiento bancario es reconocido como un mecanismo eficiente de control corporativo que evita la diseminación de la información acerca de las oportunidades de crecimiento que podría minar la competitividad de la empresa. Más aún, García-Marco y Ocaña (1999) señalan que dado que el mercado de capitales español es menos desarrollado que el de los Estados Unidos, e incluso que el de sus contrapartes de Japón y Alemania, muchas de sus empresas no pueden conseguir fondos a través de la emisión de bonos y acciones, y por lo tanto, los créditos bancarios se convierten en la principal fuente de financiación externa en la práctica.

En su conjunto, estos resultados nos permiten aceptar nuestra hipótesis *H2c*, en tanto y en cuanto observamos que el endeudamiento bancario seguido por las empresas

en estos países es esencialmente relevante toda vez que los bancos tengan un papel central como agentes controladores de los problemas de agencia y de asimetrías de información causados por la existencia de oportunidades de crecimiento y por el déficit de fondos (Stulz, 1990; Denis y Mihov, 2003). Del mismo modo, dada la menor protección a los accionistas en estos entornos a través del sistema legal, se incentiva a la financiación a través de los bancos. Como ejemplo de esto, los indicadores de expropiación como el de confiscación fiscal de La Porta *et al.* (1998) para ambos países de nuestra muestra, pero en términos particulares para el caso de Chile (ver tabla 2), indican que el riesgo que corre la empresa al encontrarse en una situación de impago, incentiva la financiación a través de la deuda privada. En consecuencia, en ausencia de un sistema legal que proteja adecuadamente los intereses de los inversores externos a la empresa, las transacciones financieras serán canalizadas a través de las entidades bancarias con poder suficiente para supervisar y obligar a las empresas a cumplir con sus compromisos crediticios (Modigliani y Perotti, 2000). Esta situación motivará la financiación de las oportunidades de crecimiento a través del endeudamiento bancario toda vez que se cuente con déficit de fondos.

Los problemas de subinversión y sustitución de activos parecen ser más severos a medida que mayores sean las necesidades de fondos externos ($Q+Q*DEFI$). En este caso, los problemas de asimetrías de información generados por el déficit de fondos, junto a los de agencia originados por las oportunidades de crecimiento incentivan a las empresas chilenas a la emisión de deuda bancaria de corto plazo (ver tabla 11). Como se ha señalado con antelación, los mecanismos de gobierno de las empresas chilenas durante las últimas dos décadas han evolucionado desde aquellos eminentemente internos hacia aquellos mecanismos representados por el mercado de gobierno corporativo. Particularmente, Treviño y Mixon (2004) señalan que Chile ha sido el primer país en Latinoamérica en liberalizar su regulación de inversión extranjera que ha sido el factor clave en su sistema financiero. Como derivación de esto, una parte no menor de los capitales en Chile provienen tanto de los mercados domésticos como del extranjero, básicamente los Estados Unidos, que han fomentado tanto las ofertas públicas de adquisición de acciones y los mecanismos de control canalizados a través del mercado de gobierno corporativo. Por lo tanto, debido a que la banca como mecanismo de supervisión no se encuentra suficientemente desarrollada, las empresas que registran déficit de fondos y que a su vez tienen oportunidades de crecimiento se

ven incentivadas a emitir deuda bancaria de corto plazo como mecanismo complementario de gobierno. De este modo es validada la hipótesis *H2d* para el caso de Chile.

Para España, de forma contraria a lo registrado en Chile, las empresas que poseen déficit de fondos y que a su vez cuentan con oportunidades de crecimiento ($Q+Q*DEFI$) prescinden de la deuda bancaria de corto plazo como mecanismo de control. Como hemos señalado también con antelación, la banca en España constituye un eficiente sistema de control lo que permite sustituir la deuda privada de corto plazo por los demás mecanismos de gobierno propios de la banca. Elementos tales como la estrecha relación entre el banco y la empresa, el reducido número de bancos que las financian, y la participación directa de los bancos en el capital social y en el consejo directivo de las empresas, hacen que la importancia relativa de la deuda bancaria de corto plazo sea menor como mecanismo disciplinante frente a los problemas generados por el déficit de fondos y las oportunidades de crecimiento.

En consecuencia, mientras que en Chile la deuda bancaria de corto plazo es un instrumento de gobierno complementario a los demás mecanismos de gobierno de la banca; en el caso español la deuda bancaria de corto plazo pasa a ser un mecanismo redundante. Este efecto se produce debido a que en España existiría una eficiencia relativa mayor de la banca en relación al mercado de gobierno corporativo; mientras que en Chile se observa la situación contraria, pues es el mercado de gobierno corporativo el que juega un rol más activo como mecanismo disciplinante de la conducta directiva.

3.4.2.3 Resultados que relacionan la decisión de endeudamiento con la estructura de propiedad para las empresas no financieras de Chile y España

Como se ha señalado en el marco teórico de esta investigación, los problemas de separación entre la propiedad y el control son mayores a medida que más dispersa sea la estructura de propiedad de las empresas (Berle y Means, 1932). Uno de los mecanismos tradicionalmente observados para alinear los intereses entre directivos y accionistas

viene expresado a través de una concentrada estructura de propiedad. Así, si unos pocos accionistas poseen una participación considerable sobre los derechos de decisión, se verán motivados entonces a ejercer una supervisión más directa sobre las acciones de los directivos, reduciendo las potenciales acciones ocultas que éstos puedan desarrollar (Leech y Manjón, 2002). Al respecto, la evolución que ha seguido el sistema financiero chileno se caracteriza por presentar una mezcla entre aquellos elementos de gobierno corporativo de los países orientados hacia la banca, como la elevada concentración de la propiedad de las empresas, con elementos propios del mercado de gobierno corporativo, como las compras hostiles (Majluf *et al.*, 1998; Lefort y Walker, 1999, 2000 a, b). A pesar de esto, los resultados nos indican que la configuración de la estructura de propiedad de las empresas sigue siendo uno de los principales mecanismos de gobierno y que incentiva además la financiación de las empresas chilenas a través de la emisión de deuda, como se señala en nuestra hipótesis *H3a*.

Para el caso español no se contrasta tal hipótesis. En la tabla 8 se muestra una relación negativa y estadísticamente significativa entre el nivel de deuda (DTAB) y la participación accionarial en manos del principal accionista (PA1) en la estimación. Este resultado puede ser interpretado entonces en el siguiente sentido. Al existir una concentración de propiedad superior al nivel óptimo se engendra el problema de expropiación de la riqueza no sólo de los demás accionistas, sino también, como en el caso del problema de sustitución de activos, se expropiaría la riqueza de los acreedores (Demsetz y Lehn, 1985; McConnell y Servaes, 1990, 1995; Maug, 1998; Andrés *et al.*, 2000). En consecuencia, a medida que aumenta la concentración accionarial se reducen las probabilidades de captar financiación externa en condiciones económicamente convenientes, siendo reflejada dicha situación en una relación inversa entre el nivel de deuda y la concentración accionarial.

Por otra parte, se debe reconocer que el rol que cumplen los inversores institucionales ha sido determinante en el gobierno de las empresas. Particularmente en el caso de Chile, los fondos de pensiones y las privatizaciones han incentivado el desarrollo de *holdings* financieros (Lefort y Walker, 2002). En consecuencia, la configuración de la estructura de propiedad de las empresas en Chile constituye un eficiente mecanismo de control de sus empresas. Esta situación les conduce a una reducción en los potenciales problemas de agencia y por lo tanto a un mayor acceso a las fuentes externas de financiación. Sin embargo, para el caso de las empresas

españolas, parece ser que éstas prescinden de este mecanismo de gobierno optando tal vez por otros como la eficiencia de la banca en la supervisión de las empresas, reflejada en la participación directa de los bancos en el capital social de éstas. Para el caso español, de acuerdo a la tabla 5, en el 19,2% de las empresas de nuestra muestra, el principal accionista es un banco o entidad financiera; mientras que en Chile las sociedades de inversión están constituidas básicamente por los fondos de pensiones. Como vemos, una fracción significativa de la propiedad de las empresas en España está en manos de los bancos, situación que no puede ser replicada en su contraparte de empresas chilenas. En este caso, las empresas chilenas mantienen una elevada concentración accionarial para mitigar los problemas de agencia, y de este modo poder recurrir más fácilmente a las fuentes ajenas de financiación.

Adicionalmente, la tabla 9 nos muestra una relación positiva y estadísticamente significativa entre la concentración accionarial (PA1) y el nivel de deuda bancaria de las empresas tanto en Chile como en España. Podemos señalar que tanto la concentración accionarial como la concentración de la propiedad de la deuda bancaria constituyen dos características compartidas por los sistemas financieros de ambos países. Estos resultados nos permiten aseverar que los bancos preferirán financiar empresas con bajos niveles de conflictos de agencia entre *managers* y accionistas. En este sentido, los argumentos postulados por Dewatripont y Tirole (1994), John y Kedia (2000) y Yafeh y Yosha (2003), entre otros, vienen a reforzar nuestra postura en tanto y en cuanto la concentración accionarial y la concentración bancaria ayudan a alinear los intereses de los accionistas, *managers* y acreedores como eficientes mecanismos complementarios de gobierno corporativo.

En estos entornos de países de la *civil-law*, y en especial en aquellos herederos de la tradición francesa, se suelen presentar lagunas legales que dificultan el desarrollo eficiente de los mercados, fomentando de este modo la financiación de las empresas a través de los intermediarios financieros. En consecuencia, en estos entornos a medida que más concentrada se encuentre la estructura de propiedad empresarial, mayor será la demanda de financiación bancaria, dado que los bancos vienen a suplir la falta de protección legal de este tipo de inversores (Jensen, 1986). Particularmente para el caso de España, García-Marco y Ocaña (1999) señalan que cuando los bancos son accionistas principales de las empresas, entonces los límites a la capacidad de endeudamiento de las empresas son relajados o incluso desaparecen. Esta situación

entonces fomentaría la financiación a través de deuda bancaria bajo un sistema financiero que permita que los bancos lleguen a ser accionistas de las empresas.

En relación al plazo de vencimiento de la deuda, la concentración de la propiedad (PA1) para el caso de Chile presenta una relación positiva y estadísticamente significativa tanto con el nivel de endeudamiento de corto plazo (DTCDT) como con el nivel de deuda bancaria de corto plazo (DBCDB) (tablas 10 y 11, respectivamente).

En consecuencia, para el caso de las empresas chilenas, la elevada participación en manos del principal accionista permite reducir los problemas de asimetrías de información y ejercer una mejor supervisión del directivo, dando apoyo empírico a nuestra hipótesis *H3b*. En este sentido, la relación negativa entre el plazo de vencimiento y la concentración de la propiedad viene a indicar que si las empresas siguen la jerarquía de preferencias a la hora de financiar sus proyectos de inversión y la deuda genera problemas de subinversión, tal problema se mitiga mediante la reducción del plazo de endeudamiento. Esta reducción del plazo de vencimiento de la deuda es utilizada además como mecanismo de señalización de un eficiente control corporativo. En este caso, sólo las empresas con una estructura de propiedad mayoritaria dominada por accionistas institucionales capaces de controlar eficientemente a sus directivos, se pueden permitir asumir el mayor riesgo de insolvencia que supone el endeudamiento a corto plazo.

Se observa también que a medida que mejoran los mecanismos de control interno —como la mayor concentración— las empresas recurren al endeudamiento como la principal fuente externa de financiación pero los acreedores utilizan el plazo de la deuda para favorecer una adecuada utilización de los fondos. Por su parte, las empresas que no pueden demostrar la existencia de mecanismos eficientes de control, tendrán que acudir a la fuente de financiación de mayor coste, debido a su infravaloración, como la emisión de deuda de largo plazo o a la emisión de nuevas acciones a cambio de un riesgo de insolvencia menor. Estos argumentos nos permiten aceptar los planteamientos de la hipótesis de investigación *H3b* para el caso de las empresas chilenas.

Para el caso español se observa que los problemas de agencia entre accionistas y *managers* tienen menos relevancia y hay a su vez menores asimetrías de información entre accionistas y acreedores que en otros entornos basados en la *civil-law*, debido a las

particularidades de la banca como mecanismo de supervisión de las empresas. En definitiva, si la concentración accionarial y la concentración de la propiedad de la deuda constituyen eficientes mecanismos de control, las empresas pueden prescindir tanto de la deuda a corto plazo como de la deuda bancaria de corto plazo como mecanismos de alineación de intereses, refutando nuestra hipótesis *H3b* para el entorno español.

Un caso particular de la relación planteada entre *manager* y accionistas corresponde a aquel observado toda vez que, existiendo una estructura de propiedad donde el accionista tiene una participación mayoritaria, la empresa cuenta con déficit de fondos para la financiación de su cartera de inversión ($DEF+DEF*PA1I$). Bajo este estado de cosas, no debieran existir significativos problemas de agencia entre *manager* y accionistas puesto que los intereses de ambos tenderán a estar alineados a través de la concentración de la propiedad. Por lo demás, una de las ventajas del endeudamiento para las empresas que poseen una estructura de propiedad mayoritaria, y que a su vez cuentan con déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos de inversión, es que evitarán tanto los problemas de dilución de propiedad o de aumento del riesgo específico que supondría una ampliación de capital. Estas condiciones facilitarían la emisión de títulos de deuda a la empresa para la financiación del déficit de fondos, justificando una relación positiva entre $DEF+DEF*PA1I$ y el nivel de deuda para las empresas que operan en entornos institucionales donde los mecanismos de gobierno corporativo como la concentración de propiedad son particularmente eficientes.

En suma, en la tabla 8 se aprecia que, si bien es cierto, los problemas de asimetrías de información entre *manager* y acreedores conducen a una reducción del nivel de deuda a medida que se incrementa el déficit de fondos para la financiación (DEF); tal situación se ve revertida para aquellas empresas que cuentan con una estructura de propiedad cuyo accionista principal posee una porción mayoritaria de los capitales sociales ($DEF+DEF*PA1I$), dando apoyo a nuestra hipótesis *H3c*.

Por otra parte, los resultados también nos permiten ver que existen diferencias entre las empresas chilenas y españolas en el recurso a la deuda bancaria para aquellas que tienen déficit de financiación y que a su vez cuentan con una propiedad mayoritaria en manos del principal accionista ($DEF+DEF*PA1I$).

Para el caso de Chile se observa una relación negativa con el nivel de deuda bancaria. Los resultados indican que las empresas chilenas con propiedad mayoritaria

son conscientes del control excesivo que pueden llegar a ejercer los acreedores bancarios sobre sus decisiones. Por lo tanto, los accionistas mayoritarios tenderán a evitar dicho control reduciendo el nivel de deuda bancaria. Al respecto Yafeh y Yosha (2003) señalan que los problemas de agencia pueden ser resueltos a través de una estructura de propiedad concentrada que es capaz de reducir la utilización de recursos en actividades que no generen valor para el accionariado, de forma complementaria al endeudamiento bancario. No obstante, si en estos modelos de estructura de propiedad imperante en los países de la *civil-law* los acreedores pueden tomar el control de los activos empresariales frente a las presiones financieras ocasionadas por el déficit de fondos, entonces el accionista mayoritario puede verse motivado a una reducción de la financiación a través de intermediarios. Cabe recordar que en Chile las empresas son controladas por un reducido número de grupos económicos en forma piramidal, con una o más sociedades de inversión como centro de control.⁸⁴ Las empresas operadoras que se ubican en la cúspide de la pirámide cotizan en el mercado de valores y por lo tanto tienen accionistas externos. En Chile además el porcentaje de accionistas sin voto es reducido y el sistema de gobierno del consejo directivo parece estar en línea con los estándares internacionales, con una mayor parte de directores independientes (Aguilera y Ermoli, 2005).

En consecuencia, la estructura de propiedad de las empresas chilenas parece ser un eficiente mecanismo de gobierno corporativo. Entonces, bajo este estado de cosas, si la solución de los problemas de agencia no está bien canalizada a través de la deuda bancaria, el accionista mayoritario prescindirá de esta fuente de financiación, tal como se observa en la relación negativa y estadísticamente significativa entre la deuda bancaria y la variable interactuada que asocia la participación accionarial mayoritaria con el déficit de fondos (DEF+DEF*PA1I).

La relación antes descrita también tiene otra explicación en función de las características del sistema financiero chileno. En este sentido, los cambios estructurales acaecidos en el sistema financiero en las décadas pasadas han reducido la importancia relativa de la banca en la financiación de las empresas. Después de la desregulación del movimiento de capitales en Chile, las empresas no sólo han podido recurrir a la emisión de títulos públicos en mercados externos sino también a la emisión de sus acciones en

⁸⁴ En Chile, el 68% de las empresas no financieras cotizadas está controlada por un conglomerado (Lefort y Walker, 2000 b).

mercados internacionales (ADRs), en sustitución del endeudamiento bancario. En consecuencia, como se argumenta en nuestra hipótesis *H3c*, si el accionista mayoritario teme que los acreedores puedan finalmente ejercer un excesivo control sobre los activos empresariales como consecuencia del riesgo de insolvencia ocasionado por el déficit de fondos, se prescindirá entonces de la deuda intermediada.

Los resultados observados para el caso español, contrariamente a lo registrado para Chile, desvelan un incremento del nivel de deuda bancaria a medida que aumenta el déficit de fondos de aquellas empresas con propiedad mayoritaria ($DEF+DEF*PA1$). En este caso, tanto los accionistas como los bancos están interesados en efectuar un eficiente control de los directivos. Debido a que los bancos son a su vez accionistas de las empresas, los accionistas mayoritarios no temen que éstos puedan tomar el control de la empresa frente a presiones financieras ocasionadas por el déficit de fondos. *De facto*, en el 19,2% de las empresas españolas el principal accionista es un banco, situación que explicaría la relación directa entre el nivel de deuda bancaria y la variable que asocia el déficit de fondos para aquellas empresas con propiedad mayoritaria. Por lo demás, la configuración de las estructuras de propiedad piramidales también observadas en España, a diferencia de Chile, se encuentran a su vez dominadas por un banco. Estos resultados desvelan que la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo ejercidos por los bancos permite a las empresas un mayor acceso a este tipo de financiación.

Siguiendo con el análisis de las oportunidades de crecimiento, pero esta vez considerándolas de forma conjunta con la estructura de propiedad de las empresas ($PA1+PA1*QI$), los resultados de la tabla 10 nos muestran una relación inversa entre la deuda de corto plazo y la estructura de propiedad de aquellas empresas que cuentan con oportunidades de crecimiento en ambos contextos institucionales. Según lo planteado en la hipótesis *H3d*, cuando los problemas de agencia son mitigados a través del mayor control ejercido por los accionistas mayoritarios, entonces las empresas podrán prescindir del plazo de vencimiento de la deuda como mecanismo de gobierno. En este caso, tanto en España como en Chile las empresas pueden emitir deuda a más largo plazo debido al eficiente control ejercido por los accionistas mayoritarios.

No obstante lo anterior, para el caso de Chile, aquellas empresas que cuentan con oportunidades de crecimiento, a medida que aumenta la concentración de la propiedad de sus empresas ($PA1+PA1*QI$), *ceteris paribus*, mayor es su recurrencia al

endeudamiento bancario de corto plazo como se aprecia en la tabla 11. El objeto de la emisión de este tipo de deuda puede ser la señalización de la calidad de las carteras de inversión de las empresas, por una parte, y para reducir los potenciales problemas de selección adversa que los accionistas mayoritarios pudieran tener en detrimento de la riqueza de los acreedores, por otra.

Los resultados observados para el caso español establecen una relación negativa entre la deuda bancaria de corto plazo y la concentración accionarial de aquellas empresas que cuentan con oportunidades de crecimiento. Una vez más, estos resultados dan cuenta de la eficiencia de la banca como mecanismo de gobierno corporativo, permitiendo a las empresas prescindir de la deuda bancaria de corto plazo como instrumento de disciplina directiva. En suma, los resultados confirman nuestra hipótesis *H3d* para las empresas chilenas en tanto y en cuanto si los bancos no contribuyen al gobierno de las empresas de forma tan representativa como el mercado de gobierno corporativo, entonces la estructura de propiedad y el plazo de vencimiento de la deuda bancaria llegan a ser mecanismos de gobierno complementarios para dar solución a los problemas de subinversión. En el caso de España, por el contrario, donde los bancos son eficientes mecanismos de gobierno corporativo en relación al mercado, ya sea por la elevada concentración bancaria, por el importante peso relativo como oferentes de fondos en la economía y porque pueden participar como accionistas en las empresas a las que financian, el plazo de vencimiento de la deuda bancaria entonces pierde valor como mecanismo de supervisión.

