

El papel informativo endeudamiento en

El estudio pone de manifiesto que la decisión de **emitir títulos de deuda** origina una **respuesta positiva** del mercado.

En este trabajo se analizan los efectos a corto plazo que la decisión de endeudamiento, a través de valores negociables y financiación bancaria, tiene sobre la riqueza de los accionistas de la empresa. El estudio ha puesto de manifiesto que la decisión de emitir títulos de deuda origina una respuesta positiva del mercado, siendo aún mayor en el caso de la concesión de préstamos sindicados. Estos resultados parecen estar de acuerdo con el papel que juega la deuda como mecanismo supervisor de la conducta directiva y, al mismo tiempo, señalizador de expectativas favorables sobre la empresa.

Rubén Arrondo García
Carlos Fernández Méndez
Profesores Asociados de
Economía Financiera
Universidad de Oviedo

La opinión generalizada de los accionistas es que las decisiones financieras tomadas por los gestores deben guiarse por el objetivo de la creación de valor que, en último término, se traduciría en un incremento en el precio de las acciones en los mercados financieros. En este sentido, la decisión de endeudamiento puede influir sobre las expectativas y la valoración de los títulos de propiedad de la empresa.

La ventaja clásica del endeudamiento, frente a la financiación propia, se deriva de la deducibilidad de los gastos financieros. Sin embargo, no debemos obviar que las diferencias de información en el seno de la empresa y los conflictos de interés entre accionistas y gestores, son también aspectos que favorecen la utilización de deuda en la bús-

queda de mejoras en el valor de la empresa. Así pues, pensamos que resulta relevante profundizar en el análisis de las ventajas del endeudamiento en mercados con problemas informativos y donde los gestores, amparados en su mayor y mejor información, disponen de incentivos para apropiarse de una parte de la riqueza de los propietarios.

EL CONTENIDO INFORMATIVO FAVORABLE DE LA DEUDA

Desde que el reciente premio Nobel de Economía, George Akerlof, publicase "The Market for Lemons" en 1970, el primer ensayo formal sobre la influencia de la información asimétrica en los mercados, numerosos trabajos han intentado explicar el contenido informativo asociado a las diferentes decisiones de financiación. Varias han sido las decisiones financieras propuestas para comunicar información al mercado sobre las perspecti-

vas futuras de la empresa y, en último término, solucionar los problemas informativos. Entre otras se incluyen: los cambios en la estructura de capital, el reparto de dividendos, la compra de acciones, la decisión de inversión y el rescate de obligaciones convertibles.

El carácter asimétrico de la información disponible por los gestores y los inversores lleva a que el valor de mercado y el valor intrínseco de la empresa puedan diferir. El mercado descuenta una determinada percepción de las rentas que la empresa obtendrá en el futuro, mientras que la mayor información disponible por los gestores implica que estos últimos realicen una mejor estimación del valor intrínseco de la empresa, al anticipar con mayor exactitud los flujos que realmente se obtendrán. Los gestores de empresas con buenas perspectivas pueden estar interesados en comunicar a los inversores la calidad de sus pro-

y supervisor del el mercado español



EL PAPEL SUPERVISOR DE LA DEUDA

El nivel de deuda en la empresa puede desempeñar, igualmente, una función supervisora de la actuación directiva y, a la vez, alinear los comportamientos directivos con el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas. La separación entre propiedad y control inherente a las grandes sociedades anónimas favorece las conductas oportunistas de la dirección, tales como el consumo de recursos empresariales en beneficio propio, el crecimiento y la diversificación excesiva de la empresa, dado el menor control directo al que se ven sometidos por parte de un accionariado disperso. Los conflictos de interés entre gestores y accionistas derivados de los comportamientos aprovechados de los primeros, influyen negativamente en el valor de la empresa en el mercado y, en último término, perjudican también a los propios directivos, en la medida en que pueden producirse tomas de control, pérdida del empleo y/o de su prestigio profesional. Por tanto, los directivos tendrán incentivos para, en la medida de lo posible, tratar de alinear sus decisiones con los objetivos de los propietarios.

