

LA ELECCIÓN ENTRE ACCIONES Y TÍTULOS DE DEUDA EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

*Rubén Arrondo García**
*Carlos Fernández Méndez**

El objetivo de este trabajo es determinar si existen diferencias significativas entre las empresas que deciden financiar sus proyectos de inversión ampliando capital y las que prefieren hacerlo emitiendo obligaciones simples. Más concretamente, pretende encontrar estándares, para ambos tipos de empresas, en el comportamiento de determinadas variables vinculadas a la existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral. Los resultados de este trabajo para el mercado de capitales español durante el período 1990-1998 indican que los problemas de riesgo moral, en detrimento de las situaciones de selección adversa, pueden condicionar, en parte, el tipo de financiación empleada por la empresa.

Palabras clave: *mercado de capitales, financiación de la empresa, España, 1990-1998.*

Clasificación JEL: *G32.*

1. Introducción

El contexto financiero donde las empresas desarrollan su actividad está caracterizado por la existencia de imperfecciones, tales como impuestos, costes de quiebra, divergencias informativas y conflictos de interés entre los agentes económicos. Bajo esta perspectiva, las decisiones sobre estructura de capital pueden explicarse con diferentes teorías que incluyen, entre otras, la existencia de un *trade-off* entre las ventajas impositivas de la deuda y los costes de quiebra asociados a un mayor endeudamiento, los problemas de selección adversa (teoría de señales) y de riesgo moral (teoría de la agencia).

Mientras que la teoría del *trade-off* predice la existencia de una estructura de capital óptima en las empresas (Bradley *et al.*,

1984), no ocurre así con los problemas de selección adversa, según los cuales las divergencias informativas entre inversores y directivos determinan que las decisiones de financiación se conviertan en señales informativas sobre la empresa y se establezca una jerarquía entre las fuentes de financiación, siendo las emisiones de deuda menos costosas y, por tanto, preferidas por los directivos (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984).

Por otro lado, los problemas de riesgo moral en la relación directiva predicen que los directivos pueden perseguir objetivos personales contrarios a los de los accionistas, por lo que la relación entre deuda y fondos propios puede venir influida por la discrecionalidad directiva (Jensen y Meckling, 1976), predicción que se ve corroborada por diversos trabajos¹.

* Universidad de Oviedo.

¹ Véase FAMA (1980), GROSSMAN y HART (1982), JENSEN (1986), STULZ (1990) y HART y MOORE (1990 y 1995), entre otros.

Nuestro estudio intenta poner de manifiesto el papel desempeñado por los problemas de selección adversa y riesgo moral en la elección entre acciones y deuda, teniendo siempre presentes en nuestros razonamientos los aspectos diferenciales de nuestros mercados financieros (*versus* los mercados estadounidenses), ya que las empresas españolas presentan una alta concentración de la propiedad y no se dispone de un mercado activo de control empresarial.

El análisis de las diferencias, en cuanto a sus características, entre las empresas que emitieron acciones y las que emitieron obligaciones pretende determinar aspectos comunes dentro de cada grupo, que nos ayuden a establecer cuándo las empresas tienen una mayor o menor probabilidad de emitir un tipo de título u otro. Los resultados muestran que las empresas que emitieron acciones no suelen pertenecer a sectores regulados, no experimentan elevadas rentabilidades previas, disponen de buenas oportunidades de inversión y no parece que hayan agotado su capacidad de endeudamiento. Estos resultados parecen apoyar que los problemas de riesgo moral pueden condicionar, en parte, la elección entre un título u otro.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: en el apartado segundo se revisan los fundamentos teóricos del estudio, el tercero describe la base de datos y en el cuarto se analizan las características de las empresas que emiten acciones y títulos de deuda. Finalmente, en el apartado quinto se recogen las conclusiones más importantes del trabajo.

2. Fundamentos teóricos

Los problemas de selección adversa tienen su origen en que los directivos disponen de mejor información que los inversores acerca del valor de la empresa, por lo que estos últimos interpretan la emisión de títulos como una señal acerca de la situación actual y perspectivas de la empresa. Los directivos, actuando en el interés de los antiguos accionistas, sólo decidirán emitir acciones cuando éstas se encuentren sobrevaloradas.

De acuerdo con este argumento basado en las divergencias informativas, las empresas que ampliasen capital con acciones

debieran experimentar rendimientos positivos y significativos antes de la emisión, preludio de su posible sobrevaloración (Asquith y Mullins, 1986; Lucas y McDonald, 1990; Jung *et al.*, 1996), penalizando el mercado en mayor medida las ampliaciones de capital realizadas por empresas cuyas acciones se encuentren sobrevaloradas (Masulis y Korwar, 1986; Asquith y Mullins, 1986).