De facto, según Leech y Manjón (2002) el mercado de control corporativo en España no es muy activo, siendo sustituido por la supervisión bancaria. Entre las razones que explicarían la menor importancia relativa del mercado como mecanismo de gobierno en España destaca el reducido número de empresas cotizadas en el mercado de capitales donde, en promedio, la proporción de capital negociado activamente o capital flotante, también es relativamente pequeña.⁸⁵ Esto ocasiona que el retorno del mercado esté excesivamente concentrado en unos pocos activos. De hecho, tres cuartas partes del capital total negociado se lleva a cabo por el 5% de las empresas. Finalmente, varias barreras legales e institucionales —como la política impositiva, la regulación burocrática y la tendencia de la ley en favorecer a la gerencia— han tendido a

⁸⁵ Por ejemplo, en el trabajo desarrollado por Leech y Manjón (2002) en su muestra se recoge que los cinco accionistas más grandes mantienen alrededor del 60% de las acciones.

incrementar los costes de las compras hostiles, llegando a ser éstas muy poco frecuentes. En su conjunto, estos elementos hacen que la importancia relativa del mercado como mecanismo de gobierno en España sea menor que el rol que juegan los bancos.

Los resultados hasta aquí descritos se encuentran apoyados por los argumentos de Qian y Strahan (2007). Los autores han mostrado empíricamente que aún bajo un contexto de países pertenecientes a la *civil-law* es posible observar un claro contraste en la forma en cómo son tomadas sus decisiones de financiación. Concretamente, Qian y Strahan (2007) observan que los bancos recurren a plazos de vencimiento más cortos y a mayores tasas de interés para controlar a los prestatarios toda vez que el sistema legal no sea lo suficientemente sólido como para garantizar los derechos de los acreedores. En términos de nuestros resultados, se observa una reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria para las empresas chilenas tanto para controlar la potencial conducta oportunista de los directivos como para aminorar los problemas de asimetrías de información con el mercado. Sin embargo, en términos generales, los resultados para las empresas españolas parecen mostrar que la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria no es necesariamente empleada como un mecanismo de gobierno. Parece observarse un efecto sustitución del plazo de vencimiento de la deuda bancaria por los mecanismos de gobierno desarrollados por el sistema financiero español como las cláusulas contractuales, la participación bancaria en la propiedad de las empresas y la elevada concentración de la banca, entre otros.

3.4.2.4 Resultados para las variables de control para las empresas no financieras de Chile y España

Los resultados complementarios acerca de la decisión de endeudamiento son aquellos que se desprenden del análisis de los datos pero que no corresponden específicamente al planteamiento de nuestras hipótesis. El conjunto de estos resultados está constituido por nuestras variables de control, cuya exclusión de los modelos puede causar errores de especificación de los mismos. En consecuencia, han sido incluidos para una buena identificación y especificación de cada una de las relaciones estudiadas.

En primer lugar, los resultados permiten observar una relación positiva entre el tamaño de la empresa (LNTAB) y tanto el nivel total de deuda (DTAB) así como de deuda bancaria (DBAB) para ambos países en las tablas 8 y 9, respectivamente. Estos hallazgos señalan que las empresas españolas y chilenas más grandes tienen una mayor capacidad de endeudamiento y garantías colaterales, al tiempo que favorece la presencia de éstas en los mercados de capitales y de productos. Esto redundaría en que los acreedores pueden tener mayores y mejores fuentes de información al evaluar la solicitud de financiación de las empresas (Healey y Palepu, 2001; Core, 2001). Los trabajos de Doukas y Pantzalis (2003) y Tiziana y La Rocca (2004) postulan que el riesgo moral en el que pueden caer los accionistas se incrementa cuando las empresas no tienen una buena salud financiera ni tienen una dotación de activos tal que les permita respaldar el servicio de los compromisos de deuda. En síntesis, la relación positiva entre el tamaño empresarial y el volumen de deuda y de deuda bancaria viene explicada por los menores problemas de asimetrías de información implícitos en los activos tangibles en relación a los activos intangibles que tienden a ser subvalorados por los acreedores (Gaud *et al.*, 2005; Frank y Goyal, 2009; Andrés *et al.*, 2005).

Adicionalmente, se confirma que las empresas más endeudadas, tanto en términos del volumen total de deuda como en términos de la deuda bancaria, tienen mayor riesgo de quiebra para ambos conjuntos de empresas, expresado a través de la variable Z,⁸⁶ lo que podría indicar la posibilidad de un problema de sustitución de activos. Estos resultados son estadísticamente significativos bajo ambos métodos de estimación.

La rentabilidad de los activos (ROA) es una de las variables habituales para probar la hipótesis del *pecking order*. Por esta razón nosotros la incluimos como variable de control para evitar que su ausencia genere problemas de especificación del modelo. Los resultados de las tablas 8 y 9 establecen una relación negativa y estadísticamente significativa entre la rentabilidad de las empresas y su nivel de endeudamiento total y su nivel de endeudamiento bancario. Este hecho nos revela que las empresas que poseen mayores retornos sobre sus activos, es decir aquellas que generan mayores flujos de tesorería, recurrirán en menor grado al endeudamiento

⁸⁶ El coeficiente de la Z-Score debe ser interpretado del siguiente modo: a mayor Z-Score, menor es la probabilidad de quiebra; por lo tanto, a menor probabilidad de quiebra menor será el nivel de endeudamiento; análogamente, a mayor probabilidad de quiebra, mayor será el nivel de endeudamiento.

externo. Este resultado se encuentra en concordancia con los planteamientos de Myers (1977) y Shyam-Sunder y Myers (2000).

En relación a la configuración de la propiedad de las empresas, para el caso de las sociedades anónimas chilenas en aquellas empresas familiares o aquellas cuyo principal accionista es una sociedad de inversión, son las que mantienen las ratios de apalancamiento más elevadas. Para el caso de las empresas españolas parece ocurrir un efecto similar. Son las empresas nacionales y en aquellas donde el principal inversor es un banco las que tienden a registrar las mayores ratios de endeudamiento así también como de deuda bancaria en sus registros contables. Hemos de recordar que las características piramidales de la estructura de propiedad de las empresas en estos países representan sólidos mecanismos de gobierno. De hecho, en ambos países se acentúa la presencia de los grupos económicos cada vez más concentrados. Particularmente para el caso de España, estas estructuras piramidales están dominadas a su vez por un banco financiador que ejerce el control. En consecuencia, estas peculiaridades de la estructura de propiedad en Chile y en España facilitan a las empresas el acceso a las fuentes externas de financiación, y en especial a la financiación bancaria para el caso de España.

En la tabla 8 observamos que se producen diferencias en el nivel de endeudamiento de las empresas según el sector al que pertenecen. Las empresas del sector textil, papel y celulosa y de transporte y telecomunicación son las que poseen las mayores ratios de apalancamiento para el caso de Chile. El elevado tamaño de las empresas de estos sectores junto con las características de los productos que ofrecen pudiera justificar sus elevadas ratios de apalancamiento. Cabe hacer notar que la elevada estructura de activos fijos mantenidas por las empresas de estos sectores facilita el endeudamiento al tener la capacidad de ofrecer mejores garantías como señalización de una sólida calidad crediticia. De forma análoga, las empresas del sector textil, papel y celulosa parecen recurrir más frecuentemente al endeudamiento para el caso de España. Por último, y de forma sintética, en la tabla 12 se comparan las principales relaciones registradas por nuestros resultados con aquellos observados en la literatura previa.

Como síntesis general de los resultados analizados, podemos señalar que la discusión sostenida hasta ahora, considerando los méritos relativos de los sistemas financieros basados en la banca y basados en los mercados, pertenece sin lugar a dudas al debate en desarrollo sobre la evolución de los sistemas financieros tanto en los países

en vías de desarrollo como en aquellos ya desarrollados (Prasad *et al.*, 2001). Es importante observar entonces en este estado de la naturaleza que, en las economías industrializadas, muchos de los estereotipos que han sido mantenidos en sus sistemas financieros basados en la banca o basados en el mercado al menos aparentemente están perdiendo poder. Las empresas en todos los países se encuentran muy influenciadas por el mercado de capitales global en el cual sus títulos son negociados y los bancos mantienen una elevada actividad. En consecuencia, es posible afirmar entonces que los sistemas financieros en los diversos países —y particularmente los de España y Chile analizados en esta investigación— mantienen siempre alguna de sus estructuras distintivas.⁸⁷ No obstante lo anterior, una vez analizada la decisión de financiación propuesta en nuestra Tesis, hemos observado que si bien dicha decisión financiera está claramente orientada por la arquitectura legal de la que descienden Chile y España, también se observan diferencias en la toma de estas decisiones entre ambos países. Tales diferencias vienen explicadas por el conjunto de factores institucionales que complementan el análisis de aquellos factores empresariales que emanan de las teorías de agencia y de asimetrías informativas para explicar la decisión de financiación de las empresas.

⁸⁷ Un buen ejemplo de las particularidades que puede llegar a tener un sistema financiero está dado por el caso peculiar de las *chaebols* —conglomerados— coreanos descrito por Shin y Park (1999). En su trabajo los autores destacan la existencia de un mercado de capitales interno en un *chaebol* y que dicho mercado de capitales interno reduce a su vez las restricciones financieras de estos conglomerados empresariales. Sin embargo, destacan también que la operación interna del mercado de capitales no mejora la eficiencia de la colocación de recursos en la economía coreana. Concluyen que estos conglomerados invierten más que las empresas que no pertenecen a este tipo de conglomerados.

Tabla 4. Composición de la muestra por país y sector industrial

En esta tabla se incluye el número de observaciones de las muestras de Chile y España por sector industrial tanto en términos absolutos como relativos.

<i>Sector Industrial</i>	<i>Chile</i>		<i>España</i>		<i>Muestra Total</i>	
	<i>Obs.</i>	<i>%</i>	<i>Obs.</i>	<i>%</i>	<i>Obs.</i>	<i>%</i>
Alimentación, pesca y agricultura	276	18.30%	111	12.17%	387	15.99%
Cemento y construcción	102	6.76%	176	19.30%	278	11.49%
Inmobiliarias	68	4.51%	84	9.21%	152	6.28%
Transporte y telecomunicaciones	107	7.10%	69	7.57%	176	7.27%
Textil, papel y celulosa	176	11.67%	85	9.32%	261	10.79%
Agua, luz, gas y petróleo	249	16.51%	151	16.56%	400	16.53%
Servicios	386	25.60%	69	7.57%	455	18.80%
Minería	144	9.55%	167	18.31%	311	12.85%
Total Observaciones	1508	100.00%	912	100.00%	2420	100.00%
Total empresas	169		111		280	

Tabla 5. Estadística descriptiva de las variables

En esta tabla se incluye la media, valores mínimo y máximo, desviación típica y varianza de las siguientes variables para las muestras de empresas de Chile y España: deuda total sobre activos totales (DTAB), deuda total sobre recursos propios (DTEB), y aquella que vence en un plazo superior a un año (DTLDT) y dentro de un año (DTCDT), la deuda bancaria sobre activos totales (DBAB), deuda bancaria sobre deuda total (DBDT), deuda bancaria con vencimiento dentro de un año sobre deuda bancaria total (DBCDB), deuda bancaria con vencimiento superior a un año sobre deuda bancaria (DBLDB), propiedad en manos del principal accionista (PA1), valor de mercado de los activos sobre el valor contable de los mismos (Q), déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), logaritmo neperiano del total de activos contables en miles de euros (LNTAB), Z es el coeficiente Z-Score de Altman y el beneficio neto sobre el total de activos (ROA). También se incluye la estadística descriptiva de las variables dicotómicas que indican la naturaleza del inversor principal: empresa familiar (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC), empresa multinacional (EMMUL) o si el principal accionista es el Estado (EMPUB).

Variables	Media		Mínimo		Máximo		Desv. Típica		Varianza	
	Chile	España	Chile	España	Chile	España	Chile	España	Chile	España
DTAB	0.2474	0.3004	0.0002	0.0002	0.9081	0.8717	0.1762	0.1845	0.0311	0.0340
DTEB	0.4788	0.9025	0.0002	0.0003	15.5932	62.2390	0.6697	2.4542	0.4486	6.0233
DTLDT	0.3805	0.3395	0.0000	0.0000	0.9995	1.0000	0.3183	0.3069	0.1013	0.0942
DTCDT	0.6195	0.6605	0.0005	0.0000	1.0000	1.0000	0.3183	0.3069	0.1013	0.0942
DBAB	0.1186	0.1665	0.0000	0.0000	0.7532	0.7048	0.1296	0.1446	0.0168	0.0209
DBDT	0.4125	0.5353	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.3426	0.3482	0.1174	0.1212
DBCDB	0.4684	0.5275	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.3910	0.3628	0.1529	0.1316
DBLDB	0.3638	0.4111	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.3678	0.3528	0.1353	0.1245
PA1	44.9577	40.2273	0.0500	0.0110	99.8300	99.2000	24.6788	26.3289	609.0420	693.2086
Q	1.2797	1.1864	0.0935	0.2275	15.1045	30.5235	0.9073	1.1906	0.8232	1.4175
DEF	-0.1033	-0.0611	-0.9832	-1.6254	0.8273	0.8526	0.1917	0.1976	0.0368	0.0391
LNTAB	11.2873	10.7887	7.0677	7.2779	15.7352	17.7805	1.5474	1.7461	2.3946	3.0489
Z	6.9020	2.7282	-2.1259	-3.6421	91.4383	135.6019	11.4543	6.9936	131.2011	48.9106
ROA	0.0770	0.0260	-0.6110	-0.8190	0.6849	0.2240	0.1001	0.0800	0.0100	0.0064
EMFAM	0.0497	0.2588	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.2175	0.4382	0.0473	0.1920
SOCINV	0.4198	0.1919	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.4937	0.3940	0.2437	0.1552
EMNAC	0.4509	0.2555	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.4978	0.4364	0.2478	0.1904
EMMUL	0.0597	0.1853	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.2370	0.3888	0.0562	0.1511
EMPUB	0.0199	0.1086	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.1397	0.3112	0.0195	0.0969
Obs.	1508	912								

Tabla 6. Estadística descriptiva de las variables por país y año

En esta tabla se incluye la media por año para las muestras de empresas de Chile y España para las siguientes variables: deuda total sobre activos totales (DTAB), deuda total sobre recursos propios (DTEB), y aquella que vence en un plazo superior a un año (DTLDT) y dentro de un año (DTCDDT), la deuda bancaria sobre activos totales (DBAB), deuda bancaria sobre deuda total (DBDT), deuda bancaria con vencimiento dentro de un año sobre deuda bancaria total (DBCDB), deuda bancaria con vencimiento superior a un año sobre deuda bancaria (DBLDB), propiedad en manos del principal accionista (PAI), valor de mercado de los activos sobre el valor contable de los mismos (Q), déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), logaritmo neperiano del total de activos contables en miles de euros (LNTAB), Z es el coeficiente Z-Score de Altman y el beneficio neto sobre el total de activos (ROA).

<i>Variable</i>	<i>País</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>Media</i>
<i>DTAB</i>	Chile	0.2337	0.2274	0.2313	0.2404	0.2288	0.2270	0.2396	0.2536	0.2716	0.2783	0.2692	0.2474
	España	0.2559	0.2669	0.2569	0.3337	0.3422	0.3082	0.2868	0.2990	0.3401	0.3251	0.3337	0.3004
<i>DTEB</i>	Chile	0.4610	0.4215	0.4300	0.4371	0.4029	0.3960	0.4448	0.5112	0.5330	0.5729	0.6075	0.4788
	España	0.6891	0.7407	0.8087	1.2497	1.5345	0.7910	0.7547	0.6983	0.7841	0.7591	0.8465	0.9025
<i>DTLDT</i>	Chile	0.3435	0.3250	0.3565	0.3759	0.3469	0.3595	0.3975	0.3854	0.4357	0.4092	0.4021	0.3805
	España	0.3772	0.4128	0.4038	0.3277	0.3190	0.3030	0.3054	0.3000	0.3007	0.3072	0.3109	0.3395
<i>DTCDDT</i>	Chile	0.6565	0.6750	0.6435	0.6241	0.6531	0.6405	0.6025	0.6146	0.5643	0.5908	0.5979	0.6195
	España	0.6228	0.5872	0.5962	0.6723	0.6810	0.6970	0.6946	0.7000	0.6993	0.6928	0.6891	0.6605
<i>DBAB</i>	Chile	0.0932	0.0940	0.1050	0.1117	0.1118	0.1137	0.1152	0.1325	0.1321	0.1400	0.1303	0.1186
	España	0.2144	0.2194	0.2000	0.1554	0.1589	0.1389	0.1257	0.1280	0.1427	0.1607	0.1501	0.1665
<i>DBDT</i>	Chile	0.2699	0.3266	0.3816	0.3923	0.4177	0.4152	0.4285	0.4564	0.4352	0.4631	0.4473	0.4125
	España	0.7774	0.7944	0.7699	0.4403	0.4388	0.3926	0.3760	0.3805	0.4095	0.4747	0.4303	0.5353
<i>DBCDB</i>	Chile	0.4572	0.5175	0.5028	0.5213	0.5124	0.4936	0.4266	0.4386	0.4160	0.4446	0.4610	0.4684
	España	0.5271	0.5377	0.5494	0.4807	0.4973	0.5241	0.5035	0.5024	0.5770	0.6023	0.5883	0.5275
<i>DBLDB</i>	Chile	0.3244	0.2746	0.3305	0.3260	0.3244	0.3409	0.4162	0.4089	0.4306	0.3929	0.3565	0.3638
	España	0.4416	0.4423	0.4218	0.4071	0.4136	0.3880	0.4086	0.4004	0.3902	0.3759	0.3884	0.4111
<i>PAI</i>	Chile	42.8028	42.3444	42.7779	42.9895	43.3021	43.9041	44.3698	45.7444	47.4447	48.9378	46.9969	44.9577
	España	37.6174	40.8086	42.2243	44.7184	45.4640	44.4810	42.7831	34.0158	30.0199	33.9963	33.5315	40.2273
<i>Q</i>	Chile	1.1057	1.9436	1.4195	1.5705	1.6026	1.3361	1.1528	0.9984	1.0881	1.0518	1.0864	1.2797
	España	1.3453	0.9294	1.0767	1.1630	1.1196	1.2126	1.4585	1.6314	1.2976	0.7913	0.7973	1.1864
<i>DEF</i>	Chile	-0.1195	-0.4279	0.1093	-0.1130	-0.1322	-0.1095	-0.0950	-0.0870	-0.0767	-0.0988	-0.0599	-0.1033
	España	-0.0826	-0.0922	-0.1089	-0.0902	-0.1172	-0.0540	-0.0826	-0.0394	-0.0128	0.2874	-0.0684	-0.0611
<i>LNTAB</i>	Chile	11.1514	10.5600	11.1284	11.1973	11.2508	11.2935	11.4158	11.4206	11.4831	11.5259	11.3453	11.2873
	España	10.6146	10.5853	10.5822	10.5279	10.4875	10.7533	10.7769	10.9384	10.9208	11.9012	11.9779	10.7887
<i>Z</i>	Chile	6.1967	10.2632	8.7445	8.0876	9.0122	8.0093	6.2741	5.5679	5.5959	4.8287	5.0821	6.9020
	España	3.4422	1.8644	2.0067	2.5558	2.7750	3.0371	4.5802	3.3604	2.3713	1.5063	1.3880	2.7282
<i>ROA</i>	Chile	0.1328	0.1262	0.1093	0.1010	0.1080	0.0848	0.0734	0.0453	0.0409	0.0386	0.0437	0.0770
	España	0.0338	0.0023	-0.0049	0.0245	0.0318	0.0142	0.0411	0.0505	0.0402	0.0554	0.0282	0.0260

Tabla 7. Análisis de diferencia de media de las variables

La tabla muestra las pruebas de diferencias de medias por país para las variables deuda total sobre activos totales (DTAB), deuda total de corto plazo sobre deuda total (DTCDT), deuda bancaria total (DBAB) y de corto plazo (DBCDB). Para llevar a cabo el análisis se han clasificado las observaciones en tres tercios, considerándose solamente los tercios superior e inferior. La tabla muestra además la media alcanzada por el conjunto de variables para el tercio inferior (1) y para el tercio superior (3). Adicionalmente se incorpora la diferencia de medias para cada tercio y la significación estadística que nos permite probar la hipótesis nula de que no existen diferencias entre los valores promedio.