Un mayor porcentaje de deuda en el pasivo de la empresa permitirá un mayor control y supervisión de la actuación directiva, debido a dos razones. En primer lugar, el endeudamiento aumenta la probabilidad de quiebra. El deseo de los gestores por evitar esta situación, les incentiva a tra-

yectos, aspecto que permite a los mercados valorar de forma correcta a la empresa. La información relevante para que los inversores valoren de forma correcta la empresa pasa por comunicar información de tipo estratégico, pero este tipo de información tiene el inconveniente de que al hacerse pública pierde su valor y favorece a las empresas competidoras.

Una posible solución pasa por emplear la decisión de endeudamiento como señal informativa favorable en relación con el riesgo de fracaso financiero de la empresa. En la naturaleza obligatoria de los pagos del servicio de la deuda (intereses y devolución del principal), se encuentra el origen esta señal positiva. Los inversores interpretan la decisión de endeuda-

miento como una buena noticia, a partir del razonamiento de que los gestores, adversos al riesgo, sólo incrementarán el nivel de deuda cuando la empresa tenga perspectivas positivas, ya que en caso contrario, el mayor endeudamiento elevaría la probabilidad de quiebra y, por tanto, el riesgo de pérdida de empleo de los gestores.

TABLA 1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

	MEDIA	MEDIANA	DESV. EST.	MÍNIMO	MÁXIMO
Panel A: Obligaciones Simples					
Activo total (millones de euros)	11.337	9.212	8.362	138	25.461
Importe/Activo total	0,04	0,01	0,14	0,0004	1,11
Deuda/Fondos propios	1,53	1,66	0,59	0,21	2,57
Ratio de valoración (1)	0,87	0,67	0,56	0,3	2,94
Panel B: Préstamos Sindicados					
Activo total (millones de euros)	4.971	2.862	5.634	34	19.790
Importe/Activo total	0,11	0,05	0,15	0,005	0,59
Deuda/Fondos propios	1,37	1,42	0,55	0,02	2,19
Ratio de valoración (1)	1,29	0,71	1,27	0,35	6,63

(1) El ratio de valoración se mide dividiendo el valor de mercado de los fondos propios entre su valor contable. Esta variable aproxima la existencia de oportunidades de crecimiento en la empresa.

< Los inversores interpretan la decisión de endeudamiento como una buena noticia, a partir del razonamiento de que los gestores, adversos al riesgo, sólo incrementarán el nivel de deuda cuando la empresa tenga perspectivas positivas, ya que en caso contrario, el mayor endeudamiento elevaría la probabilidad de quiebra y, por tanto, el riesgo de pérdida de empleo de los gestores. >

bajar de forma más eficiente y emprender menores conductas discrecionales. En segundo lugar, la deuda supone unas obligaciones financieras en cuanto al pago de intereses. Un aumento en las emisiones de deuda reduce los excedentes de tesorería susceptibles de ser utilizados por los gestores en actividades no creadoras de valor. El problema de incentivos en la relación directiva encuentra una vía de solución a través de la utilización de deuda. La deuda modifica los incentivos y las actuaciones de los gestores, influyendo favorablemente sobre las expectativas de los inversores y, en consecuencia, sobre el valor de la empresa en el mercado. El papel supervisor y disciplinario de la deuda dependerá de la existencia de flujos de caja libres y de los mecanismos de alineación presentes en la empresa. En este sentido, la utilidad supervisora de la deuda se acrecienta en empresas donde los fondos generados internamente sean superiores a las oportunidades rentables