El impacto negativo sobre el precio de las acciones del anuncio de la decisión de ampliar capital llevará a los directivos a emitir acciones sólo en el supuesto de que no sean capaces de financiar sus proyectos de inversión mediante deuda. En este sentido, las implicaciones que se derivarían de las situaciones de selección adversa serían: a) la existencia de una jerarquía de preferencias entre las distintas fuentes de financiación, siendo la deuda prioritaria sobre las acciones, b) las empresas que emitieran acciones habrían agotado su capacidad de endeudamiento en los mercados financieros.

Diversos factores pueden reducir las divergencias informativas entre directivos e inversores, mitigando la respuesta desfavorable del mercado al anuncio de la emisión de acciones y, en último término, incentivando la emisión de acciones. Por ejemplo, en empresas pertenecientes a sectores regulados donde las asimetrías informativas son menores, los directivos solamente decidirán emitir acciones si la empresa tiene buenos proyectos (Lucas *et al.*, 1990). Así pues, diferentes estudios obtienen que las empresas pertenecientes a sectores regulados emplean, en mayor medida, las emisiones de acciones como fuente de financiación (Kalay y Shimrat, 1987) y, al mismo tiempo, la respuesta del mercado a la emisión de acciones es menos negativa para las empresas pertenecientes a sectores regulados (Asquith y Mullins, 1986; Masulis y Korwar, 1986).

Además de la selección adversa, los problemas de riesgo moral en la relación directiva también pueden explicar las decisiones de financiación. Dado que los directivos no siempre actúan considerando el interés de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976), la deuda puede reducir la discrecionalidad directiva y, por tanto, los costes de agencia. En este sentido, la financiación ajena minora el nivel de flujos de cajas libres, al comprometer parte de los mismos en el pago de los intereses y

del principal de la deuda (Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Hart y Moore, 1990 y 1995).

Dado que uno de los factores que puede influir sobre la discrecionalidad directiva es la estructura de propiedad, sería de esperar que las empresas con una estructura de propiedad más concentrada presenten menores costes de agencia en relación con el comportamiento aprovechado de los directivos y, por tanto, se beneficien en menor medida del papel disciplinario de la deuda. En este contexto, se debería considerar no sólo la existencia de grandes grupos accionariales, sino también su identidad, ya que no todos los grandes accionistas tienen los mismos incentivos para supervisar a los directivos (Shleifer y Vishny, 1986).

La participación de los directivos en el capital de la empresa podría también alinear los intereses de la dirección y de los accionistas, siendo menos necesario el empleo de deuda para aliviar los problemas de agencia en la relación directiva. En cambio, las empresas con una menor participación directiva en el capital tendrían una mayor probabilidad de emitir deuda, y no acciones, como instrumento que mitiga los comportamientos aprovechados de los gestores (Jung *et al.*, 1996)².

Aunque el recurso al endeudamiento minora los problemas de agencia en la relación accionistas-directivos, puede conllevar un incremento de los costes de agencia propios de la relación entre accionistas-acreedores. La deuda incentiva a los accionistas a invertir de forma subóptima en proyectos arriesgados, incluso en proyectos no creadores de valor. Si los poseedores de deuda anticipan estos comportamientos oportunistas de los accionistas, penalizarán a las empresas prestatarias mediante la exigencia de mayores tipos de interés e incluso mediante el racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1983). Por consiguiente, serán las empresas con oportunidades de inversión rentables³,

siempre y cuando los mercados financieros desconozcan la verdadera calidad de los proyectos, las más perjudicadas por las previsibles penalizaciones de los acreedores, por lo que deberían recurrir menos al endeudamiento y más al empleo de acciones (Smith y Watts, 1992).

3. Base de datos

Muestra

La base de datos del estudio está formada por un conjunto de 58 empresas no financieras que ampliaron capital y 62 que emitieron títulos de deuda, todas ellas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en el período 1990-1998. Hemos excluido las empresas financieras y las compañías de seguros por sus características peculiares en relación con su estructura de capital y los mecanismos de gobierno empresarial, así como aquellas empresas que hubieran empleado ambos métodos de financiación durante el período de estudio. Los datos relativos a la estructura de propiedad fueron obtenidos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Duns 50.000 y el directorio Maxwell Espinosa. Por último, los datos contables y de cotización se obtuvieron de la CNMV y de la Bolsa de Madrid.