Variables	Tercio	Chile								España							
		DTAB		DTCDT		DBAB		DBCDB		DTAB		DTCDT		DBAB		DBCDB	
		Medias	Dif. Med. (Sig. Bil.)														
DTAB	1	0.0602	-0.3915	0.3163	0.1685	0.1268	-0.2666	0.2191	-0.0117	0.0954	-0.4175	0.3404	0.1048	0.1739	-0.2673	0.2908	0.0279
	3	0.4517	0.0000	0.1478	0.0000	0.3934	0.0000	0.2308	-0.3134	0.5129	0.0000	0.2356	0.0000	0.4412	0.0000	0.2629	-0.0722
DTEB	1	0.0699	-0.9642	0.6181	0.3094	0.2141	-0.6294	0.4233	-0.0542	0.1583	-1.7829	1.1133	0.5224	0.4029	-1.2469	0.9714	0.2979
	3	1.0341	0.0000	0.3087	0.0000	0.8435	0.0000	0.4775	-0.2583	1.9412	0.0000	0.5908	-0.0152	1.6498	0.0000	0.6736	-0.1708
DTLDT	1	0.1993	-0.3148	0.7640	0.7389	0.2395	-0.2419	0.4685	0.2732	0.2563	-0.1440	0.7147	0.6995	0.1948	-0.2714	0.5676	0.4859
	3	0.5141	0.0000	0.0251	0.0000	0.4814	0.0000	0.1953	0.0000	0.4002	0.0000	0.0152	0.0000	0.4662	0.0000	0.0817	0.0000
DTCDT	1	0.8007	0.3148	0.2360	-0.7389	0.7605	0.2419	0.5315	-0.2732	0.7437	0.1440	0.2853	-0.6995	0.8052	0.2714	0.4324	-0.4859
	3	0.4859	0.0000	0.9749	0.0000	0.5186	0.0000	0.8047	0.0000	0.5998	0.0000	0.9848	0.0000	0.5338	0.0000	0.9183	0.0000
DBAB	1	0.0220	-0.2003	0.1554	0.0958	0.0040	-0.2688	0.0862	-0.0142	0.0494	-0.2204	0.2330	0.1493	0.0210	-0.3186	0.1769	0.0640
	3	0.2223	0.0000	0.0595	0.0000	0.2728	0.0000	0.1004	-0.0664	0.2697	0.0000	0.0837	0.0000	0.3396	0.0000	0.1129	0.0000
DBDT	1	0.2641	-0.2289	0.5014	0.2521	0.0554	-0.6658	0.2777	-0.1116	0.4548	-0.0779	0.6982	0.3547	0.2046	-0.5904	0.5405	0.0904
	3	0.4930	0.0000	0.2493	0.0000	0.7212	0.0000	0.3892	0.0000	0.5327	-0.0058	0.3434	0.0000	0.7950	0.0000	0.4501	-0.0022
DBCDB	1	0.4443	-0.0002	0.2625	-0.3305	0.3999	-0.0572	0.0350	-0.9176	0.5363	0.0502	0.2386	-0.5440	0.5834	0.1132	0.1061	-0.8502
	3	0.4445	-0.9948	0.5930	0.0000	0.4571	-0.0231	0.9526	0.0000	0.4861	-0.0962	0.7826	0.0000	0.4701	-0.0002	0.9564	0.0000
DBLDB	1	0.1892	-0.2888	0.6419	0.5888	0.0961	-0.4468	0.4610	0.4136	0.3124	-0.1851	0.7351	0.6558	0.2324	-0.2974	0.7096	0.6660
	3	0.4780	0.0000	0.0531	0.0000	0.5429	0.0000	0.0474	0.0000	0.4975	0.0000	0.0792	0.0000	0.5299	0.0000	0.0436	0.0000
PAI	1	41.2424	-7.5845	45.5225	2.1820	43.0708	-2.9123	44.5718	-1.3095	41.0943	2.1937	35.7775	-5.8285	46.9650	9.7644	39.0646	-3.1539
	3	48.8269	0.0000	43.3406	-0.1758	45.9831	-0.0609	45.8813	-0.4169	38.9006	-0.3067	41.6061	-0.0065	37.2007	0.0000	42.2185	-0.1425
Q	1	1.2249	-0.0878	1.1849	-0.1480	1.3424	0.1169	1.1864	-0.2423	1.3688	0.2651	1.1323	-0.1731	1.3724	0.3230	1.3880	0.3229
	3	1.3127	-0.1283	1.3329	-0.0153	1.2256	-0.0462	1.4287	-0.0001	1.1038	-0.0207	1.3054	-0.1303	1.0494	-0.0049	1.0651	-0.0047
DEF	1	-0.1141	-0.0177	-0.0702	0.0685	-0.1217	-0.0307	-0.0980	0.0238	-0.0497	0.0073	-0.0235	0.0511	-0.0537	0.0168	-0.0217	0.0687
	3	-0.0964	-0.1447	-0.1387	0.0000	-0.0910	-0.0118	-0.1218	-0.0536	-0.0570	-0.6578	-0.0746	-0.0035	-0.0705	-0.2888	-0.0904	-0.0001
LNTAB	1	11.0699	-0.4177	11.8450	1.0548	11.1489	-0.0586	11.2757	0.0338	10.5614	-0.7191	11.4530	1.1529	10.7743	0.0713	11.1509	0.7659
	3	11.4876	0.0000	10.7902	0.0000	11.2075	-0.5635	11.2419	-0.7432	11.2804	0.0000	10.3001	0.0000	10.7030	-0.5944	10.3850	0.0000
Z	1	14.9439	12.7695	3.1845	-9.8528	14.1175	11.8395	9.9760	2.6162	4.9663	3.6937	1.6082	-2.9272	4.8265	3.5682	3.6677	0.9985
	3	2.1744	0.0000	13.0372	0.0000	2.2780	0.0000	7.3598	-0.0022	1.2726	0.0000	4.5355	0.0000	1.2583	0.0000	2.6692	-0.1460
ROA	1	0.1060	0.0589	0.0585	-0.0420	0.1095	0.0686	0.0890	0.0133	0.0559	0.0581	0.0228	-0.0204	0.0507	0.0551	0.0386	0.0118
	3	0.0472	0.0000	0.1005	0.0000	0.0409	0.0000	0.0757	-0.0470	-0.0021	0.0000	0.0432	-0.0007	-0.0044	0.0000	0.0268	-0.0754
EMFAM	1	0.0518	-0.0019	0.0777	0.0340	0.0598	0.0120	0.0657	0.0220	0.2303	0.0263	0.2007	-0.0625	0.1842	-0.1349	0.1974	-0.0822
	3	0.0537	-0.8938	0.0437	-0.0242	0.0477	-0.3976	0.0437	-0.1255	0.2039	-0.4321	0.2632	-0.0681	0.3191	-0.0001	0.2796	-0.0173
SOCINV	1	0.4064	-0.0131	0.3785	-0.0907	0.4263	0.0247	0.3845	-0.0489	0.1908	-0.0625	0.2007	-0.0362	0.2105	0.0329	0.1875	-0.0197
	3	0.4195	-0.6734	0.4692	-0.0036	0.4016	-0.4271	0.4334	-0.1148	0.2533	-0.0639	0.2368	-0.2813	0.1776	-0.3059	0.2072	-0.5417
EMNAC	1	0.4562	-0.0150	0.4641	0.0804	0.4303	-0.0469	0.4641	0.0427	0.2895	0.0658	0.2632	-0.0132	0.2336	-0.0033	0.2763	0.0132
	3	0.4712	-0.6340	0.3837	-0.0098	0.4771	-0.1360	0.4215	-0.1736	0.2237	-0.0635	0.2763	-0.7153	0.2368	-0.9240	0.2632	-0.7153
EMMUL	1	0.0618	0.0220	0.0458	-0.0337	0.0657	0.0121	0.0438	-0.0496	0.2007	0.0000	0.1579	-0.0329	0.2829	0.1184	0.1612	-0.0658
	3	0.0398	-0.1125	0.0795	-0.0275	0.0537	-0.4203	0.0934	-0.0018	0.2007	-1.0000	0.1908	-0.2859	0.1645	-0.0004	0.2270	-0.0403
EMPUB	1	0.0239	0.0080	0.0339	0.0100	0.0179	-0.0020	0.0418	0.0339	0.0888	-0.0296	0.1776	0.1447	0.0888	-0.0132	0.1776	0.1546
	3	0.0159	-0.3644	0.0239	-0.3438	0.0199	-0.8205	0.0080	-0.0006	0.1184	-0.2317	0.0329	0.0000	0.1020	-0.5815	0.0230	0.0000
Obs.		502		502		502		502		304		304		304		304	

Tabla 8. Determinantes del endeudamiento de las empresas. Modelos para los casos de Chile y España

La tabla contiene los resultados de las regresiones realizadas para las muestras de empresas de Chile y España para el periodo 1991-2001. Para Chile se cuenta con una muestra de 170 empresas no financieras (1508 observaciones), mientras que para España la muestra está formada por 111 empresas no financieras (912 observaciones). La regresión estimada del modelo es:

$$DTAB_{it} = \beta_0 + \beta_1 PA1_{it} + \beta_2 PA1 \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PA1I_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LNTAB_{it} + \beta_9 Z_{it} + \beta_{10} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{11} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \beta_{12} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde la variable dependiente es DTAB, que corresponde a la deuda total sobre activos totales. Las variables independientes son: el porcentaje de la propiedad en manos del principal accionista (PA1), las oportunidades de crecimiento (Q), la relación entre la concentración de propiedad y las oportunidades de crecimiento (PA1*QI), la relación entre las oportunidades de crecimiento y el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos (Q*DEFI), la relación entre el déficit de fondos y la concentración de propiedad (DEF*PA1I), el déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), el tamaño (LNTAB), el riesgo de quiebra (Z) que equivale al Z-Score de Altman, y la rentabilidad sobre los activos (ROA). También se introducen variables correspondientes a la naturaleza del inversor principal: familia (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC) y empresa multinacional (EMMUL); así también como variables *dummy* correspondientes al sector industrial y variables *dummy* temporales (no incluidas en la tabla). En todos los casos el *test* de Wald en sus diversas aplicaciones indica que las regresiones son estadísticamente significativas. Las variables PA1, Q, PA1*QI, Q*DEFI y DEF*PA1I se han considerado endógenas y han sido convenientemente instrumentadas a través de GMM con el estimador de sistemas (SE). El *test* de Sargan-Hansen indica que el modelo está bien especificado. No se observa la existencia de autocorrelación de segundo orden en ninguno de los modelos. Significación estadística: *** al nivel del 1%, ** al 5% y * al 10%, registrada junto a cada coeficiente.

<i>Var. Dep. DTAB</i>	<i>Chile</i>	<i>España</i>
<i>Sistema de Estimación</i>	<i>SE</i>	<i>SE</i>
<i>Variable</i>	<i>Coficiente</i> <i>(Desv. Est.)</i>	<i>Coficiente</i> <i>(Desv. Est.)</i>
CONST	-0.2458 ** (0.1498)	-0.0100 * (0.0254)
PA1	0.0005 ** (0.0006)	-0.0004 ** (0.0002)
PA1*QI	0.0004 ** (0.0004)	0.0010 *** (0.0001)
<i>PA1+PA1*QI</i>	<i>0.0009 ***</i> <i>(0.0000)</i>	<i>0.0005 ***</i> <i>(0.0000)</i>
Q	0.0185 ** (0.0095)	0.0317 *** (0.0033)
Q*DEFI	0.0164 ** (0.0110)	0.0100 * (0.0006)
<i>Q+Q*DEFI</i>	<i>0.0349 ***</i> <i>(0.0000)</i>	<i>0.0417 ***</i> <i>(0.0000)</i>
DEF	-0.0853 ** (0.0389)	-0.0349 *** (0.0031)
DEF*PA1I	0.0988 ** (0.0480)	0.0793 *** (0.0056)
<i>DEF+DEF*PA1I</i>	<i>0.0135 ***</i> <i>(0.0000)</i>	<i>0.0444 ***</i> <i>(0.0000)</i>
ROA	-0.4093 *** (0.1369)	-0.4962 *** (0.0100)
LNTAB	0.0221 ** (0.0101)	0.0330 *** (0.0017)
Z	-0.0046 *** (0.0014)	-0.0027 *** (0.0005)

EMFAM	0.2561 *** (0.1553)	0.0326 ** (0.0124)
SOCINV	0.1723 * (0.1001)	0.0438 *** (0.0153)
EMNAC	0.1380 *** (0.0930)	0.0440 *** (0.0120)
EMMUL	0.1330 ** (0.1190)	-0.0531 ** (0.0237)
CEMENTO Y CONSTRUCCIÓN	-0.1007 *** (0.0699)	-0.0903 *** (0.0342)
INMOBILIARIA	0.2787 (0.2008)	0.0010 (0.0258)
TRANSPORTE Y TELECOMUNICACIÓN	0.0816 (0.1185)	-0.1351 *** (0.0287)
TEXTIL, PAPEL Y CELULOSA	0.0219 ** (0.0780)	0.0874 ** (0.0357)
AGUA, LUZ, GAS Y PETRÓLEO	0.1575 ** (0.0700)	-0.1276 *** (0.0375)
SERVICIOS	0.0066 (0.0446)	-0.1276 *** (0.0375)
MINERÍA	-0.0213 *** (0.0477)	-0.0129 (0.0245)
Test for first-order serial correlation: p-value	-4.6000 *** (0.0000)	-2.690 *** (0.0070)
Test for second-order serial correlation: p-value	-0.9400 (0.3450)	0.600 (0.5460)
Sargan-Hansen test: p-value	138.310 (0.9880)	97.520 (0.8740)

Tabla 9. Determinantes de la propiedad de la deuda. Modelos para los casos de Chile y España

La tabla contiene los resultados de las regresiones realizadas para las muestras de empresas de Chile y España para el periodo 1991-2001. Para Chile se cuenta con una muestra de 170 empresas no financieras (1508 observaciones), mientras que para España la muestra está formada por 111 empresas no financieras (912 observaciones). La regresión estimada del modelo es:

$$DBAB_{it} = \beta_0 + \beta_1 PA1_{it} + \beta_2 PA1 \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \beta_5 DEFI_{it} + \beta_6 DEF \cdot PA1I_{it} + \beta_7 DTEB_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 LNTAB_{it} + \beta_{10} Z_{it} + \beta_{11} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{12} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \beta_{13} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde la variable dependiente es DBAB, que corresponde a la deuda bancaria sobre el total de activos. Las variables independientes son: el porcentaje de la propiedad en manos del principal accionista (PA1), las oportunidades de crecimiento (Q), la relación entre la concentración de propiedad y las oportunidades de crecimiento (PA1*QI), la relación entre las oportunidades de crecimiento y el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos (Q*DEFI), la relación entre el déficit de fondos y la concentración de propiedad (DEF*PA1I), el déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), el grado de insolvencia financiera (DTEB), el tamaño (LNTAB), el riesgo de quiebra (Z) que equivale al Z-Score de Altman y la rentabilidad sobre los activos (ROA). También se introducen variables correspondientes a la naturaleza del inversor principal: familia (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC) y empresa multinacional (EMMUL); así también como variables *dummy* correspondientes al sector industrial y variables *dummy* temporales (no incluidas en la tabla). En todos los casos el *test* de Wald en sus diversas aplicaciones indica que las regresiones son estadísticamente significativas. Las variables PA1, Q, PA1*QI, Q*DEFI y DEF*PA1I se han considerado endógenas y han sido convenientemente instrumentadas a través de GMM con el estimador de sistemas (SE). El *test* de Sargan-Hansen indica que el modelo está bien especificado. No se observa la existencia de autocorrelación de segundo orden en ninguno de los modelos. Significación estadística: *** al nivel del 1%, ** al 5% y * al 10%, registrada junto a cada coeficiente.

<i>Var. Dep. DBAB</i>	<i>Chile</i>		<i>España</i>	
<i>Sistema de Estimación</i>	<i>SE</i>		<i>SE</i>	
<i>Variable</i>	<i>Coefficiente (Desv. Est.)</i>		<i>Coefficiente (Desv. Est.)</i>	
CONST	0.1491 (0.0203)	***	0.2720 (0.0206)	***
PA1	0.0003 (0.0001)	***	0.0018 (0.0001)	***
PA1*QI	0.0004 (0.0001)	***	-0.0017 (0.0001)	***
<i>PA1+PA1*QI</i>	<i>0.0007</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>0.0002</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
Q	-0.0021 (0.0015)	**	0.0656 (0.0043)	***
Q*DEFI	0.0031 (0.0010)	***	0.0333 (0.0013)	***
<i>Q+Q*DEFI</i>	<i>0.0010</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>0.0990</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
DEF	-0.0136 (0.0040)	***	-0.0761 (0.0036)	***
DEF*PA1I	0.0078 (0.0059)	**	0.1470 (0.0050)	*
<i>DEF+DEF*PA1I</i>	<i>-0.0058</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>0.0709</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
DTEB	0.0803 (0.0030)	***	0.0155 (0.0020)	
ROA	-0.2031 (0.0138)	***	-0.3553 (0.0214)	***
LNTAB	0.0032	*	0.0009	*

Z	(0.0019) -0.0021	***	(0.0018) -0.0044	***
EMFAM	(0.0002) 0.1063	***	(0.0006) 0.0683	***
SOCINV	(0.0225) 0.0447	***	(0.0147) 0.0019	
EMNAC	(0.0127) -0.0066		(0.0167) 0.0343	***
EMMUL	(0.0131) 0.0043	***	(0.0126) -0.0184	
CEMENTO Y CONSTRUCCIÓN	(0.0172) 0.0304	**	(0.0159) -0.0724	***
INMOBILIARIA	(0.0138) -0.0261	**	(0.0272) -0.1255	***
TRANSPORTE Y TELECOMUNICACIÓN	(0.0215) -0.1555	***	(0.0276) -0.0069	
TEXTIL, PAPEL Y CELULOSA	(0.0169) -0.1595	***	(0.0249) -0.0769	***
AGUA, LUZ, GAS Y PETRÓLEO	(0.0161) 0.0247	**	(0.0267) -0.0760	***
SERVICIOS	(0.0096) -0.0692	***	(0.0199) -0.0151	
MINERÍA	(0.0129) -0.0510	***	(0.0357) -0.0449	**
	(0.0149)		(0.0209)	
Test for first-order serial correlation: p-value	-2.5600 (0.0010)	***	-3.110 (0.0020)	***
Test for second-order serial correlation: p-value	-0.6300 (0.5300)		-1.860 (0.6400)	
Sargan-Hansen test: p-value	151.4200 (0.9190)		95.7800 (0.9270)	

Tabla 10. Determinantes del plazo de vencimiento de la deuda. Modelos para los casos de Chile y España

La tabla contiene los resultados de las regresiones realizadas para las muestras de empresas de Chile y España para el periodo 1991-2001. Para Chile se cuenta con una muestra de 170 empresas no financieras (1508 observaciones), mientras que para España la muestra está formada por 111 empresas no financieras (912 observaciones). La regresión estimada del modelo es:

$$DTCDT_{it} = \beta_0 + \beta_1 PA1_{it} + \beta_2 PA1 \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PA1I_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LNTAB_{it} + \beta_9 Z_{it} + \beta_{10} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{11} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \beta_{12} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde la variable dependiente es DTCDT, que corresponde a la deuda total de corto plazo sobre la deuda total. Las variables independientes son: el porcentaje de la propiedad en manos del principal accionista (PA1), las oportunidades de crecimiento (Q), la relación entre la concentración de propiedad y las oportunidades de crecimiento (PA1*QI), la relación entre las oportunidades de crecimiento y el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos (Q*DEFI), la relación entre el déficit de fondos y la concentración de propiedad (DEF*PA1I), el déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), el tamaño (LNTAB), el riesgo de quiebra (Z) que equivale al Z-Score de Altman y la rentabilidad sobre los activos (ROA). También se introducen variables correspondientes a la naturaleza del inversor principal: familia (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC) y empresa multinacional (EMMUL); así también como variables *dummy* correspondientes al sector industrial y variables *dummy* temporales (no incluidas en la tabla). En todos los casos el *test* de Wald en sus diversas aplicaciones indica que las regresiones son estadísticamente significativas. Las variables PA1, Q, PA1*QI, Q*DEFI y DEF*PA1I se han considerado endógenas y han sido convenientemente instrumentadas a través de GMM en diferencias (DIF) y con el estimador de sistemas (SE). El *test* de Sargan-Hansen indica que el modelo está bien especificado. No se observa la existencia de autocorrelación de segundo orden en ninguno de los modelos. Significación estadística: *** al nivel del 1%, ** al 5% y * al 10%, registrada junto a cada coeficiente.

