

La Teoría de Agencia y el Entorno Institucional como Marco de Análisis de la Decisión de Endeudamiento de las Empresas no Financieras de Chile y España

PRESENTADA POR Paolo Rodrigo Saona Hoffmann.

DIRIGIDA POR Valentín Azofra Palenzuela.

Eleuterio Vallelado González.

LUGAR DE PRESENTACIÓN Universidad de Valladolid.

FECHA DE PRESENTACIÓN 15 de junio de 2006.

TRIBUNAL Juan José Durán Herrera (Presidente).

Matilde Fernández Blanco (Vocal).

Ana Isabel Fernández Álvarez (Vocal).

Alberto de Miguel Hidalgo (Vocal).

Pablo de Andrés Alonso (Secretario).

RESUMEN

El objetivo de la tesis 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 precisa entonces de su relajación. Para ello, por una parte, como primer pilar de la Tesis, se introducen imperfecciones de mercado al análisis como los costes de agencia y asimetrías de información, que modifican algunos de los supuestos del marco teórico marginalista neoclásico y se obtienen nuevas conclusiones. Por otra parte, el segundo pilar que sustenta esta Tesis está dado por la introducción de elementos del enfoque *Law & Finance* que vienen a matizar los aspectos propios de la teoría positiva de la agencia. 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.

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 mi 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 lado del enfoque Law & Finance considero 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 el grado de desarrollo de los mercados financieros.

Los temas que asocian la teoría de agencia con la decisión de endeudamiento de las empresas son discutidos a lo largo del Capítulo I. En este primer apartado teórico se describen 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 del plazo de vencimiento de ésta.

El Capítulo II, por su lado, presenta las bases acerca de las principales características de los sistemas financieros junto con una comparación de los diversos elementos componentes de sus doctrinas legales, que condicionarían finalmente la decisión de endeudamiento que adopten las empresas.

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, en donde además 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, 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 Tesis centro los esfuerzos en el estudio de las decisiones financieras tanto para Chile como para España, ambos pertenecientes al sistema legal de la *civil-law*.

Para poder probar empíricamente la Tesis propuesta, se ha optado por un marco que considere el análisis de datos a través de la metodología de datos de panel. Esta metodología, detallada en el Capítulo III, permite controlar la heterogeneidad de las empresas consideradas de forma individual, junto con la utilización de variables instrumentales útiles para resolver los problemas de endogeneidad que se presentan comúnmente en los estudios empresariales.

Entre los principales resultados alcanzados en la investigación destacan, en primer lugar, que de forma distinta a lo registrado en los trabajos empíricos para los países orientados hacia el mercado, en los casos de Chile y España la existencia de oportunidades de crecimiento incrementa el nivel de deuda. Este hecho es explicado por las particularidades del marco institucional de cada país, que permiten una estrecha vinculación de la empresa con los acreedores, fomentando la relación directa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento. En segundo lugar, 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. En tercer lugar, en ambos contextos se observan diferencias en la utilización del plazo de vencimiento de la deuda bancaria como mecanismo de gobierno corporativo. En cuarto 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. Finalmente, se aprecia que 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 banca-

ria para la financiación de las oportunidades de crecimiento.

Las principales conclusiones de la tesis se sintetizan en el Capítulo IV. De estas conclusiones la principal señala 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. Es decir, que incluso en países cuya doctrina legal descende de la *civil-law*, las empresas pueden adoptar decisiones de endeudamiento diferentes, las cuales pueden tener su origen en la evolución legal e institucional de cada país.