Variables utilizadas

Para cada empresa que anunció la emisión de acciones o títulos de deuda, hemos identificado una serie de variables medidas a finales del año anterior a la emisión. En primer lugar, consideramos las variables explicativas de la elección entre acciones y títulos de deuda vinculadas con los problemas de selección adversa (véase Cuadro 1). En este sentido, y con el propósito de determinar el grado de asimetría informativa existente entre directivos e inversores, empleamos la variable regulación (REGUL). Dado que las empresas pertenecientes a sectores sujetos a regulación tienen, por lo general, una mayor dimensión, son más conocidas, generan más información y tienen una mayor presencia en los mercados de capitales y en los medios

² JUNG *et al.* (1996) encuentran que las empresas con menor participación directiva experimentan una respuesta más negativa en torno al anuncio de una ampliación de capital, lo que está de acuerdo con el argumento de que la discrecionalidad directiva, en empresas con baja participación directiva, se incrementará al emitir acciones.

³ JUNG *et al.* (1996) evidencian que las empresas emisoras de acciones suelen presentar buenas oportunidades de inversión.

CUADRO 1

DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS

Variable	Definición
REGUL	<i>Regulación</i> , definida como una variable <i>dummy</i> que toma el valor uno si la empresa pertenece a un sector regulado.
RENTPREV	<i>Rentabilidad previa</i> , definida como la diferencia entre la rentabilidad de la empresa en el año anterior al anuncio descontando la rentabilidad del Índice General de la Bolsa de Madrid en ese mismo período.
OPINV	<i>Oportunidades de inversión</i> , definida como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios.
CON	<i>Concentración de la propiedad</i> , definida como el porcentaje de acciones en manos del mayor accionista.
PINST	<i>Participación de los inversores institucionales</i> , definida como el porcentaje de acciones en poder de los inversores institucionales.
PBANC	<i>Participación de las entidades bancarias</i> , definida como el porcentaje de acciones en poder de las entidades bancarias.
PINT	<i>Participación de los internos</i> , definida como la proporción directa de acciones en manos de los internos a título individual.
ENDEU	<i>Endeudamiento</i> , definido como el ratio de deuda entre el activo total al final del año anterior a la emisión.
PGF	<i>Porcentaje de gastos financieros</i> , definido como el cociente entre el importe de gastos financieros y los beneficios antes de impuestos e intereses.
IMPREL	<i>Tamaño de la emisión</i> , definido como el cociente entre los ingresos obtenidos de la emisión y el activo total de la empresa en el año anterior a la emisión.

de información públicos, sería de esperar que los problemas de selección adversa sean menores en estas empresas y que, por tanto, acudan en mayor medida a las emisiones de acciones.

Asimismo, diferentes estudios han señalado que sería más probable que una empresa emitiera acciones si hubiera experimentado importantes alzas en el precio en el periodo previo a la ampliación, dada su potencial sobrevaloración. Para tener en cuenta este problema de selección adversa calculamos la rentabilidad previa de la empresa (RENTPREV).

En segundo lugar, consideramos las variables asociadas a los problemas de riesgo moral en la relación directiva y en la relación entre accionistas y acreedores. En cuanto a la relación directiva, empleamos una serie de variables de propiedad indicativas del grado de conflictividad entre accionistas y directivos, esto es, la concentración de la propiedad (CON), la participación accionarial de los inversores institucionales (PINST), de las entidades financieras (PBANC) y la participación accionarial del equipo directivo (PINT). Asimismo, utilizamos la existencia de oportunidades rentables de inversión en la empresa (OPINV)⁴ como indicativa del grado de conflictividad ocasionado por la relación entre accionistas y acreedores, tal como comentamos en el apartado anterior.

Finalmente, como variables de control introducimos el apalancamiento financiero (ENDEU), el porcentaje de gastos financieros (PGF) y el tamaño de la emisión (IMPREL). Estas variables nos permitirán tener en cuenta la posible influencia de los costes de quiebra sobre la decisión de financiación.

4. Resultados

El Cuadro 2 resume las características de las empresas que emitieron acciones y de las que emitieron deuda. En este sentido, se observa que las empresas que amplían capital pertenecen mayoritariamente a sectores no regulados (Cuadro 2; panel B). Si se considera la regulación como una *proxy* del grado de asimetría informativa en la empresa, este resultado no estaría de acuerdo con el hecho de que sean las empresas con menores asimetrías informativas las principales emisoras de acciones. En cambio, el que los resultados muestren que las empresas reguladas acuden mayoritariamente a los mercados de deuda, podría venir explicado por las propias características del mercado español de títulos de deuda, pequeño y escasamente desarrollado, donde sólo las grandes empresas (normalmente reguladas) acceden en condiciones favorables.