<i>Var. Dep. DTCDT</i>	<i>Chile</i>		<i>España</i>	
<i>Sistema de Estimación</i>	<i>SE</i>		<i>SE</i>	
<i>Variable</i>	<i>Coefficiente (Desv. Est.)</i>		<i>Coefficiente (Desv. Est.)</i>	
CONST	1.5083 (0.0766)	***	1.0189 (0.0601)	***
PA1	0.0005 (0.0003)	**	-0.0034 (0.0003)	**
PA1*QI	-0.0013 (0.0002)	***	-0.0019 (0.0001)	**
<i>PA1+PA1*QI</i>	<i>-0.0008</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.0053</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
Q	-0.0309 (0.0038)	***	-0.0261 (0.0049)	***
Q*DEFI	0.0727 (0.0056)	***	0.0239 (0.0035)	***
<i>Q+Q*DEFI</i>	<i>0.0418</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.0023</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
DEF	-0.1618 (0.0200)	***	-0.0107 (0.0082)	*
DEF*PA1I	0.0699 (0.0200)	**	-0.3346 (0.0084)	***
<i>DEF+DEF*PA1I</i>	<i>-0.0919</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.3453</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
ROA	0.6574 (0.0417)	***	0.6141 (0.0440)	***
LNTAB	-0.0555 (0.0047)	***	-0.0271 (0.0025)	***
Z	0.0114 (0.0009)	***	0.0086 (0.0012)	***

EMFAM	-0.5520 (0.0527)	***	-0.0694 (0.0182)	***
SOCINV	-0.2857 (0.0447)	***	0.0994 (0.0276)	***
EMNAC	-0.2687 (0.0408)	***	-0.0839 (0.0245)	***
EMMUL	-0.1764 (0.0574)	***	-0.1108 (0.0407)	***
CEMENTO Y CONSTRUCCIÓN	-0.3031 (0.0339)	***	-0.0174 (0.0524)	
INMOBILIARIA	-0.4149 (0.0958)	***	-0.2297 (0.0334)	***
TRANSPORTE Y TELECOMUNICACIÓN	0.0514 (0.0451)		-0.3747 (0.0819)	***
TEXTIL, PAPEL Y CELULOSA	0.0950 (0.0496)	*	-0.1315 (0.0421)	***
AGUA, LUZ, GAS Y PETRÓLEO	-0.1275 (0.0359)	***	-0.2677 (0.0493)	***
SERVICIOS	0.0437 (0.0314)		0.0072 (0.0468)	
MINERÍA	0.2124 (0.0415)	***	-0.1019 (0.0420)	**
Test for first-order serial correlation:	-6.2000	***	-3.370	***
p-value	(0.0000)		(0.0010)	
Test for second-order serial correlation:	-0.3700		-2.120	
p-value	(0.7120)		(0.3400)	
Sargan-Hansen test:	157.1000		90.7600	
p-value	(0.8680)		(0.8960)	

Tabla 11. Determinantes del plazo de vencimiento de la deuda bancaria. Modelos para los casos de Chile y España

La tabla contiene los resultados de las regresiones realizadas para las muestras de empresas de Chile y España para el periodo 1991-2001. Para Chile se cuenta con una muestra de 170 empresas no financieras (1508 observaciones), mientras que para España la muestra está formada por 111 empresas no financieras (912 observaciones). La regresión estimada del modelo es:

$$DBCDB_{it} = \beta_0 + \beta_1 PA1_{it} + \beta_2 PA1 \cdot QI_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Q \cdot DEFI_{it} + \beta_5 DEF_{it} + \beta_6 DEF \cdot PA1_{it} + \beta_7 DTEB_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 LNTAB_{it} + \beta_{10} Z_{it} + \beta_{11} TIPO_INVERSOR_{it} + \beta_{12} DUMMY_INDUSTRIA_{it} + \beta_{13} DUMMY_TEMPORAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde la variable dependiente es DBCDB, que corresponde a la deuda bancaria de corto plazo sobre el total de deuda bancaria. Las variables independientes son: el porcentaje de la propiedad en manos del principal accionista (PA1), las oportunidades de crecimiento (Q), la relación entre la concentración de propiedad y las oportunidades de crecimiento (PA1*QI), la relación entre las oportunidades de crecimiento y el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos (Q*DEFI), la relación entre el déficit de fondos y la concentración de propiedad (DEF*PA1I), el déficit de fondos para la financiación de las variaciones de activos fijos y el fondo de maniobra (DEF), el grado de insolvencia financiera (DTEB), el tamaño (LNTAB), el riesgo de quiebra (Z) que equivale al Z-Score de Altman y la rentabilidad sobre los activos (ROA). También se introducen variables correspondientes a la naturaleza del inversor principal: familia (EMFAM), sociedad de inversión (SOCINV), empresa nacional (EMNAC) y empresa multinacional (EMMUL); así también como variables *dummy* correspondientes al sector industrial y variables dummy temporales (no incluidas en la tabla). En todos los casos el *test* de Wald en sus diversas aplicaciones indica que las regresiones son estadísticamente significativas. Las variables PA1, Q, PA1*QI, Q*DEFI y DEF*PA1I se han considerado endógenas y han sido convenientemente instrumentadas a través de GMM con el estimador de sistemas (SE). El test de Sargan-Hansen indica que el modelo está bien especificado. No se observa la existencia de autocorrelación de segundo orden en ninguno de los modelos. Significación estadística: *** al nivel del 1%, ** al 5% y * al 10%, registrada junto a cada coeficiente.

<i>Var. Dep. DBCDB</i>	<i>Chile</i>		<i>España</i>	
<i>Sistema de Estimación</i>	<i>SE</i>		<i>SE</i>	
<i>Variable</i>	<i>Coficiente (Desv. Est.)</i>		<i>Coficiente (Desv. Est.)</i>	
CONST	0.0523 (0.1089)		0.2340 (0.0934)	**
PA1	0.0097 (0.0004)	*	-0.0030 (0.0004)	***
PA1*QI	-0.0011 (0.0002)	***	0.0022 (0.0002)	**
<i>PA1+PA1*QI</i>	<i>0.0086</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.0008</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
Q	0.0557 (0.0059)	***	-0.0443 (0.0116)	***
Q*DEFI	0.0622 (0.0075)	***	-0.0784 (0.0049)	*
<i>Q+Q*DEFI</i>	<i>0.1179</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.1226</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
DEF	-0.1186 (0.0333)	***	-0.0470 (0.0120)	***
DEF*PA1I	-0.0487 (0.0346)	*	-0.5238 (0.0189)	**
<i>DEF+DEF*PA1I</i>	<i>-0.1673</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>	<i>-0.5707</i> <i>(0.0000)</i>	<i>***</i>
DTEB	-0.0596 (0.0158)	***	0.0116 (0.0045)	**
ROA	-0.2479 (0.0541)	***	-0.1860 (0.1000)	*
LNTAB	0.0543 (0.0075)	***	0.0405 (0.0046)	***

Z	0.0001 (0.0009)	**	-0.0028 (0.0019)	*
EMFAM	-0.4801 (0.0767)	***	0.1649 (0.0314)	***
SOCINV	-0.1032 (0.0582)	*	0.1663 (0.0394)	***
EMNAC	0.0904 (0.0587)		0.0932 (0.0362)	**
EMMUL	0.0100 (0.0696)		0.1064 (0.0673)	
CEMENTO Y CONSTRUCCIÓN	-0.3007 (0.0490)	***	-0.2019 (0.0824)	**
INMOBILIARIA	-0.8418 (0.1601)	***	-0.2091 (0.0554)	***
TRANSPORTE Y TELECOMUNICACIÓN	-0.6011 (0.0698)	***	-0.8112 (0.1149)	***
TEXTIL, PAPEL Y CELULOSA	-0.1947 (0.0805)	**	-0.3034 (0.0990)	***
AGUA, LUZ, GAS Y PETRÓLEO	-0.5650 (0.0454)	***	-0.6920 (0.1047)	***
SERVICIOS	-0.1654 (0.0402)	***	-0.3657 (0.1131)	
MINERÍA	0.0696 (0.0635)		-0.0649 (0.0521)	*
Test for first-order serial correlation:	-6.2200	***	-4.140	***
p-value	(0.0000)		(0.0000)	
Test for second-order serial correlation:	-1.6400		-1.250	
p-value	(0.2010)		(0.2120)	
Sargan-Hansen test:	145.0300		89.8600	
p-value	(0.9620)		(0.9010)	

Tabla 12. Cuadro comparativo de resultados con la literatura previa

La tabla incluye las principales relaciones observadas por la literatura previa que es comparada con aquellos resultados alcanzados en esta investigación.

<i>Var. Dep. DTAB</i>	<i>Chile</i>	<i>España</i>	<i>Hallazgo en la literatura previa</i>		
PA1	+	-	Morck <i>et al.</i> (1988)	+	USA
			Maury y Pajuste (2005)	+	Finlandia
			Karathanassis y Drakos (2004)	+	Grecia
			Berger <i>et al.</i> (1997)	+	USA
Q	+	+	Barclay <i>et al.</i> (2001)	-	USA
			Sogorb (2005)	-	España
			Barclay <i>et al.</i> (2003)	-	USA
			Bevan y Danbolt (2002)	+	UK
DEF	-	-	Shyam-Sunder y Myers (1999)	-	USA
			Fama y French (2002)	-	USA
			Sogorb y López (2003)	-	España
<i>Var. Dep. DBAB</i>	<i>Chile</i>	<i>España</i>	<i>Hallazgo en la literatura previa</i>		
PA1	+	+	Yafeh y Yosha (2003)	+	Japón
			Maug (1998)	+	USA
			Esty y Megginson (2003)	+	USA
			Anderson <i>et al.</i> (2003)	-	USA
Q	-	+	Houston y James (1996)	-	USA
			Johnson (1997a)	-	USA
			Hadlock y James (2002)	-	USA
			Denis y Mihov (2002)	-	USA
			Datta <i>et al.</i> (1999)	-	USA
			Andrés <i>et al.</i> (2002)	-	España
			Krishnaswami <i>et al.</i> (1999)	+	USA
			Cantillo y Wright (2000)	+	USA
			Morgado y Pindado (2003)	+	España
DEF	-	-	Shyam-Sunder y Myers (1999)	-	USA
			Fama y French (2002)	-	USA
<i>Var. Dep. DTCDT</i>	<i>Chile</i>	<i>España</i>	<i>Hallazgo en la literatura previa</i>		
PA1	+	-	Cuñat (1999)	-	España
			Cantillo y Wright (2000)	+	USA
Q	-	-	Cuñat (1999)	+	España
			Barclay <i>et al.</i> (2003)	-	USA
			Denis y Mihov (2003)	+	USA
			Daniševská (2004)	+	USA
			Johnson (1997a)	+	USA
			Elyasiani <i>et al.</i> (2002)	+	USA
			Ozkan (2002)	+	UK
DEF	-	-	Adedeji (2004)	-	UK
			Sogorb (2005)	-	España
<i>Var. Dep. DBCDB</i>	<i>Chile</i>	<i>España</i>	<i>Hallazgo en la literatura previa</i>		
PA1	+	-	Cuñat (1999)	-	España
Q	+	-	Johnson (1997a)	+	USA
			Krishnaswami <i>et al.</i> (1999)	-	USA
			Johnson (1997a)	+	USA
			Denis y Mihov (2003)	+	USA
DEF	-	-	Frank y Goyal (2008)	-	USA

4. CONCLUSIONES

Tras el desarrollo de esta investigación presentamos en este acápite un sumario del estudio realizado y una exposición de las principales conclusiones.

Nuestro objetivo es el análisis de los determinantes de la decisión de endeudamiento de las empresas. Este objetivo tiene como marco de referencia la teoría positiva de la agencia y el enfoque *Law & Finance*. En particular se estudian los factores que condicionan el nivel total de la deuda, la propiedad de la misma y su plazo de vencimiento.

Las proposiciones de irrelevancia de la estructura de capital enunciadas por Modigliani y Miller en su trabajo seminal de 1958 son el punto de partida de la moderna teoría financiera. Sin embargo, para dar cumplimiento a estas proposiciones es necesario que los mercados sean perfectos, se tenga completa disponibilidad de la información y no existan impuestos que distorsionen la decisión de financiación. Los supuestos sobre los que se yergue este enfoque permiten concluir que el valor de la empresa viene determinado exclusivamente por la capacidad de sus activos reales para generar renta, y no por los títulos emitidos para financiar sus inversiones. A pesar de la elegancia con que son presentadas estas Proposiciones en el esquema de las finanzas neoclásicas, lo cierto es que su aplicación está condicionada al cumplimiento de las hipótesis de partida. Dado que estas hipótesis nos presentan un escenario alejado del mundo real, se hace preciso su relajación. En consecuencia, al incorporar determinadas imperfecciones de mercado al análisis: costes de agencia y asimetrías de información, se modifican algunos de los supuestos del marco teórico marginalista neoclásico y se obtienen nuevas conclusiones.

Al respecto, la teoría positiva de la agencia viene a producir un quiebre en la reflexión que se tiene acerca de los mercados cuando estos son vistos a través de los ojos de Modigliani y Miller. Esta teoría incorpora al análisis una serie de imperfecciones de mercado como los costes de agencia y las asimetrías informativas entre los distintos partícipes con derechos sobre los activos empresariales.

Los costes de agencia son el resultado de la separación entre la propiedad de la empresa y la toma de las decisiones. Esta separación es más evidente a medida que aumenta la complejidad de la gestión de la empresa. La incorporación de especialistas para llevar a cabo esta gestión genera una relación de agencia entre quienes tienen los derechos de propiedad –principal– y quienes toman las decisiones –agente–. Sin embargo, la conducta oportunista inherente a la naturaleza de estos gestores genera problemas en esta relación de agencia. Los agentes actuando dentro de las directrices definidas por los accionistas no renuncian a la consecución de su objetivo personal que en algunas ocasiones puede ir en detrimento del objetivo del principal. Para controlar esta potencial conducta oportunista y salvaguardar su propia riqueza, los accionistas incurren en una serie de costes conocidos como costes de agencia.

Los planteamientos de la teoría positiva de la agencia se pueden matizar a partir del enfoque *Law & Finance*. En este sentido, la consideración del entorno institucional nos permite entender la estructura de capital no sólo como aquella definida por factores que son propios y particulares de las empresas individualmente consideradas; sino también como aquella definida por otros factores que emanan del contexto institucional al que pertenecen las empresas, y que las afectan de forma transversal a todas y del mismo modo.

La decisión de endeudamiento de la empresa requiere, en nuestra opinión, considerar tanto los planteamientos de la teoría positiva de la agencia como las propuestas del enfoque *Law & Finance*. Del análisis de los planteamientos teóricos de la agencia obtenemos aquellos que hemos denominado como factores específicos de las empresas que explican la decisión de endeudamiento. A nuestro juicio, los factores más importantes para dar explicación a esta decisión vienen expresados por las oportunidades de crecimiento, el déficit de fondos para la financiación de la cartera de proyectos de inversión y la estructura de propiedad. Mientras que del enfoque *Law & Finance* consideramos aquellas particularidades institucionales que pudieran condicionar las decisiones de endeudamiento como son el origen legal; la importancia relativa de los intermediarios financieros como fuente de financiación y como mecanismo de gobierno; y grado de desarrollo de los mercados financieros.

La existencia de oportunidades de crecimiento constituye un caldo de cultivo de problemas de agencia toda vez que éstas sean financiadas a través de la emisión de nuevos títulos de deuda. En este sentido, el comportamiento oportunista y las acciones

ocultas se plasman en los problemas de sustitución de activos y subinversión que surgen una vez que los fondos han sido conseguidos para la financiación de las oportunidades de crecimiento. En el primero de estos conflictos los directivos incrementan el riesgo de la cartera de proyectos de inversión para así maximizar la riqueza de los accionistas a expensas de los acreedores. En el segundo, los gestores dejan pasar por alto determinados proyectos de inversión con valor actual neto positivo cuando, frente a una eventual liquidación de los activos, se incrementa el riesgo de transferencia de riqueza de los actuales accionistas a los acreedores. Por lo tanto, como se aprecia, la existencia de futuras oportunidades de crecimiento determinará la forma en como éstas son financiadas.

Una de las situaciones en la que las empresas se ven obligadas a recurrir a las fuentes externas de financiación es cuando la capacidad de generar renta por parte de los activos de la empresa no es suficiente como para financiar el gasto de capital más aquellas necesidades correspondientes al fondo de maniobra. Este déficit de financiación pone en alerta a los futuros acreedores acerca de la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones crediticias. En un escenario de estas características, aquellos acreedores conocedores del potencial déficit de financiación de las empresas formalizarán contratos de endeudamiento más restrictivos. La aparición de las asimetrías de información entre acreedores y deudores como consecuencia del déficit de fondos aumenta las dificultades de la empresa para emitir títulos de deuda en condiciones económicamente convenientes.

De acuerdo a los postulados de la teoría positiva de la agencia, el acceso a las fuentes externas de financiación depende de la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo. Entre estos mecanismos se encuentran tanto la configuración de la estructura de propiedad de las empresas como la deuda. Por tanto, la estructura de propiedad y las decisiones de endeudamiento están relacionadas y vienen condicionadas por su complementariedad como mecanismos de gobierno. Esto nos lleva a pensar que a medida que mejor estén garantizados tanto los derechos de los acreedores como de los accionistas, más fácil será el recurrir a las fuentes externas de financiación. Sin embargo, se observan diferencias entre los países a la hora de garantizar estos derechos. El enfoque *Law & Finance* enfatiza que el origen legal condiciona la protección de los derechos de accionistas y acreedores.

Al respecto, dos han sido las doctrinas legales más reconocidas: la *common-law* originada en Inglaterra y la *civil-law* que asienta sus bases en la ley romana. La tradición de la *common-law* cimienta su legislación en el análisis de la resolución de casos específicos a través de los cuerpos colegiados; mientras que la doctrina de la *civil-law* está basada en el uso de estatutos y códigos como medio de orden material legal. En consecuencia, el modo en como estas estructuras legales regulen los sistemas financieros en las diversas economías condicionará de forma directa la decisión de endeudamiento adoptada por las empresas.

De estas dos raíces legales hemos elegido la de la *civil-law* para ser sometida al contraste de nuestras hipótesis. Una de las características más importantes en los países de la *civil-law* es que los intermediarios financieros son la principal fuente de financiación de las oportunidades de crecimiento de las empresas. Además, en estos países se observa una débil protección tanto de los derechos de los accionistas como de los acreedores. Esta situación ha llevado a las empresas, por una parte, a la configuración de estructuras de propiedad muy concentradas y piramidales que otorgan una mayor protección de los derechos de los accionistas. Por otra parte, frente a la desprotección de los derechos de los acreedores, en este sistema legal son los bancos quienes han desarrollado eficientes mecanismos de gobierno corporativo, reflejados no sólo en la estrecha relación que sostienen con las empresas sino también en la participación directa en el capital propio de las mismas. En suma, a través del enfoque *Law & Finance* se puede observar cómo los bancos presentan un peso relativo diferente en cada entorno institucional, lo que lleva a que su protagonismo como fuente de intermediación financiera y como mecanismo de gobierno corporativo sea también distinto. En consecuencia, nuestro objetivo de investigación se amplía no sólo al análisis los factores determinantes del volumen de deuda emitida por las empresas; sino también a la propiedad de la deuda y su vencimiento dentro del marco de la teoría positiva de la agencia al que se da entrada a las características del entorno institucional.

Este planteamiento nos lleva a proponer un conjunto de hipótesis susceptibles de contrastación empírica que se concretan en hipótesis asociadas a las oportunidades de crecimiento, al déficit de fondos y a la estructura de propiedad de las empresas.

Para las hipótesis relacionadas con las oportunidades de crecimiento planteamos que en los entornos institucionales dominados por los bancos los problemas de asimetrías de información asociados al endeudamiento son menores y por lo tanto en

estos entornos se recurrirá al endeudamiento bancario para la financiación de tales oportunidades. Del mismo modo, formulamos la hipótesis de que el nivel de deuda bancaria será mayor cuanto más relevante sea su papel en la resolución de los problemas de gobierno de la empresa.

Nuestras hipótesis vinculadas al déficit de fondos postulan que los problemas de asimetrías informativas que este déficit genera dificultan el acceso a la deuda en general, y a deuda bancaria en particular, para la financiación de dicho déficit. De modo similar, formulamos la hipótesis de que en los entornos bancarizados es la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria el principal mecanismo de control de los problemas de asimetrías de información. Sin embargo, postulamos también que en aquellos entornos financieros donde los bancos disponen de mecanismos de supervisión alternativos al plazo de vencimiento de la deuda bancaria, los bancos podrán prescindir de la reducción del plazo de vencimiento como mecanismo de control de los problemas generados por las oportunidades de crecimiento y/o por el déficit de fondos.

Las hipótesis asociadas a la estructura de propiedad de las empresas postulan que en los entornos de la *civil-law* la deuda bancaria, el plazo de vencimiento de la deuda y la estructura de propiedad constituyen mecanismos de gobierno corporativo complementarios. Del mismo modo, se formula la hipótesis de que las empresas con estructura de propiedad altamente concentradas ven facilitado su acceso a las fuentes externas de financiación, y en especial a la deuda bancaria, cuando necesiten financiar su déficit de fondos. Finalmente, formulamos la hipótesis de que en aquellos países cuyo marco legal permite que los bancos participen como accionistas de referencia en las empresas no financieras, se diluye la relevancia del plazo de vencimiento de la deuda como solución de los problemas generados por la financiación de las oportunidades de crecimiento.

Para llevar a cabo el contraste empírico de estas hipótesis de investigación utilizamos una muestra de datos económicos y financieros de empresas cotizadas de Chile y España para el período 1991 a 2001. La información utilizada para el análisis de las empresas de Chile se obtuvo de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) que publica anualmente la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. La muestra incluye 169 empresas no financieras de un total de 233 que aparecen en la FECU. Con respecto a la muestra utilizada para el análisis del caso de España, disponemos de 111 empresas no financieras. Los datos de balance, cuenta de resultados y estructura de

CONCLUSIONES

propiedad accionarial se obtienen de la información que suministra la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Consideramos que ambas muestras son representativas del conjunto de las empresas chilenas y españolas cotizadas.

La existencia en Chile y en España de sistemas legales herederos de la *civil-law*, por un lado, y la diferente evolución institucional seguida por estos dos países, por otro, son las razones que justifican su elección para el contraste de las hipótesis. Nuestro objetivo no es sólo contrastar los determinantes del endeudamiento en el entorno *civil-law*, sino también si es posible observar diferencias en las decisiones de endeudamiento incluso entre países que comparten la misma raíz legal.

Al respecto, Chile y España comparten una fuerte bancarización de sus sistemas financieros, una evolución económica estable durante la década de los 90, una concentración accionarial media similar y una significativa apertura al exterior de sus mercados de capitales. Sin embargo, existen diferencias institucionales entre estos dos países que pueden condicionar de forma diferente las decisiones de endeudamiento de las empresas. Entre estas cabe destacar la diferente regulación sobre la actividad de las instituciones financieras; el distinto protagonismo del mercado de gobierno corporativo; o el disímil peso relativo que desempeñan los mercados financieros y los intermediarios bancarios en la financiación de las empresas en cada uno de estos países.

El análisis empírico incluye tanto el análisis univariante como el multivariante de las variables elegidas. El análisis de medias nos proporciona una descripción de las muestras utilizadas; mientras que el análisis multivariante nos permite explicar las relaciones observadas en los diversos modelos. Este último análisis se ha efectuado mediante regresiones con datos de panel que nos permiten observar el comportamiento de las empresas a lo largo del tiempo. Para la estimación de los parámetros del modelo de regresión se ha tenido en cuenta tanto la heterogeneidad inobservable característica de los trabajos en los cuales se utilizan datos de empresas, como los problemas de endogeneidad que surgen bien por las variables omitidas, bien por la existencia de relaciones de causalidad bidireccionales.

A través del análisis univariante observamos que las empresas chilenas presentan en término medio una ratio de apalancamiento inferior al la registrada por el conjunto de empresas españolas. Una situación similar se observa en relación a la financiación a través de intermediarios bancarios, donde la participación de la deuda

bancaria en los libros de las empresas es mayor para el caso español que para el chileno. El análisis univariante también nos desvela la similitud tanto en la configuración de la estructura de propiedad de las empresas como en la presencia de oportunidades de crecimiento de ambos países. Por otra parte, de dicho análisis también se desprenden una serie de diferencias entre ambas muestras. Entre éstas cabe destacar la mayor rentabilidad, el mayor superávit en la generación de fondos y los menores niveles medios de riesgo de quiebra que registran las empresas chilenas en relación a su contraparte española.

Como resultado del análisis empírico consideramos que nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre la estructura de capital y gobierno de las empresas en los siguientes aspectos:

1. El efecto institucional de la financiación de las oportunidades de crecimiento. Cuando las empresas operan en entornos bancarizados se observa una mayor utilización de la deuda para la financiación de las oportunidades de crecimiento que en aquellos entornos dominados por los mercados.

La mayor parte de los trabajos empíricos desarrollados en países orientados al mercado observan que las empresas reducen su nivel de deuda frente a un aumento de las oportunidades de crecimiento. Tal relación es inversa a la que observamos en los países orientados hacia la banca debido a que los problemas de sustitución de activos y de subinversión causados por las oportunidades de crecimiento son mejor resueltos por los mecanismos internos de gobierno corporativo.

En entornos bancarizados la estrecha relación que mantienen las empresas con sus acreedores permite reducir las asimetrías de información. En consecuencia, al existir un mayor flujo de información entre ambas partes se fomenta la financiación de las oportunidades de crecimiento a través de deuda. Además, la financiación de estas oportunidades de crecimiento mediante deuda no parece verse condicionada negativamente por el argumento de que los derechos de los inversores están peor protegidos que en los entornos *common-law*.

La estructura de propiedad concentrada característica de los entornos *civil-law* alinea los intereses de accionistas y directivos y aminora los potenciales problemas generados por las oportunidades de crecimiento. Esta característica institucional

justifica, también, la utilización de deuda para financiar tales oportunidades a diferencia de lo que sucede en los entornos *common-law*.

2. El efecto institucional de la financiación de las oportunidades de crecimiento a través de la deuda bancaria. La financiación de tales oportunidades está condicionada por el papel que juega la banca como mecanismo de gobierno corporativo para controlar los problemas de agencia y de asimetrías de información.

La mayoría de los trabajos desarrollados para la realidad anglosajona registran una relación inversa entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de deuda bancaria. Similar relación se observa para las empresas chilenas; mientras que para las empresas españolas ocurre el caso contrario. Entendemos que la disímil evolución de los sistemas financieros chileno y español justifica las diferencias que se aprecian en la financiación de las oportunidades de crecimiento a través de la deuda bancaria. Si en el sistema financiero los bancos son eficientes en el control corporativo y además representan una de las principales fuentes de financiación de las empresas, entonces éstas tenderán a financiar sus oportunidades de crecimiento a través de estos intermediarios financieros.

Dos características del entorno español favorecen la financiación de las oportunidades de crecimiento con deuda bancaria. Por un lado, unos pocos bancos representan la mayor parte de la oferta de fondos lo que fomenta la generación de estrechos vínculos entre estos y las empresas financiadas. Por otro lado, las empresas prefieren recurrir a la deuda bancaria cuando desean mantener la confidencialidad de sus oportunidades de crecimiento.

El papel de la banca como mecanismo de gobierno de las empresas no financieras se ejerce tanto en su rol de acreedor como en la posibilidad que tiene de convertirse en accionista. En España el peso relativo que tiene el crédito bancario sobre los fondos ofrecidos por el mercado de valores es comparativamente superior al de mucho de los países orientados hacia los intermediarios financieros. Además, un número no pequeño de empresas españolas tiene como accionista de control a un banco. La conjunción de ambos elementos justifica el mayor protagonismo de la deuda bancaria como fuente de financiación de las oportunidades de crecimiento en España.

Por su parte, en Chile tanto los accionistas mayoritarios como el mercado de control corporativo vienen a sustituir el control ejercido por los acreedores bancarios. Si bien, el mercado de control corporativo no es tan activo como en los Estados Unidos, sí

es capaz de orientar la conducta de los *managers* en función de los intereses de los propietarios. Los hechos que justifican esta particular orientación del sistema financiero en Chile tienen su origen en reformas institucionales y legales acaecidas en las últimas dos décadas. Factores como la liberalización del mercado de capitales de mediados de la década del 70 fomenta la primera ronda de privatización de empresas, flexibilizando el mercado de capitales en Chile. Por otra parte, la crisis de la deuda a comienzos de la década del 80 detona la implementación de estrictas regulaciones bancarias, que se traducen, entre otros elementos, en prohibir a los bancos el invertir en capital social de empresas no financieras y en sociedades relacionadas. A partir de entonces, la segunda ronda de privatizaciones introduce un mayor grado de desarrollo del mercado de capitales, reactivado por los fondos de pensiones y los fondos la inversión extranjera. Adicionalmente, las reformas legales que favorecen la aparición de fondos de inversión y de pensiones han mejorado la protección de los derechos de los inversores. En consecuencia, el desarrollo de los mercados de capitales chilenos ha hecho que la deuda bancaria no sea la fuente primordial de financiación de las oportunidades de crecimiento, dando un mayor protagonismo al mercado no sólo como un eficiente mecanismo de gobierno corporativo, sino también como una de las principales fuentes de financiación de las empresas.

En suma, concluimos que las características del entorno geopolítico y del marco institucional donde operan las empresas inciden en la disposición de éstas a financiar sus oportunidades de crecimiento con deuda intermediada a través de los bancos.

3. El efecto institucional en la financiación de las oportunidades de crecimiento con deuda de corto plazo. En un contexto dominado por los intermediarios bancarios, las empresas no optan por reducir el plazo de vencimiento de la deuda para el ejercicio óptimo de sus oportunidades de crecimiento, ni por señalar la calidad de dichas oportunidades mediante la emisión de deuda de corto plazo. Al contrario, los problemas de agencia tienden a ser resueltos mediante mecanismos internos de gobierno corporativo como estructuras de propiedad concentradas en torno a grupos económicos, una activa participación de los consejos directivos en el gobierno de las empresas o a través de las relaciones banca-empresa. En consecuencia, estos mecanismos reducen la relevancia de la deuda de corto plazo para resolver los problemas generados por las oportunidades de crecimiento.

En el caso de las empresas españolas observamos que la participación de la banca como uno de los accionistas mayoritarios en las empresas, la estrecha relación que éstas mantienen con un reducido número de bancos, así también como la mayor importancia relativa de la banca en relación al mercado como fuente de financiación, hacen que la capacidad de control que estos intermediarios financieros tengan en las empresas sea lo suficientemente eficiente como para prescindir de la deuda bancaria de corto plazo como mecanismo de gobierno.

Sin embargo, en el caso de las empresas chilenas la reducción del plazo de vencimiento de la deuda bancaria puede ser uno de los mecanismos elegidos para dar solución a los problemas generados por las oportunidades de crecimiento. Cabe recordar que la Ley de Bancos de 1986 en Chile es responsable de la reducción de la importancia de los bancos como mecanismo de gobierno (Lefort y Walker, 2000 b). Por otra parte, en dicho período el crédito bancario perdió importancia a favor de un mayor recurso a la autofinanciación, a las emisiones de capital y, en menor magnitud, a la deuda negociable. También, a partir de entonces los bancos dejan de ser la unidad central de los grupos económicos, al menos en los términos organizacionales, restando importancia a la banca en la supervisión de las empresas.

En consecuencia, concluimos que las empresas con oportunidades de crecimiento rentables utilizan la deuda bancaria a corto plazo para aminorar los problemas de agencia en aquellos entornos institucionales donde los bancos pudieran no constituir un mecanismo eficiente de gobierno corporativo.

4. Los mayores problemas de asimetrías de información de las empresas con déficit de fondos dificultan su recurso a la deuda bancaria. Cuando las empresas no pueden generar fondos internamente se incrementa el riesgo de insolvencia, lo que alerta a los acreedores sobre las dificultades de la empresa para cumplir con sus obligaciones crediticias. En esta situación se reduce la capacidad de endeudamiento, en particular con los intermediarios bancarios, y aumenta el coste de capital.

Concluimos también que los problemas de información asimétrica generados por el déficit de fondos no son mitigados a través de la reducción del plazo de vencimiento de la deuda. En términos financieros, el plazo de vencimiento de la deuda es uno de los elementos clave para diferir el riesgo de insolvencia del corto al largo plazo. De este modo, si se suscribe un mayor volumen de deuda de largo plazo se minimiza el riesgo

de insolvencia de corto plazo pero se asume un mayor coste de capital para la financiación del déficit de fondos. De nuestros hallazgos concluimos que las empresas financian su déficit actual de fondos con deuda de largo plazo, soportando el mayor coste de este tipo de deuda pero asumiendo un menor riesgo de insolvencia en el corto plazo.

Por otra parte, comprobamos que en el caso de aquellas empresas que no generan suficientes fondos internamente para financiar las oportunidades de crecimiento con las que cuentan y que operan en entornos financieros dominados por los bancos, la deuda bancaria constituye un mecanismo eficiente para reducir las asimetrías de información entre *managers* y acreedores.

5. En aquellos entornos institucionales dominados por los intermediarios bancarios se observa que la concentración de propiedad de las empresas constituye un mecanismo eficiente de gobierno corporativo al incentivar el control de los directivos por parte de los accionistas. La reducción de los problemas de agencia entre directivos y accionistas facilita el endeudamiento de la empresa. Sin embargo, la concentración de la propiedad puede dar lugar a la aparición de comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario sobre el resto de aportantes de fondos que incidiría negativamente en la capacidad de endeudamiento de la empresa. En consecuencia, la relación entre la concentración de la propiedad y el endeudamiento es un *trade-off* que debe ser objeto de contrastación empírica.

En el caso de las empresas chilenas la relación positiva entre la concentración de la propiedad y el endeudamiento se puede explicar tanto por la formación de *holdings* empresariales como por la mejora en la protección de los derechos de los inversores. El tejido empresarial en Chile ha evolucionado hacia la formación de grupos piramidales en los que se observan reducidos problemas de agencia entre accionistas y directivos. Junto con esto, en el país se han producido una serie de reformas legales que han reforzado la protección de los derechos de los inversores y que reducen el riesgo de expropiación tanto de los accionistas minoritarios como de los acreedores. Según Lefort y Walker (2000 b), la protección legal de los accionistas minoritarios parece ser adecuada, y no muy diferente a la de los países más desarrollados basados en la *common-law*, como los Estados Unidos o el Reino Unido.

Sin embargo, en el caso español la concentrada estructura de propiedad de sus empresas no sólo contribuye al alineamiento de intereses entre el accionista mayoritario y los directivos; sino que incrementa el riesgo de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios y acreedores. En consecuencia, los acreedores evitarán financiar a estas empresas o impondrán cláusulas destinadas a evitar la expropiación. Cualquiera de estas dos razones, bien por separado o bien de forma conjunta, justifica la relación negativa entre la concentración de la propiedad y el nivel de endeudamiento.

6. La deuda bancaria y la estructura de propiedad de las empresas son mecanismos complementarios de gobierno corporativo en los países cuyo sistema financiero se encuentra dominado por los intermediarios bancarios. La presencia de una estructura de propiedad concentrada permite el alineamiento de los intereses entre accionista mayoritario y agente, lo que reduce los potenciales costes de agencia. Por otra parte, la propiedad de la deuda emitida por las empresas suele estar concentrada en unos pocos bancos, lo que facilita la labor de supervisión del acreedor y aminora los potenciales problemas de expropiación por parte del accionista mayoritario. El control bancario se refuerza y los problemas de expropiación se aminoran cuando el banco acreedor puede ser accionista de las empresas no financieras.

La relación positiva entre el endeudamiento bancario y la estructura de propiedad está condicionada por la posibilidad de que el accionista mayoritario renuncie al endeudamiento bancario con el fin de evitar perder el control de la empresa a favor de los bancos acreedores. Esta situación puede darse cuando exista un elevado riesgo de liquidación y el entorno institucional permita prescindir del endeudamiento bancario como fuente de financiación. Al respecto, observamos que las empresas chilenas con control mayoritario y déficit de fondos hacen un menor uso del endeudamiento bancario que las empresas españolas equivalentes. Tal resultado pone de manifiesto la particularidad de la evolución del sistema financiero chileno en el cual se ha reducido la importancia relativa de la banca en la financiación de las empresas con déficit de fondos y ha aumentado el recurso a otras fuentes de financiación. Hechos como la desregulación del movimiento de capitales y la emisión de títulos públicos fuera del mercado doméstico han ampliado la oferta de fuentes de financiación, sustituyendo en cierta medida la financiación a través de los bancos. Por su parte, en España la mayor importancia relativa de la financiación bancaria limita las posibilidades de los

accionistas mayoritarios de renunciar a este tipo de fondos aún a costa de asumir un riesgo elevado de pérdida de control frente a un proceso de liquidación.

7. La concentración accionarial y la reducción del plazo de vencimiento de la deuda se comportan como mecanismos complementarios para resolver los problemas de agencia entre acreedores y deudores en aquellos entornos institucionales que presentan una débil protección de los derechos de los acreedores y en los que predominan los intermediarios bancarios.

En el contexto chileno, a medida que aumenta la concentración de la propiedad se opta por acortar el plazo de vencimiento de la deuda. A nuestro entender, este resultado se explica porque aquellas empresas que tienen la propiedad concentrada quieren señalar su eficiente control corporativo con el fin de mejorar las condiciones de financiación de su cartera de proyectos. Las empresas españolas con estructuras de propiedad concentrada, sin embargo, no utilizan el plazo de vencimiento de la deuda como mecanismo para resolver los problemas de agencia entre *managers* y acreedores. En nuestra opinión, las relaciones banca-empresa permiten resolver los problemas de agencia mediante la participación de los bancos en el capital social de éstas como mecanismo alternativo a la reducción del plazo de endeudamiento.