⁴ Como variable proxy de la existencia de oportunidades rentables de inversión hacemos uso de la ratio de valoración.

CUADRO 2
CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE EMITEN ACCIONES Y TÍTULOS DE DEUDA

	PANEL A			Diferencias (Significación estadística)
	Todas las emisiones	Ampliaciones de capital	Emisiones de deuda	
	Promedio	Promedio	Promedio	
RENTPREV	0,08	0,11	0,05	0,647
OPINV	1,18	1,56	0,88	3,300***
CON	33,34	39,07	28,90	2,634**
PINST	0,16	0,25	0,09	0,825
PBANC	9,70	14,50	5,99	2,426**
PINT	1,78	2,62	0,27	1,111
ENDEU	1,34	1,08	1,53	-2,769***
PGF	0,67	0,05	1,14	-3,960***

Porcentaje	PANEL B		
	Todas las emisiones	Ampliaciones de capital	Emisiones de deuda
RENTPREV>0	66,66	50,00	77,42
REGUL=1	61,81	27,08	88,71
OPINV >1	41,81	62,50	25,81
CON>5%	97,27	100,00	95,16
PBANC >5%	35,45	52,08	22,58

NOTAS: La significación estadística de las diferencias indica si las diferencias de medias son cero (hipótesis nula) asumiendo varianzas no iguales para ambas submuestras.

(*) (**) (***) estadísticamente significativa al 90 por 100, 95 por 100 y 99 por 100, respectivamente.

Los resultados obtenidos para la rentabilidad previa de la empresa (Cuadro 2; paneles A y B) no son significativos, e igualmente se observa, contrariamente a lo esperado según los modelos de asimetría informativa (selección adversa), un mayor porcentaje de empresas emisoras de deuda con rentabilidades previas positivas (el 77,42 por 100 frente al 50 por 100 en caso de emisoras de acciones). En resumen, el comportamiento observado en las variables regulación y rentabilidad previa parece contradecir la validez de los postulados de selección adversa.

En relación con las variables asociadas con la problemática de riesgo moral, se advierte que las empresas emisoras de acciones disponen de mejores proyectos de inversión. El valor medio de la ratio de valoración es de 1,56 para las empresas que emiten acciones (0,88 para las emisoras de deuda), siendo la diferencia estadísticamente significativa para un nivel de confianza

del 99 por 100. Este resultado se ve reforzado, al encontrarse que las empresas con una ratio de valoración mayor que uno es también superior para las empresas emisoras de acciones (62,50 por 100 frente al 25,81 por 100). Los resultados apoyan la idea de que las empresas con buenos proyectos no estarían dispuestas a endeudarse excesivamente, ya que un elevado endeudamiento implicaría soportar elevados tipos de interés e incluso racionamiento del crédito⁵.

Las variables de propiedad, es decir, la concentración del accionariado, la participación accionarial de los inversores insti-

⁵ Estos resultados son reforzados por los obtenidos sobre una muestra semejante a través de un modelo *logit*, véase al respecto el artículo ARRONDO y GÓMEZ (2002): «A Study of Spanish Firms' Security Issue under Asymmetric Information and Agency Costs», *Applied Financial Economics*, en prensa.

tucionales, entidades bancarias y de los propios directivos ofrecen resultados a favor de los postulados de la teoría de la agencia. Se observa que en las empresas que emiten acciones hay una mayor concentración de la propiedad y una más elevada participación en el accionariado por parte de los inversores institucionales, directivos y entidades bancarias. La evidencia coincide con el razonamiento de que la deuda no resulta especialmente útil para supervisar al directivo, en empresas donde la actuación gerencial ya está controlada por los grandes accionistas y/o por inversores especializados (fondos de inversión y entidades financieras).

Por último, las variables de control nos indican que las ampliaciones de capital son emprendidas por empresas con menores niveles de deuda y con mayor probabilidad de hacer frente a los gastos financieros (Cuadro 2; panel A), lo que parece contradecir la existencia de una jerarquía de fuentes financieras, donde las empresas con capacidad de endeudamiento, menos endeudadas y con mayor capacidad para hacer frente a los servicios de la financiación ajena, preferirían financiarse con deuda.