A modo de cierre, como se ha planteado en las conclusiones previas, los condicionantes que determinan la decisión de endeudamiento en las empresas consideradas en este estudio corresponden a aquellos definidos por los factores empresariales y los factores institucionales. Básicamente, hemos podido probar que las hipótesis relativas a la decisión de endeudamiento contrastadas con muestras de empresas que operan en países anglosajones no se pueden trasladar de forma mimética a lo que sucede en las empresas de aquellos países con predominio de los intermediarios bancarios. Comprobamos, asimismo, que incluso en países cuya doctrina legal descende de la *civil-law*, las empresas pueden adoptar decisiones de endeudamiento diferentes. Estas diferencias pueden tener su origen en la evolución legal e institucional de cada país. Con esto, se concluye que no es posible la generalización y extrapolación de resultados acerca de las decisiones financieras de las empresas que operan en países descendientes de una misma raíz legal. Un claro ejemplo lo observamos en las empresas objeto de análisis, las cuales, a pesar de pertenecer a países que comparten un mismo origen legal, no mantienen un comportamiento homogéneo en sus decisiones de endeudamiento.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADEDEJI, A. (2004). A cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data. *Artículo no publicado*. University of Birmingham, pp. 1-29.
- ADSERÀ, X. y VIÑOLAS, P. (2003). Principios de valoración de empresas. Ediciones Deusto, Planeta de Agostini Profesional y Formación, S.L.
- AGUILERA, R. y ERMOLI, I. (2005). A comparative analysis of corporate governance systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela. *Artículo no publicado*. University of Illinois at Urbana-Champaign, pp. 1-29.
- AGUILERA, R. y JACKSON, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*. Vol. 28, N°3, pp. 447-465.
- AHN, S. y GADAROWSKI, Ch. (2004). Small simple properties of the GMM specification test based on the Hansen-Jagannathan distance. *Journal of Empirical Finance*. Vol. 11, pp. 109-132.
- AIVAZIAN, V., GE, Y. y QIU, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 11, pp. 277-291.
- AKERLOF, G. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, pp. 488-500.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2001). Comparing financial systems. *1º Edición, MIT Press Paperback Edition*, Massachusetts.
- ALONSO-BORREGO, C. y ARELLANO, M. (1999). Symmetrically normalized instrumental variable estimation using panel data. *Journal of Business & Economic Statistics*. Vol. 17, pp. 36-49.
- ALTMAN, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*. Vol. 23, pp. 589-609.
- AMEZIANE, L. (1999). Debt structure, agency costs and firm’s size: an empirical investigation. *Artículo no publicado*. City University Business School, London, pp. 1-27.

- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*. Vol. 12, pp. 605-617.
- ANDERSON, CH. y MAKHIJA, A. (1999). Deregulation, disintermediation, and agency cost of debt: evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51, pp. 309-339.
- ANDERSON, R., MANSI, S. y REEB, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68, pp. 263-285.
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V., RODRÍGUEZ, J. y VALLELADO, E. (1997). Financial system in the EU: an analysis of their influence on the investment and capital structure of non financial firms. En: Malavasi (Ed.) *Market Integration and Re-organization of the European Banking Systems*. Calgary, pp. 85-114.
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V., y RODRÍGUEZ, J. (2000). Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español. *Investigaciones Económicas*. Vol. 24, Nº 3, pp. 641-679.
- ANDRÉS, P., LÓPEZ, F., RODRÍGUEZ, J. y VALLELADO, E. (2005). Determinants of bank debt in a continental financial system. Evidence from Spanish companies. *Financial Review*, Vol. 40, pp. 305-333.
- ANDRITZKY, J. (2003). Leverage, industries, and countries: Evidence from seven countries. *Artículo no publicado*. Pp. 1-35.
- ANG, J., CHUA, J. y McCONNELL, J. (1982). The administrative costs for corporate bankruptcy: A note. *Journal of Finance*. Vol. 37, Nº1, pp. 219-226.
- ANG, J., COLE, R. y LIN, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*. Vol. LV, Nº1, pp. 81-106.
- ANH, V. (2005). Testing the trade-off and pecking order theories: Some UK evidence. *Artículo no publicado*. University of Leeds, pp. 1-43.
- ANTONIOU, A., GUNEY, Y. y PAUDYAL, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*. Vol.12, Nº2, 161-94.

- ANTONIOU, A., GUNEY, Y. y PAUDYAL, K. (2008a). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 43, N°1, pp. 59-92.
- ANTONIOU, A., GUNEY, Y. y PAUDYAL, K. (2008b). The determinants of corporate debt ownership structure: Evidence from market-based and bank-based economies. *Managerial Finance*. Vol. 34, N°12, pp. 821-47.
- ARELLANO, M. y BOND, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equation. *Review of Economic Studies*. Vol. 58, pp. 277-297.
- ARELLANO, M. y BOND, S. (1998). Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss: A guide for users, pp. 1-27.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1990). La econometría de datos de panel. *Investigaciones Económicas* (Segunda Época). Vol. 14, N° 1, pp. 3-45.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1995). Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*. Vol. 68, pp. 29-52.
- ARESTIS, P., LUINTEL, A. y LUINTEL, K. (2004). Does financial structure matter?. *The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper 399*, pp. 1-29.
- ARRAU, P. (2001). El mercado de capitales chileno: Un necesario big-bang para el crecimiento. En: Beyer y Vergara (Eds.), “¿Qué hacer ahora? Propuestas para el desarrollo”, Centro de Estudios Públicos.
- ATANASOV, V., CICOTELLO, C. y GYOSHEV, S. (2005). How does law affect finance? An empirical examination of tunnelling in an emerging market. *Artículo no publicado*. Pp. 1-39.
- AZOFRA, V. (2005). Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 24, pp. 121-150.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A. (1992). Evolución reciente de la moderna teoría financiera. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*. N° 7, pp. 111-126.

- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A. (1999). Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM Teorías y realidades. *Papeles de Economía Española*. N° 78-79, pp. 122-144.
- BAKER, M. y WURGLER, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*. Vol. 57, pp. 1-52.
- BALL, R., KOTHARI, S. y ROBIN, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 29, pp. 1-51.
- BALTAGI, B. (1995). *Econometric analysis of panel data*, ed. John Wiley & Sons Ltd. (Baffins Lane, Chichester, Inglaterra).
- BANCEL, F. y MITTOO, U. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: A survey of European firms. *Financial Management*. Vol. 33, N°4, pp. 103-133.
- BANNISTER, J. y NEWMAN, H. (1996). Accruals usage to manage earnings toward financial analyst's forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 7, pp. 259-278.
- BARCLAY, M. y SMITH, C. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*. Vol. 50, N° 2, pp. 609-631.
- BARCLAY, M. y SMITH, C. (1996). On financial architecture: leverage, maturity and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 8, N° 4, pp. 4-17.
- BARCLAY, M., MARX, L. y SMITH, C. (2003). The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9, pp. 149-167.
- BARCLAY, M., MORELLEC, E. y SMITH, C. (2006). On the debt capacity of growth options. *Journal of Business*. Vol. 79, N°1, pp. 37-59.
- BARCLAY, M., SMITH, C. y WATTS, R. (1995). The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7, N° 4, pp. 4-19.
- BARNEA, A., HAUGEN, R. y SENBET, L. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *Journal of Finance*. Vol. 35, pp. 1223-1234.

- BARTH, J., CAPRIO, G. y LEVINE, R. (2000). Bank systems around the globe: Do regulation and ownership affect performance and stability?. En: Mishkin (Ed.) *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, pp. 31-95.
- BARTH, J., CAPRIO, G. y LEVINE, R. (2004). Bank regulation and supervision: what works better?. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 3, N°2, pp. 205-48.
- BARTHOLDY, J., BOYLE, G. y STOVER, R. (1997). Corporate Capital structure and regulation of bank equity holdings: Some international evidence. *Multinational Finance Journal*. Vol. 1, N°1, pp. 60-80.
- BAUM, CH., SCHAFFER, M. y STILLMAN, S. (2003). Instrumental Variables and GMM: Estimation and testing. *Stata Journal*. Vol. 3, N°1, pp. 1-31.
- BEATTIE, V., BROWN, S., EWERS, D., JON, B., MANSON, S., THOMAS, D. y TURNER, M. (1994). Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 21, N° 6, pp. 791-811.
- BEATTIE, V., GOODACRE, A. y THOMSON, S. (2006). Corporate financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 33, N°9-10, pp. 1402-1434.
- BECK, T. y LEVINE, R. (2002). Industry growth and capital allocation: does having a market or bank-based system matter?. *Journal of Financial Economics*. Vol. 64, N°2, pp. 147-180.
- BECK, T. y LEVINE, R. (2004). Stock market, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 28, pp. 423-442.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (2000). A new database on financial development and structure. *World Bank Economic Review*. Vol. 14, N°3, pp. 597-606.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (2003). Bank supervision and corporate finance. *NBER Working Paper N°9620*, pp. 1-47.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LAEVEN, L. y LEVINE, R. (2008). Finance, firm size, and growth. *Journal of Money, Credit & Banking*. Vol. 40, N° 7, pp. 1379-1405.

- BEGLEY, J., MING, J. y WATTS, S. (1996). Bankruptcy classification errors in the 1980s: An empirical analysis of Altman's and Ohlson's models. *Review of Accounting Studies*. Vol. 1, pp. 267-284.
- BENEISH, M. (2001). Earning management: a perspective. *Managerial Finance*. Vol. 27, pp. 3-17.
- BERGER, A. y UDELL, G. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*. Vol. 68, pp. 351-381.
- BERGER, A., KYLE, M. y SCALISE, J. (2000). Did U.S. bank supervisors get tougher during the credit crunch? Did they get easier during the banking boom? Did it matter to bank lending?. *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*. Edited by Frederic S. Mishkin. A National Bureau of Economic Research conference Report. Paper presented at a conference held at Cheeca Lodge, Islamorada, FL, Jan. 13-15, 2000. The University of Chicago Press. Pp. 300-355.
- BERGER, P., OFEK, E. y YERMACK, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*. Vol. 52, Nº 4, pp. 1411-1438.
- BERLE, A. y MEANS, G. (1932). The modern corporation and private property. McMillan, Nueva York. NY.
- BEVAN, A. y DANBOLT, J. (2002). Capital structure and its determinants in the United Kingdom: A compositional analysis. *Applied Financial Economics*. Vol. 12, Nº3, pp. 159-182.
- BHAGAT, S. y JEFFERIS, R. (2002). The econometrics of corporate governance studies. The Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, Massachusetts, London.
- BHARADWAJ, A. y SHIVDASANI, A. (2003). Valuation effects of bank financing in acquisitions. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67, pp. 113-148.
- BLACK, F. y SCHOLES, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*. Vol. 83, Nº3, pp. 637-654.
- BLUNDELL, R. y BOND, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*. Vol. 87, pp. 115-143.

- BLUNDELL, R. y BOND, S. (2000). GMM estimation with persistent panel data: An application to production functions. *Econometric Reviews*. Vol. 19, pp. 321-340.
- BLUNDELL, R., BOND, S. y WINDMEIJER, F. (2000). Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimators. *Advances in Econometrics*. Vol.15, pp. 53-91.
- BOLTON, P. y FREIXAS, X. (2000). Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*. Vol. 108, N°2, pp. 324-351.
- BOND, S. (2002). Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. *Portuguese Economic Journal*. Vol. 1, N°2, pp. 141-162.
- BONTEMPI, M. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy. *Empirical Economics*. Vol. 27, pp. 1-22.
- BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*. Vol. 56, N°1, pp. 87-130.
- BOTTAZZI, L., DA RIN, M. y HELLMANN, T. (2009). What is the role of legal systems in financial intermediation? Theory and evidence. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 18, N° 4, pp. 559-598.
- BRAILSFORD, T. y YEOH, D. (2004). Agency problems and capital expenditure announcements. *Journal of Business*. Vol. 77, N°2, pp. 223-256.
- BRITO, G. y GUEDES, J. (2002). Implicit contracts and dominant shareholders. *Artículo no publicado*, pp. 1-37.
- BROUNEN, D., DE JONG, A. y KOEDIJK, K. (2006). Capital structure policies in Europe : Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 30, N°5, pp. 1409-1442.
- BUDNEVICH, C., FRANKEN, H. y PAREDES, R. (2001). Economías de escala y economías de ámbito en el sistema bancario chileno. *Economía Chilena*. Vol. 4, N° 2, pp. 59-74.

REFERENCIAS

- BUNN, P. y YOUNG, G. (2004). Corporate capital structure in the United Kingdom: Determinants and adjustment. *Bank of England. Quarterly Bulletin*. Vol. 44, N°3, pp. 327.
- BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 112, N°3, pp. 693-728.
- CAI, J., CHEUNG, Y. y GOYAL, V. (1999). Bank monitoring and the maturity structure of Japanese corporate debt issues. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 7, pp. 299-250.
- CANTILLO, M. y WRIGHT, J. (2000). How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies*. Vol. 13, N°1, pp. 155-189.
- CAREY, M. y ROSEN, R. (2001). Public debt as a punching bag: an agency model of the mix of public and private debt. *Artículo no publicado. Board of Governors of the Federal Reserve System*, pp. 1-36.
- CARLIN, W. y MAYER, C. (2000). International evidence on corporate governance: Lessons for developing countries. *Revista ABANTE*. Vol. 2, N°2, pp. 133-160.
- CARLIN, W. y MAYER, C. (2003). Finance, investment, and growth. *Journal of Financial Economics*. Vol. 69, pp. 191-226.
- CASASOLA, M. y TRIBÓ, J. (2004). Deuda bancaria y deuda negociable: Un estudio para las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 33, N°121, pp. 465-497.
- CETORELLI, N. y GAMBERA, M. (2001). Banking market structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data. *Journal of Finance*. Vol. 56, pp. 617-648.
- CHANEY, P. y LEWIS, C. (1998). Income smoothing and underperformance in initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 4, pp. 1-29.
- CHAN-LAU, J. (2001). The impact of corporate governance structures on the agency cost of debt, *Working Paper*, WP/01/204, Fondo Monetario Internacional.
- CHARREAUX, G. (1987). La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature. En *Des nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, editado por G.

-
- Charreaux, A. Couret, P. Joffre, G. Koenig y B. Montmorillon: *Economica*, París: 19-55.
- CHEMMANUR, T. y FULGHIERI, P. (1994). Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *Review of Financial Studies*. Vol. 7, N°3, pp. 475-506.
- CHEN, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. Vol. 57, pp. 1341-1351.
- CHEN, K. (2002). The influence of capital structure on company value with different growth opportunities. *Paper for EFMA 2002 Annual Meeting, FAME and University of Lausanne*. Pp. 1-14.
- CHEN, L. y ZHAO, X. (2004). The modified pecking order theory: New evidence from corporate financing decisions. *Artículo no publicado*. Pp. 1-43.
- CHEN, L. y ZHAO, X. (2006). On the relation between market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*. Vol. 3, N°4, pp. 253-266.
- CHEN, Y. y HAMMES, K. (2004). Capital structure. Theories and empirical results: A panel data analysis. *Artículo no publicado*. Pp. 1-35.
- CHIRINKO, R. y SINGHA, A. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 417-425.
- CHUNG, K. y PRUITT, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*. Vol. 23, pp. 70-74.
- COASE, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*. Vol. 4, pp. 386-405.
- COBHAM, D. y SUBRAMANIAM, R. (1998). Corporate finance in developing countries: New evidence fro India. *World Development*. Vol. 26, N°6, pp. 1033-1047.
- COFFEE, J. (1999). Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure. *Journal of Corporation Law*. Vol. 25, N°1 pp. 1-39.
- CORE, J. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31, pp. 441-456.

- CUERVO, A. (1988). La crisis bancaria en España, 1977-1985: Causas, sistemas de tratamiento y costes. *Barcelona, Ariel*.
- CUÑAT, V. (1999). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*. Vol. 23, Nº 3, pp. 351-392.
- CUNY, Ch. y PIRINSKY, Ch. (2004). The capital structure decision when markets have information that firms do not have. *Artículo no publicado*. Pp. 1-35.
- DAHIYA, S., PURI, M. y SAUNDERS, A. (2003). Bank borrowers and loan sales: New evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Business*. Vol. 76, Nº4, pp. 563-582.
- DANBOLT, J., HIRST, I. y JONES, E. (2002). Measuring growth opportunities. *Applied Financial Economics*. Vol. 12, pp. 203-212.
- DANIŠEVSKÁ, P. (2004). Is debt maturity determined by asymmetric information about short-term or long-term earnings?. *En empirical studies on financial intermediation and corporate policies* (Capítulo 2), Rotterdam, pp. 9-28.
- DATTA, S., ISKARDAR-DATTA, M. y PATEL, A. (1999). Bank monitoring and the pricing of corporate public debt. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51, pp. 435-449.
- DE FIORE, F. y UHLIG, H. (2011). Bank finance versus bond finance. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 43, Nº7, pp. 1399-1421.
- DECHOW, P. (1994). Accounting earnings and cash flows as measurement of firma performance. The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, pp. 3-42.
- DECHOW, P. y SKINNER, D. (2000). Earning management: Reconciling the view of accounting academics, practitioner, and regulators. *Accounting Horizons*. Vol. 14, Nº2, pp. 235-250.
- DECHOW, P., SLOAN, R. y SWEENEY, A. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13, Nº1, pp. 1-36.

- DEESOMSAK, R., PAUDYAL, K. y PES CETTO, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 14, pp. 387-405.
- DEFOND, M. y PARK, CH. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 23, pp. 115-139.
- DELGADO, M. (2003). Factores determinantes de la discrecionalidad contable: una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas. Burgos, Servicio de Publicaciones Universidad de Burgos.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (2001). Bank-based and market-based financial
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1999). Institutions, financial markets and, firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*. Vol. 54, pp. 295-336.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial system: evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*. Vol. 65, pp. 337-363.
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*. Vol. 93, pp. 1155-1177.
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 7, pp. 209-233.
- DENIS, D. y McCONNELL, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 38, pp. 1-36.
- DENIS, D. y MIHOV, V. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*. Vol. 70, pp. 3-28.
- DENNIS, S., NADY, D. y SHARPE, I. (2000). The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 35, pp. 87-110.
- DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. (1994). A theory of debt and equity. Diversity of securities and management-shareholders congruence. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, N°4, pp. 1027-1054.

- DIAMOND, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*. Vol. 51, pp. 393-414.
- DIAMOND, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*. Vol. 97, pp. 828-862.
- DIAMOND, D. (1991). Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*. Vol. 99, N°4, pp. 689-721.
- DIAMOND, D. (1994). Corporate capital structure: the control roles of bank and public debt with taxes and costly bankruptcy. *Economic Quarterly*. Vol. 80, pp. 11-37.
- DOUKAS, J. y PANTZALIS, CH. (2003). Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9, pp. 59-92.
- EDWARDS, J. (1988 a). Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa I. *ICE-Revista de Economía*. N° 2144, pp. 2827-2830.
- EDWARDS, J. (1988 b). Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa II. *ICE-Revista de Economía*. N° 2145, pp. 2931-2935.
- ELYASIANI, E., GUO, L. y TANG, L. (2002). The determinants of debt maturity at issuance: a system-based model. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 19, N°4, pp. 351-377.
- ERGUNGOR, O. (2004). Market vs. Bank-based financial systems: Do investor rights really matter?. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 28, pp. 2869-2887.
- ESTY, B. y MEGGINSON, W. (2003). Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: Evidence from the global syndicated loan market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 38, pp. 37-59.
- FACCIO, M., LANG, L. y YOUNG, L. (2001). Debt and corporate governance. *Artículo no publicado*. Pp. 1-42.
- FAMA, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. Vol. 88, pp. 288-307.
- FAMA, E. y FRENCH, K. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*. Vol. 53, N°3, pp. 819-843.
- FAMA, E. y FRENCH, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt. *Review of Financial Studies*. Vol. 15, N°1, pp. 1-33.

- FAMA, E. y JENSEN, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, pp. 301-325.
- FAN, J., TITMAN, S. y TWITE, G. (2011). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Forthcoming.
- FAZZARI, S., GLENN, H. y PETERSEN, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1, N°1, pp. 141-195.
- FERNÁNDEZ, M., DE ROJAS, M. y ZULIANI, G. (2004). Contrastación de la teoría del pecking order: El caso de las empresas españolas. *Documentos de Trabajo "Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas" DT 08/04*. Pp. 1-27.
- FILATOTCHEV, I. y MICKIEWICZ, T. (2002). Ownership concentration, private benefits of control and debt financing, *Artículo no publicado*. Pp. 1-25.
- FLANNERY, M. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*. Vol. 41, pp. 19-38.
- FORTE, S. (2009). Capital structure: Optimal leverage and maturity choice in a dynamic model. *Revista de Economía Financiera*. Vol. 18, pp. 60-81.
- FRANCIS, J., KHURANA, I. y PEREIRA, R. (2001). Investor protection laws, accounting and auditing around the world. *Artículo no publicado*. Pp. 1-37.
- FRANK, M. y GOYAL, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67, pp. 217-248.
- FRANK, M. y GOYAL, V. (2008). En: Eckbo (Ed.) *The Handbook of Empirical Corporate Finance*, Elsevier Science, Capítulo12, pp. 135-197.
- FRANK, M. y GOYAL, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*. Vol. 38, N°1, pp. 1-37.
- FRANKS, J. y MAYER, C. (1997). Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 9, N°4, pp. 30-45.
- FRYDENBERG, S. (2001). A dynamic model of corporate capital structure. *Artículo no publicado*. University College. Pp. 1-33.

- FRYDENBERG, S. (2004 a). Determinants of corporate capital structure of Norwegian manufacturing firms. *Artículo no publicado*. University College. Pp. 1-40.
- FRYDENBERG, S. (2004 b). Theory of capital structure: A review. *Artículo no publicado*. University College. Pp. 1-41.
- GALAI, D. y MASULIS, R. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp. 53-81.
- GALLEGO, F. y LOAYZA, N. (2000 a). Estructura financiera en Chile: desarrollos macroeconómicos y efectos microeconómicos. *Economía Chilena*. Vol. 3, N°2, Agosto, pp. 5-30.
- GALLEGO, F. y LOAYZA, N. (2000 b). Financial structure in Chile: macroeconomic development and microeconomic effects. *Banco Central de Chile*. Febrero, pp. 1-41.
- GARCÍA-MARCO, T. y OCAÑA, C. (1999). The effect of bank monitoring on the investment behaviour of Spain firms. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 23, pp. 1579-1603.
- GARVEY, G. y HANKA, G. (1999). Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *Journal of Finance*. Vol. 54, N°2, pp. 519-548.
- GAUD, P., JANI, E., HOESLI, M. y BENDER, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*. Vol. 11, N°1, pp. 51-69.
- GIANNETTI, M. (2003). Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 38, N°1, pp. 185-212.
- GILLAN, S. y STARKS, L. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*. Vol. 13, N°2, pp. 4-22.
- GLAESER, E. y SHLEIFER, A. (2002). Legal origins. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117, N°4, pp. 1193-1229.
- GLEN, J. (2004). Debt and firm vulnerability. En: Pomerleano y Shaw (Eds.) *Corporate Restructuring: International Best Practices*. Washington: World Bank.

- GOERGEN, M. y RENNEBOOG, L. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 7, pp. 257-284.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005). Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 24, pp.105-120.
- GOTTESMAN, A. Y ROBERTS, G. (2004). Maturity and corporate loan pricing. *Financial Review*. Vol. 39, N°1, pp. 55-77.
- GOYAL, V., LEHN, K. y RACIC, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: The case of the U.S. defense industry. *Journal of Financial Economics*. Vol. 64, pp. 35-59.
- GRAHAM, J. y HARVEY, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, pp. 187-243.
- GUAL, J. (1999). Deregulation, integration, and market structure in European banking. *Journal of Japanese and International Economics*. Vol. 13, pp. 372-396.
- GUEDES, J. y OPLER, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *Journal of Finance*. Vol. 51, pp. 1809-1833.
- GUGLER, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 27, pp. 1297-1321.
- GUGLER, K., MUELLER, D. y YURTOGLU, B. (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 14, N°5, pp. 688-705.
- GUL, F. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5, pp. 141-168.
- GUL, F. (2001). Law, enforcement and corporate debt policies around the world. *Artículo no publicado*. Pp. 1-35.
- GUL, F., LEUNG, S. y SRINIDHI, B. (2000). The effect of investment opportunity set and debt level on earnings-returns relationship and the pricing of discretionary accruals. *Artículo no publicado*. Pp. 1-36.

REFERENCIAS

- GURIEV, S. y KVASOV, D. (2009). *Journal of Economic Behavior & Organization*. Vol. 72, N°1, pp. 131-146.
- HACKBARTH, D. (2002). Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions. *Artículo no publicado*. Pp. 1-65.
- HACKBARTH, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioural perspective. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 15, N°4, pp. 389-411.
- HACKBARTH, D., HENNESSY, CH. y LELAND, H. (2003). The optimal mix of bank and market debt: An asset pricing approach. *Artículo no publicado*. Pp. 1-51.
- HACKBARTH, D., HENNESSY, CH. y LELAND, H. (2007). Can the tradeoff theory explain debt structure?. *The Review of Financial Studies*. Vol. 20, N°5, pp. 1389-428.
- HADLOCK, CH. y JAMES, CH. (2002). Do banks provide financial slack?. *Journal of Finance*. Vol. 57, pp. 1383-1419.
- HANSEN, L., HEATON, J. y YARON, A. (1996). Finite-sample properties of some alternative GMM estimators. *Journal of Business & Economic Statistics*. Vol. 14, N°3, pp. 262-280.
- HARDOUVELIS, G., MALLIAROPULOS, D. y PRIESLEY, R. (2004). The impact of globalization on the equity cost of capital. *Artículo no publicado*. Pp. 1-43.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 55-86.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance*. Vol. 45, N°2, pp. 321-349.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. Vol. 46, N° 1, pp. 297-355.
- HARRIS, R. (1997). Stock markets and development: A re-assessment. *European Economic Review*. Vol. 41, pp.139-146.
- HART, O. (1995). *Firms contracts and financial structure*. Clarendon Press. Oxford.
- HART, O. y MOORE, J. (1995). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*. Vol. 85, pp. 567-585.

- HARVEY, C., LINS, K. y ROPER, A. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*. Vol. 74, pp. 3-30.
- HAYEK, F. (1945). The use of knowledge in society. *American Economic Review*. Vol. 35, N°4, pp. 519-530.
- HAYES, R. y GARVIN, D. (1983). Dirigir con mentalidad de futuro. *Harvard–Deusto Business Review*. Vol. 13, pp. 133-143.
- HEALEY, P. y PALEPU, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31, pp. 405-440.
- HEALY, P. y WAHLEN, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*. Vol. 13, N° 4, pp. 365-383.
- HEATON, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*. Vol. 31, N°2, pp. 33-45.
- HEGE, U. (2003). Workouts, curt-supervised reorganization and the choice between private and public debt. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9, pp. 233-269.
- HEINE, R. y HARBUS, F. (2002). Toward a more complete model of capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15, N°1, pp. 31-45.
- HIMMELBERG, CH., HUBBARD, R. y PALIA, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 53, pp. 353-384.
- HOUSTON, J. y JAMES, CH. (1996). Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *Journal of Finance*. Vol. 51, pp. 1863-1889.
- HOVAKIMIAN, A. (2005). Are observed capital structures determined by equity market timing?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 41, pp. 221-43.
- HOVAKIMIAN, A., HOVAKIMIAN, G. y TEHRAMIAN, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*. Vol. 71, pp. 517-540.

REFERENCIAS

- HOVAKIMIAN, A., OPLER, T. y TITMAN, S. (2001). The debt equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 36, N° 1, pp. 1-24.
- HOVAKIMIAN, A., OPLER, T. y TITMAN, S. (2002). The capital structure choice: New evidence for a dynamic tradeoff model. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15, N° 1, pp. 24-30.
- HUNSAKER, J. (1999). The role of debt and bankruptcy statutes in facilitating tacit collusion. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 20, N°1, pp. 9-24.
- HUYGHEBAERT, N., VAN DE GUCHT, L. y VAN HULLE, C. (2001). The demand for debt finance by entrepreneurial firms. *Artículo no publicado*. Pp. 1-67.
- IGLESIAS, A. (1999). Pension reform and corporate governance: Impact in Chile. *Revista ABANTE*. Vol. 3, pp. 109-141.
- INSTITUTO LIBERTAD Y DESARROLLO (1999). Concentración y competencia. *Temas Públicos*, N° 450, pp. 1-8.
- ISRAEL, R. (1992). Capital and ownership structures, and the market for corporate control. *Review of Financial Studies*. Vol. 5, N°2, pp. 181-198.
- JAMES, C. y SMITH, D. (2000). Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 13, N°1, pp. 52-63.
- JANDIK, T. y MAKHIJA, A. (2005). Leverage and the complexity of takeovers. *Financial Review*. Vol. 40, pp. 90-112.
- JENSEN, M. (1983). Organization theory and methodology. *Accounting Review*. Vol. 53, pp. 319-339.
- JENSEN, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76, N° 2, pp. 323-329.
- JENSEN, M. (1994). Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7, N° 2.
- JENSEN, M. (2004). The agency costs of overvalued equity and the current estate of corporate finance. *European Financial Management*. Vol. 10, N°4, pp. 549-565.
- JENSEN, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*. Vol. 34, N°10, pp. 5-19.

- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, N° 4, pp. 305-360.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1994). The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7, N° 2, pp. 4-19.
- JOHN, K., y KEDIA, S. (2000). Design of corporate governance: Role of ownership structure, takeovers, bank debt and large shareholder monitoring. *Artículo no publicado*. Pp. 1-54.
- JOHNSON, S. (1997 a). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 32, N°1, pp. 47-69.
- JOHNSON, S. (1997 b). The effect of bank debt on optimal capital structure. *Financial Management*. Vol. 26, N°4, pp. 47-56.
- JOHNSON, S. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. *Review of Financial Studies*. Vol. 16, N°1, pp. 209-236.
- JOHNSON, S. y SHLEIFER, A. (2000). Coase and corporate governance in Latin America. *Revista ABANTE*. Vol. 2, N°2, pp. 113-131.
- JONES, J. (1991). Earning management during import relief investigation. *Journal of Accounting Research*. Vol. 29, N°2, pp. 193-228.
- KARATHANASSIS, G. y DRAKOS, A. (2004). A note on equity ownership and corporate value in Greece. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 25, pp. 537-547.
- KE, B. (2001). Why do CEOs of publicly traded firms prefer reporting small increases in earnings and long strings of consecutive earnings increases?. *Artículo no publicado*. Pp. 1-34.
- KLOCK, M., MANSI, S. y MAXWELL, W. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 40, N°4, pp. 693-720.

REFERENCIAS

- KORAJCZYK, R. y LEVY, A. (2003). Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68, pp.75-109.
- KOSKELA, E. y STENBACKA, R. (2004). Agency cost of debt and credit market imperfections: A bargaining approach. *Bulletin of Economic Research*. Vol. 6, N°4, pp. 365-377.
- KOTHARI, S. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31, pp. 105-231.
- KRISHNASWAMI, S., SPINDT, P. y SUBRAMANIAM, V. (1999). Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51, pp. 407-434.
- KROSZNER, R. y STRAHAN, P. (2001). Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest, and lender liability. *Journal of Financial Economics*. Vol. 62, N°3, pp. 415-452.
- KUMAR, J. (2004). Debt vs. equity: Role of corporate governance. *Artículo no publicado*. Pp. 1-35.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. Vol. 54, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*. Vol. 106, N° 6, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*. Vol. 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 3-27.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*. Vol. 57, N°3, pp. 1147-1170.
- LANG, L., OFEK, E. y STULZ, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*. Vol. 40, pp. 3-29.

- LARRAÍN, G. (2001). Los mercados de capital en Chile: evolución y principales desafíos en una perspectiva macroeconómica. *Perspectivas Americanas*. Publicación Electrónica del Instituto de las Américas, pp. 1-11.
- LEECH, D. y MANJÓN, M. (2002). Corporate governance in Spain (with a application of the power indices approach). *European Journal of Law and Economics*. Vol. 13, pp. 157-173.
- LEFORT, F. (2003). Gobierno corporativo: ¿Qué es? ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*. Vol. 120, pp. 207-237.
- LEFORT, F. y WALKER E. (1999). Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: facts and hypothesis form governance. *Revista ABANTE*. Vol. 3, N°1, pp. 3-27.
- LEFORT, F. y WALKER E. (2000 a). Corporate governance: Challengers for Latin America. *Revista ABANTE*. Vol. 2, N° 2, pp. 99-111.
- LEFORT, F. y WALKER E. (2000 b). The effects of economic and political shocks on corporate governance systems in Chile. *Revista ABANTE*. Vol. 2, N° 2, pp. 183-206.
- LEFORT, F. y WALKER E. (2002). Cambios estructurales e integración: Discusión y análisis del mercado accionario chileno. *Cuadernos de Economía*. Vol. 116, pp. 95-122.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977). Information asymmetric, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*. Vol. 32, pp. 371-388.
- LELEND, H. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *Journal of Finance*. Vol. 53, N°4, pp. 1213-1243.
- LEMMON, M. y LINS, K. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*. Vol. 58, N°8, pp. 1445-1468.
- LEMMON, M. y ZENDER, J. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 45, N°5, pp. 1161-1187.

REFERENCIAS

- LEUZ, CH., NANDA, D. y WYSOCKI, P. (2003). Earnings management and investor protection and: an international comparison. *Journal of Financial Economics*. Vol. 69, pp. 505-527.
- LEVINE, R. (1996). Foreign banks, financial development and economic growth. En: Barfield (Ed.) *International Financial Markets*. Washington DC: AEI Press.
- LEVINE, R. (1999). Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 8, pp. 8-35.
- LEVINE, R. (2000). ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil?. *Economía Chilena*, Vol. 3, N° 1, pp. 25-55.
- LEVINE, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better?. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 11, N°4, pp. 398-428.
- LEVINE, R. LOAYZA, N. y BECK, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 46, pp. 31-77.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*. Vol. 88, N°3, pp. 537-558.
- LINDENBERG, E. y ROSS, S. (1981). Tobin's Q ratio and industrial organization. *Journal of Business*. Vol. 54, N°1, pp. 1-32.
- LÓPEZ, F. (2005). Debt ownership structure and legal system: An international analysis. *Applied Economics*. Vol. 37, pp. 355-365.
- LYNCH, A. y WACHTER, J. (2011). Using samples of unequal length in Generalized Method of Moments estimation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Forthcoming.
- MAHRT-SMITH, J. (2005). The interaction of capital structure and ownership structure. *Journal of Business*. Vol. 78, N°3, pp. 787-816.
- MAJLUF, N., ABARCA, N., RODRÍGUEZ, D. y FUENTES, L. (1998). Governance and ownership structure in Chilean economic groups. *Revista ABANTE*, Vol. 1, N° 1, pp. 111-139.
- MANNE, H. (1965). Mergers and the market of corporate control. *Journal of Political Economy*. Vol. 73, pp. 110-120.

- MARTÍNEZ, S. y SCHMUKLER, S. (2001). Do depositors punish banks for “bad” behaviour?: Market discipline, deposit insurance, and banking. *Journal of Finance*. Vol. 56, N°3, pp. 1029-1052.
- MATHUR, I., GLEASON, K., DIBOGLU, S. y SINGH, M. (2002). Contagion effects from the 1994 Mexican peso crisis: Evidence from Chilean stocks. *Financial Review*. Vol. 37, pp. 17-34.
- MAUER, D. y SARKAR, S. (2005). Real options, agency conflicts, and optimal capital structure. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 29, pp. 1405-1428.
- MAUER, D. y TRIANTIS, A. (1994). Interactions of corporate financing and investment decisions: A dynamic framework. *Journal of Finance*. Vol. 49, N°4, pp. 1253-1277.
- MAUG, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?. *Journal of Finance*. Vol. 53, pp. 65-92.
- MAURY, B. y PAJUSTE, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 29, pp. 1813-1834.
- MAYER, C. (2002). Financing the new Economy: Financial institutions and corporate governance. *Information Economic and Policy*. Vol. 14, pp. 311-326.
- MAYER, C. y SUSSMAN, O. (2003). A new test of capital structure. *Artículo no publicado*. Pp. 1-33.
- McCLURE, K., CLAYTON, R. y HOFER, R. (1999). International capital structure differences among the G7 nations: A current empirical view. *European Journal of Finance*. Vol. 5, pp. 141-164.
- McCONNELL, J. y SERVAES, H. (1990). Additional evidence in equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, pp. 595-612.
- McCONNELL, J. y SERVAES, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*. Vol. 39, pp. 131-157.
- McCONNELL, J., SERVAES, H. y LINS, K. (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 14, N°2, pp. 92-106.

REFERENCIAS

- MENÉNDEZ, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 10, septiembre-diciembre, pp. 485-498.
- MENÉNDEZ, S. (2002). SME vs. large enterprise leverage: Determinants and structural relations. *European Finance Association, 29th Annual Meeting, 21-24 August. Universidad de Oviedo*. Pp. 1- 19.
- MERRYMAN, J. (1969). The civil law tradition: An introduction to the legal systems of Western Europe and Latin America. *Stanford University Press, Stanford, California*.
- MERTON, R. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *Journal of Finance*. Vol. 29, pp. 449-470.
- MERTON, R. y BODIE, Z. (2005). Design of financial systems: Toward a synthesis of function and structure. *Journal of Investment Management*. Vol. 3, N°1, pp. 1-23.
- MICCO, A. y PANIZZA, U. (2006). Bank ownership and lending behavior. *Economics Letters*. Vol. 93, N°2, pp. 248-254.
- MIGUEL, A. y PINDADO, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 7, pp. 77-99.
- MIGUEL, A., PINDADO, J. y TORRE, CH. (2005). How do managerial entrenchment and expropriation affect control mechanisms?. *Corporate Governance*. Vol. 13, N°4, pp. 505-516.
- MIKKELSON, W. y PARTCH, M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*. Vol. 15, pp. 31-60.
- MILLER, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*. Vol. 32, N°2, pp. 261-275.
- MILLER, M. (1988). The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 2, N°4, pp. 99-120.
- MILLER, M. (2000). The history of finance: An eyewitness account. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 13, N°2, pp. 8-14
- MODIGLIANI, F. (1988). MM—Past, present, future. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 2, N°4, pp. 149-158.

- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. Vol. 68, N° 3, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*. Vol. 53, N° 2, pp. 433-443.
- MODIGLIANI, F. y PEROTTI, E. (1997). Protection of minority interest and the development of security markets. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 18, pp. 519-528.
- MODIGLIANI, F. y PEROTTI, E. (2000). Security markets versus bank finance: legal enforcement and investor protection. *International Review of Finance*. Vol. 1, pp. 81- 96.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 293-315.
- MORDAGO, A. y PINDADO, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypothesis: An analysis using panel data. *European Financial Management*. Vol. 9, N°2, pp. 163-177.
- MORELLEC, E. (2004). Can managerial discretion explain observed leverage ratios?. *Review of Financial Studies*. Vol. 17, N°1, pp. 257-294.
- MURINDE, V., AGUNG, J. y MULLINEUX, A. (1999). Convergence of European financial systems: banks or equity markets?. En: Fischer y Nijkamp (Eds.) *Spatial Dynamics of European Integration: Political and Regional Issues at the Turn of the Millenium*, Springer-Verlad, Munich.
- MYERS, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pp. 147-175.
- MYERS, S. (1984 a). Capital structure puzzle. *Journal of Finance*. Vol. 39, N°3, pp. 575-593.
- MYERS, S. (1984 b). Finance theory and financial strategy. *Interfaces*. Vol. 14, N°1, pp. 126-137.
- MYERS, S. (1993). Still searching for optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 6, N°3, pp. 4-14.

REFERENCIAS

- MYERS, S. (2000). Outside equity. *Journal of Finance*. Vol. 55, pp. 1005-1037.
- MYERS, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15, Nº2, pp. 81-102.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 187-221.
- MYERS, S. y RAJAN, R. (1998). The paradox of liquidity. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113, pp. 733-771.
- NAABORG, I., SCHOLTENS, B., DE HAAN, J., BOL, H. y DE HAAS, R. (2004). How important are foreign banks in the financial development of European transition countries?. *Journal of Emerging Market Finance*. Vol. 3, Nº2, pp. 99-123.
- NIETO, M. y TRIBÓ, J. (2000). Determinantes de la emisión de deuda negociable en las empresas españolas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 9, Nº 4, pp. 61-80.
- OECD (2003). Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Economic Surveys: Chile, Vol. 2003, Nº 17.
- OJAH, K. y MANRIQUE, J. (2005). Determinants of corporate debt structure in a privately dominated debt market: A study of the Spanish capital market. *Applied Financial Economics*. Vol. 15, pp. 455-468.
- ONGENA, S. y SMITH, D. (2000). What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 9, pp. 26-56.
- OPLER, T. y TITMAN, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 36, Nº1, pp. 1-23.
- OZKAN, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*. Vol. 12, pp. 19-24.
- OZKAN, A. y OZKAN, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 28, Nº9, pp. 2103-2134.
- PAEK, W. y PRESS, E. (1997). Discretionary accruals, managers' incentives, and stock prices. *Artículo no publicado*. Pp. 1-33.