5. Conclusiones

El objetivo de este trabajo ha sido analizar en qué medida los problemas de selección adversa y riesgo moral (accionistas-directivos y accionistas-acreedores) influyen en la decisión directiva de financiar las inversiones empresariales con acciones o mediante títulos de deuda. Los resultados del trabajo evidencian la validez de algunas de las premisas de los modelos de agencia (riesgo moral), pues se observa que las empresas con oportunidades rentables son las que preferentemente deciden emitir acciones. Por el contrario, se evidencia que las empresas reguladas emiten menos acciones y, además, las empresas que emiten acciones no parecen haber agotado su capacidad de endeudamiento, lo que estaría en desacuerdo con la existencia de una jerarquía de preferencias entre fuentes financieras, donde la financiación ajena sería la alternativa de financiación prioritaria para la empresa

Referencias bibliográficas

- [1] ASQUITH, P. y MULLINS, D. (1986): «Equity Issues and Offering Dilution», *Journal of Financial Economics* 15, páginas 61-89.
- [2] BERGER, P.G.; OFEK, E. y YERMACK, D. (1997): «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions», *The Journal of Finance* 52, páginas 1.411-1.438.
- [3] BRADLEY, M.; JARRELL, G. y KIM, E. (1984): «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence», *The Journal of Finance* 39, páginas 857-880.
- [4] FAMA, E.F. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy* 88, páginas 288-307.
- [5] GROSSMAN, S. y HART, O. (1982): «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives», en McCALL, J. (ed.): *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.
- [6] HART, O. y MOORE, J. (1990): «A theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims», *Working Paper* 560, Massachusetts Institute of Technology.
- [7] HART, O. y MOORE, J. (1995): «Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management», *American Economic Review* 52, páginas 567-585.
- [8] JENSEN, M. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review* 76, páginas 323-329.
- [9] JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics* 3, páginas 305-360.
- [10] JUNG, K.; KIM, Y. y STULZ, R. (1996): «Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision», *Journal of Financial Economics* 42, páginas 159-185.
- [11] KALAY, A. y SHIMRAT, A. (1987): «Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information», *Journal of Financial Economics* 19, páginas 109-126.
- [12] KIM, W. y SORENSEN, E. (1986): «Evidence of the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, páginas 131-144.
- [13] LANG, L.; OFEK, E. y STULZ, R. (1996): «Leverage, Investment, and Firm Growth», *Journal of Financial Economics* 40, páginas 3-30.
- [14] LUCAS, D. y MCDONALD, R. (1990): «Equity Issues and the Stock Price Dynamics», *The Journal of Finance* 45, páginas 1.019-1.043.
- [15] MASULIS, R. y KORWAR, A. (1986): «Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation», *Journal of Financial Economics* 15, páginas 91-118.
- [16] MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1995): «Equity Ownership and the Two Faces of Debt», *Journal of Financial Economics* 39, páginas 131-157.

[17] MEHRAN, H. (1992): «Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, páginas 539-560.

[18] MYERS, S. (1977): «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics* 5, páginas 147-175.

[19] MYERS, S. (1984): «The Capital Structure Puzzle», *The Journal of Finance* 39, páginas 575-592.

[20] MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics* 13, páginas 187-221.

[21] SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986): «Large Shareholders

and Corporate Control», *Journal of Political Economy* 94, páginas 461-489.

[22] SHYAM-SUNDER, L. y MYERS, S. (1999): «Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure», *Journal of Financial Economics* 51, páginas 219-244.

[23] SMITH, C. y WATTS, R. (1992): «The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies», *Journal of Financial Economics* 32, páginas 263-292.

[24] STULZ, R. (1990): «Managerial Discretion and Optimal Financing Policies», *Journal of Financial Economics* 26, páginas 3-27.

[25] TITMAN, S. y WESSELS, R. (1988): «The Determinants of Capital Structure Choice», *The Journal of Finance* 43, páginas 1-19.

Evolución de los Plazos de Pago.

Comparativa internacional

CONTENIDO:

- Novedades y cambios del nuevo estudio.
- Una aproximación a los plazos de pago
- Análisis comparativo de los plazos de pago.
- Análisis de las funciones de los plazos de pago y sus repercusiones sobre la solvencia de los miembros del canal de distribución



Información y venta:

Paseo de la Castellana, 162-vestibulo
Tel.: 91 349 36 47 - 28071 Madrid

224 Págs. 2.000 Ptas. 12.02 €



MINISTERIO
DE ECONOMÍA

SECRETARÍA DE ESTADO DE
COMERCIO Y TURISMO

DIRECCIÓN GENERAL DE
POLÍTICA COMERCIAL