- PANNO, A. (2003). An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience. *Applied Financial Economics*. Vol. 13, pp. 97-112.
- PAREDES, R. y SÁNCHEZ, J. (1996). Grupos económicos y desarrollo: El caso de Chile. En: Katz (Ed.). *Estabilización Macroeconómica, Reforma Estructural y Comportamiento Industrial: Estructura y Funcionamiento del Sector Manufacturero Latinoamericano en los Años 90*”, Capítulo VIII. CEPAL/IDRC- Alianza Editorial.
- PEASNELL, K., POPE, P. y YOUNG, S. (2003). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*. Vol. 9, N°2, pp. 231-250.
- PETERSEN, M. y RAJAN, R. (1994). The benefits of firm-creditor relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*. Vol. 49, pp. 3-37.
- PHILIPPON, T. (2003). Revealed preferences for corporate leverage. *Artículo no publicado*. Pp. 1-17.
- PRASAD, S., GREEN, CH. y MURINDE, V. (2001). Company financing, capital structure, and ownership: A survey, and implications for developing countries. *SUERF Studies*. Vol. 12, pp. 1-104.
- PROWSE, S. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, N°1, pp. 43-66.
- PUEYO, J. (2003). La eficiencia de la banca española: 1922-82. *Artículo no publicado*. Pp. 1-14.
- PUTTERMAN, L. (1993). Ownership and the nature of the firm. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 17, pp. 243-263.
- QIAN, J. y STRAHAN, P. (2007). How law and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *The Journal of Finance*. Vol. 62, N°6, pp. 2803-2834.
- RAJAN, R. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*. Vol. 47, N°4, pp. 1367-1400.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*. Vol. 50, N° 5, pp. 1421-1460.

- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1998). Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 10, Nº 4, pp. 102-107.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (2003). Banks and markets: The changing character of European finance. En: Gaspar, Hartmann, and Sleijpen (Eds.) *The Transformation of the European Financial System*. Second Ed. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- REES, W., GILL, S. y GORE, R. (1996). An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research*. Vol. 54, pp. 157-169.
- RODRÍGUEZ, A. (1998). El mercado de capitales en Chile y el papel de los fondos de pensiones. *Artículo no publicado*. Pp. 1-22.
- RODRÍGUEZ, J. (1997). Capital, control y resultados en la gran empresa. *Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid*. Valladolid.
- RODRÍGUEZ, O. (2004). La deuda comercial en la PYME canaria: análisis de la liquidez y la antigüedad a través de un modelo de datos de panel. *Artículo no publicado*. Universidad de la Laguna, pp. 1-26.
- RONN, E. y SENBET, L. (1995). Debt and market incompleteness. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 19, pp. 1379-1400.
- ROSS, S. (1976). Return, risk and arbitrage. En: Irwin y Bicksler (Eds.) *Risk and Return in Finance*. Vol. I Cambridge, MA: Ballinger, pp. 189-219.
- ROSS, S. (1977). The determinants of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. Vol. 8, pp. 23-40.
- ROSS, S., WESTERFIELD, R. y JORDAN, B. (1996). Fundamentos de finanzas corporativas. 2º Edición, Editorial IRWIN, Madrid.
- SAA-REQUEJO, J. (1996). Financing decisions: Lessons from the Spanish experience. *Financial Management*. Vol. 25, Nº3, pp. 44-56.
- SALLOUM, C. y VIGIER, H. (2003). Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa. *Artículo no publicado*. Pp. 1-24.

- SCHMID, L., O'BRIENG, T. y PETERS, S (2002). Debt vs. equity and asymmetric information: A review. *Financial Review*. Vol. 37, N°3, pp. 317-349.
- SCHMUKLER, S. y VESPERONI, E. (2000). Firms' financing choices in bank-based and market-based economies. En: Demirgüç-Kunt y Levine (Eds.). *Financial Structure and Economic Growth*.
- SCHMUKLER, S. y VESPERONI, E. (2006). Financial globalization and debt maturity in emerging economies. *Journal of Development Economics*. Vol. 79, N°1, pp. 183-207.
- SHARPE, S. (1990). Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationship. *Journal of Finance*. Vol. 45, N°4, pp. 1069-1087.
- SHIN, H. y PARK, Y. (1999). Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean "chaebols". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5, pp. 169-191.
- SHLEIFER, A. (2000). Inefficient markets: an introduction to behavioral finance. Clarendon Lectures in Economics, Oxford University. Oxford University Press. Oxford New York.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1994). Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, pp. 995-1025.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. Vol. 52, pp. 737-783.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5, pp. 79-101.
- SHYAM-SUNDER, L. y MYERS, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51, pp. 219-244.
- SINGH, M. y DAVIDSON III (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 27, pp. 793-816.
- SMITH, C. y WARNER, J. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*. Vol. 7, pp. 117-161.

REFERENCIAS

- SOARES, P. (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review*. Vol. 23, N°1, pp. 45-70.
- SOGORB, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*. Vol. 25, N°5, pp. 447-458.
- SOGORB, F. y LÓPEZ, J. (2003). Pecking order versus trade-off: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*. Vol. 9, pp. 1-38.
- STOHS, M. y MAUER, D. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*. Vol. 69, N° 3, pp. 279-312.
- STREBULAEV, I. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say?. *The Journal of Finance*. Vol. 62, N°4, pp. 1747-1787.
- STULZ, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*. Vol. 26, pp. 3-27.
- SUBRAMANYAM, K. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 22, pp. 249-281.
- systems: Cross-country comparisons. En: Demirguc-Kunt y Levine, (Eds.) *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA, pp. 81-140.
- TADESSE, S. (2002). Financial architecture and economic performance: International evidence. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 11, N°4, pp. 1-38.
- TARZIJÁN, J. (2003). Revisando la teoría de la firma. *Revista ABANTE*. Vol. 6, N°2, pp. 149-177.
- TEOH, S., WELCH, I. y WONG, T. (1998). Earning management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. Vol. 50, pp. 63-99.
- THAKOR, A. (1996). The design of financial systems: An overview. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 20, pp. 917-948.
- TITMAN, S. (1984). The effect of capital structure on the firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 137-151.

- TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*. Vol. 43, N°1, pp. 1-19.
- TIZIANA, E. y LA ROCCA, M. (2004). Capital structure, debt-maturity structure and local financial development: an empirical analysis in Italy. *Artículo no publicado*. Pp. 1-26.
- TREVIÑO, L. Y MIXON, F. (2004). Strategic factors affecting foreign direct investment decisions by multi-national enterprises in Latin America. *Journal of World Business*. Vol. 39, pp. 234-236.
- UTRERO, N. (2007). Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 47, N°4, pp. 481-506.
- VALADARES, S. y LEAL, R. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista ABANTE*. Vol. 3, N°1, pp. 29-56.
- VILASUSO, J. y MINKLER, A. (2001). Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*. Vol. 44, pp. 55-69.
- WALD, J. (1999). Capital structure with dividend restrictions. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5, pp. 193-208.
- WARFIELD, T., WILD, J. y WILD, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 20, pp. 61-91.
- WATTS, R. y ZIMMERMAN, J. (1990). Positive accounting theory: A ten years perspective. *Accounting Review*. Vol. 65, N°1, pp. 131-156.
- WELCH, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*. Vol. 112, N°1, pp. 106-131.
- WILLIAMSON, O. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*. Vol. 43, pp. 567-591.
- WINDMEIJER, F. (2000). A finite sample correction for the variance of linear two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*. Vol. 126, N°1, pp. 25-53.

REFERENCIAS

- WOOLDRIGDE, J. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Massachusetts Institute of Technology Press. Cambridge Massachusetts, London.
- WURGLER, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 187-214.
- YAFEH, Y. y YOSHA, O. (2003). Large shareholders and banks: Who monitors and How?. *Economic Journal*. Vol. 113, pp. 128-146.
- YOSHA, O. (1995). Information Disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 4, pp. 3-20.
- ZWIEBEL, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*. Vol. 86, N° 5, pp. 1197-1215.

6. APÉNDICE

6.1 ORÍGENES HISTÓRICOS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Según Johnson y Shleifer (2000) y La Porta *et al.* (1998), es ampliamente reconocido que los sistemas legales que rigen los mercados de capitales difieren en forma significativa. En general, el sistema legal y por lo tanto la legislación comercial emanan de dos grandes vertientes o tradiciones: la *common-law* que asienta sus orígenes en Inglaterra, y la *civil law*, que está basado en las normas legales de Roma y que están cubiertas a través de los códigos de Napoleón y Bismarck (Johnson y Shleifer, 2000). Con la tradición de la *civil-law*, los colegiados identifican tres familias mayores que origina la legislación moderna, que son las de raíz francesa, alemana o escandinava (López, 2005). Las tradiciones francesa y alemana, también como la tradición de la *common-law*, ampliamente se han dispersado alrededor del mundo ya sea a través de la combinación de períodos de conquistas, imperialismo, préstamos confiables y la sutil imitación por los demás países. Muchos de los países han adoptado su sistema legal a través de la ocupación o colonización de que han sido objeto por alguno de los países europeos de los cuales deben el origen de su aparato legal. Algunos otros países, tales como los latinoamericanos han adoptado su sistema legal una vez lograda la independencia, no obstante se observa que han adoptado las leyes de sus países colonizadores (La Porta *et al.*, 1997).

La tradición *civil* o romano-germana es la más antigua, la que ha ejercido mayor influencia, y a su vez, la difundida más ampliamente alrededor del mundo. Ésta se origina en la ley romana, se basa en el uso de estatutos y códigos como medio primario de orden material legal, y confía fuertemente en los cuerpos colegiados para determinar y formular sus normas —Merryman (1969), tomado de La Porta *et al.* (1998)—. Levine (1999) establece que la legislación romana fue compilada bajo la supervisión del emperador bizantino Justiniano en el siglo VI. Luego, con el discurrir de los siglos, la ley es reinterpretada y adaptada conforme a los problemas que surgen a través de

Europa. Eventualmente, algunos países de forma individual formalizan códigos civiles particulares y únicos para que formen parte de sus legislaciones nacionales.

El código de comercio francés fue suscrito bajo Napoleón en 1807 y llevado por sus fuerzas armadas a Bélgica, los Países Bajos, parte de Polonia, Italia y el oeste de las regiones de Alemania. En la era colonial, Francia extendió su influencia legal al norte y noroeste, a Indochina, Oceanía y las Islas del Caribe. La influencia legal de Francia ha sido significativa también en Luxemburgo, Portugal y España. Cuando los españoles y portugueses ingresan a Latinoamérica a lo largo del siglo XIX, fue principalmente la *civil-law* de Francia que los legisladores de las nuevas naciones observaron como inspiración para estructurar el marco regulatorio local.

El código de comercio alemán se suscribe en 1897 después de la unificación de Bismarck de Alemania, y quizá debido a que éste fue producido varias décadas después, no ha sido adoptado tan ampliamente como el código francés. Éste ha tenido una importante influencia sobre la doctrina y teoría legal en Austria, Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Italia, Yugoslavia. De acuerdo con Levine (1999), también la *civil-law* alemana influyó fuertemente el código civil japonés, que ayudó posteriormente a expandir la tradición legal germana incluso a Corea.

La familia legislativa escandinava es vista usualmente como una parte de la tradición de la *civil-law*, a pesar de que esta legislación es menos derivada de la vertiente romana que de la francesa y alemana. Aunque los países nórdicos poseen *civil-codes* desde el siglo XVIII, estos códigos no están vigentes actualmente.

Finalmente, la doctrina legal de la *common-law* incluye la legislación de Inglaterra y aquellas leyes modeladas sobre la legislación inglesa. La *common-law* está formada por jueces que resuelven casos específicos. Esta doctrina se ha dispersado a través de las colonias británicas, incluyendo los Estados Unidos, Canadá, Australia, India y muchos otros países.

En suma, la primera observación que salta a la vista es que ambos sistemas legales operan de forma muy diferente (Glaeser y Shleifer, 2002). Mientras que la *civil-law* confía en los jueces profesionales, los códigos y los registros escritos; la *common-law* confía en jueces que actúan bajo amplios principios legales y argumentos orales.

Consistente con la evidencia histórica, Glaeser y Shleifer (2002) postulan que Francia escogió confiar en el empleo de jueces estatales precisamente porque los

señores feudales tenían demasiado poder, es decir, que no había posibilidad de una justicia local efectiva toda vez que estos señores feudales estaban involucrados. Por el contrario, Inglaterra tenía magnates locales más débiles, y sus jurados eran menos vulnerables a la subversión. Como consecuencia de ello, se podía permitir el lujo de confiar la adjudicación a los jurados locales. Más aún, estas diferencias en las elecciones básicas persistieron por países, explicado en parte por el mayor poder de los magnates locales en Francia que en Inglaterra.

Rajan y Zingales (2003) no han tardado en denominar a estos sistemas como el sistema basado en la relación para referirse al sistema legal de la *civil-law*, y sistema legal de distancia o longitud del brazo para referirse al sistema legal de la *common-law*. En su artículo los autores han propuesto que cada uno de estos sistemas no está ausente de ventajas y costes. El sistema basado en la relación —*civil-law*— tiene un mejor desempeño cuando los mercados y las empresas son más pequeños, cuando la protección de los intereses de los inversores y acreedores es débil, cuando existe poca transparencia en el mercado y cuando la innovación es mayoritariamente incremental en vez de revolucionaria. En contraste a estas características, el sistema legal basado en la distancia o longitud del brazo —*common-law*— presenta resultados superiores toda vez que exista una presencia de mercados y empresas de gran tamaño, cuando las empresas están más formalmente organizadas, cuando existe una mejor obligatoriedad legal y transparencia y cuando la innovación tiende a ser más revolucionaria. El primero de estos sistemas puede proveer mejores formas de seguro, pero éste lo hace al coste de reducir el acceso a fuentes de financiación, limitando así el ejercicio de las futuras oportunidades empresariales. Mientras que el segundo de los sistemas descritos facilita las intervenciones gubernamentales haciendo que tanto el acceso a fuentes de financiación sea llevado a cabo a través de un menor coste y con mayor transparencia.

6.2 ESTIMACIÓN DE LAS VARIABLES UTILIZADAS EN LOS MODELOS

Endeudamiento.

Como variable dependiente se utilizarán diversas ratios de apalancamiento como se detalla a continuación⁸⁸, tanto para el endeudamiento total, el endeudamiento bancario y el endeudamiento bancario de corto plazo. Estas ratios se encuentran respaldadas por Barclay y Smith (1995), Lang *et al.* (1996), Faccio *et al.* (2001), Miguel y Pindado (2001), Frydenberg (2001), Ozkan (2002), Daniševská (2004), Bevan y Danbolt (2002), Fan *et al.* (2011) y Chen y Zhao (2006), entre otros.

$$Deuda_Total = DTAB_{i,t} = \frac{DT_{i,t}}{TA_{i,t}}.$$

$$Deuda_Total_CP = DTCDT_{i,t} = \frac{DTcp_{i,t}}{DT_{i,t}}.$$

$$Deuda_Bancaria = DBAB_{i,t} = \frac{DB_{i,t}}{TA_{i,t}}.$$

$$Deuda_Bancaria_CP = DBCDB_{i,t} = \frac{DBcp_{i,t}}{DB_{i,t}}.$$

Donde DT_{it} corresponde al volumen total de endeudamiento, mientras que DB_{it} corresponde a la deuda bancaria y $DTcp_{it}$ y $DBcp_{it}$ a la deuda total y bancaria con vencimiento dentro de un año comercial, respectivamente. TA_{it} es el total de activo registrado en los libros.

Dentro de las variables independientes destacan:

⁸⁸ Dado que el modelo es un panel, el primer subíndice de la variable se referirá a los individuos, en este caso a las empresas, mientras que el segundo subíndice se referirá a año considerado en este estudio.

Concentración de la propiedad.

Porcentaje de participación accionarial en manos del principal accionista. En este caso se cumple que $0 < PAI_{i,t} < 100$.

Oportunidades de crecimiento.

Para ello se emplea la ratio de aproximación a la Q de Tobin ampliamente utilizada en diversos trabajos (Rajan y Zingales, 1995; Johnson, 1997 a y b; Miguel y Pindado, 2001; Danbolt *et al.*, 2002; Daniševská, 2004; Ozkan, 2002; Bevan y Danbolt, 2002; Chen, 2002; Denis y Mihov, 2003; Sogorb y López, 2003; Ozkan y Ozkan, 2004). Esta ratio corresponde al valor de mercado de los activos sobre el valor libro de los activos. El valor de mercado de los activos, VM_{it} , es estimado como el valor libro de los activos, TA_{it} , más la diferencia entre el valor de mercado de los capitales propios, $Capitales_{it}^{vm}$, y el valor libro de los mismos, $Capitales_{it}^{vl}$.

$$Oportunidades_Crecimiento = QA_{it} = \frac{VM_{it}}{VL_{it}} = \frac{TA_{it} + Capitales_{it}^{vm} - Capitales_{it}^{vl}}{TA_{it}}.$$

Déficit de fondos.

La variable *proxy* para medir el déficit de fondos ha sido tomada de Shyam-Sunder y Myers (1999) y Sogorb y López (2003). Esta variable está definida como:

$$Déficit_Fondos = DEF_{i,t} = \frac{(AF_{i,t} - AF_{i,t-1}) + (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - FT_{i,t}}{TA_{i,t}}.$$

Donde AF es el activo inmovilizado y AC es el fondo de maniobra. La determinación del flujo de tesorería FT se efectúa según Miguel y Pindado (2001) y Gallego y Loayza (2000 a) como $FT_{i,t} = BAI_{i,t} + D_{i,t} + \Pi_{i,t}$, donde $BAII$ es el beneficio antes de intereses e impuestos al cual se le adiciona la depreciación del período, D , y las provisiones, Π .

Tamaño de la empresa.

El tamaño de la firma se ha medido a través del logaritmo natural del valor libro del total de activos (Daniševská, 2004; Menéndez, 2002; Ozkan y Ozkan, 2004) como:

$$Tamaño = LNTAB_{i,t} = Ln(TA_{it}).$$

No obstante lo anterior, en el trabajo de Johnson (1997 a) se utiliza como *proxy* para el tamaño de la firma el valor libro del total de activos sin aplicar logaritmos, mientras que en Johnson (1997 b) y en Ozkan (2002) se emplea como medida del tamaño de la empresa el logaritmo del total de la cifra de negocios; mientras que Frydenberg (2001) emplea el logaritmo de los beneficios.

Rentabilidad.

La rentabilidad de la cartera de proyectos se ha medido a través del beneficio antes de impuestos sobre el total de activos como:

$$Rentabilidad = ROA_{i,t} = \frac{BAI_{i,t}}{TA_{i,t}}.$$

Probabilidad de quiebra.

Como *proxy* de la probabilidad de caer en presiones financieras que conduzcan a la quiebra se utiliza la medida del Z-Score de Altman (Altman, 1968; Begley *et al.*, 1996).

El detalle es como sigue:

Según Altman (2002) $Z = 1,2$ (fondo de rotación/activo total) + $1,4$ (beneficios retenidos/activo total) + $3,3$ (beneficios antes de intereses e impuestos/activo total) + $0,6$ (capitales propios a valor de mercado/pasivos total) + $1,0$ (cifra de negocios/activo total).

Riesgo de insolvencia.

Este es aproximado a través de la ratio de apalancamiento de finida como el nivel total de deuda sobre los capitales propios.

$$\text{Riesgo_Insolvencia} = \text{DTEB} = \frac{DT_{i,t}}{\text{Capitales}_{i,t}^{nl}}$$