de inversión (flujos de caja libres). La existencia de flujos libres será más probable en empresas pertenecientes a sectores maduros, de elevado tamaño y con un reducido crecimiento en relación con los recursos que generan internamente. En estos casos, la deuda jugará un papel importante en la reducción de recursos discrecionales, al comprometer parte de los mismos en el pago ineludible de intereses. Por otra parte, la capacidad de la deuda para mitigar las conductas interesadas de los gestores será menor en aquellas empresas que disponen de mecanismos eficaces para alinear y supervisar a los gestores. El empleo de sistemas de retribución variables, la mayor concentración de la propiedad, la participación de los gestores en el capital, la efectividad del consejo de administración, los mercados de control corporativo y de bienes y servicios favorecen el alineamiento de intereses, haciendo la deuda menos necesaria.

LA DEUDA BANCARIA

En este apartado pretendemos contrastar teóricamente la mayor capacidad del endeudamiento bancario frente a la emisión pública de títulos para mitigar los problemas informativos y las conductas interesadas de los gestores. Las entidades financieras disponen de mejor información que otros inversores sobre la verdadera calidad de los proyectos de las empresas, al ser por un lado, agentes especializados en la producción de información y, por otro, mantener relaciones financieras estables con las empresas prestatarias. Así pues, las decisiones de inversión de los intermediarios (concesión de préstamos) refuerzan la señal positiva de la deuda sobre la calidad de las inversiones de la empresa. En consecuencia, las empresas que dispongan de proyectos rentables, pero que desarrollen su actividad en un contexto caracterizado por un alto grado de asimetría informativa, emplea-

rán en mayor medida la deuda bancaria frente a la deuda emitida en los mercados. Asimismo, la señal será tanto más creíble cuanto mayor sea el compromiso de la entidad financiera en la financiación de los proyectos de la empresa (importe del préstamo).

La obtención de información por parte de los intermediarios financieros favorece la supervisión directiva. La asimetría informativa presente en los mercados, determina que los inversores no puedan anticipar, a priori, el comportamiento que adoptarán los gestores una vez formalizado el contrato de endeudamiento. La existencia de intermediarios financieros con incentivos para controlar el comportamiento directivo, con posterioridad a la concesión de la financiación, favorece la reducción de los costes de agencia. La deuda intermediada resulta más eficaz en el control de los gestores que la deuda negociable, ya que esta última ocasiona la dispersión en la propiedad de la deuda, siendo este aspecto el origen de un problema de "free-rider". Ninguno de los múltiples acreedores estará dispuesto a supervisar individualmente la actuación de los gestores, dado que asumiría todos los costes de la supervisión y, en cambio, compartiría con el resto de los acreedores los beneficios. Los intermediarios financieros solucionan el problema anteriormente descrito, al ser ellos los únicos beneficiados de la actividad supervisora. A partir de las ventajas incrementales de la deuda intermediada frente a la deuda negociable, derivadas de la mejor información transmitida y del mayor control de los gestores, sería de esperar una reacción más positiva del mercado cuando las empresas solicitan crédito a las entidades financieras.

LA DECISIÓN DE ENDEUDAMIENTO EN LOS MERCADOS ESPAÑOLES: ANÁLISIS EMPÍRICO

Con el objetivo de comprobar si efectivamente la decisión de financiarse con deuda conlleva, en promedio, una respuesta favorable a corto plazo de la Bolsa española, empleamos una muestra de 69 anuncios de emisiones de títulos de deuda y 43 concesiones de préstamos sindicados. Todos los anuncios fueron realizados por empresas que cotizaban en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1989-1998. Asimismo todos los datos proceden de la CNMV y de la base de datos Baratz que recoge la información o noticias aparecidas en los periódicos de prensa económica más importantes. La metodología empleada para determinar la existencia de rentabilidades extraordinarias fue la denominada metodología de estudio de acontecimientos, o sucesos.

En la **tabla 1**, se recogen los valores de los estadísticos descriptivos de variables como el tamaño de la empresa (activo total), el tamaño relativo de la financiación ajena solicitada (importe/activo total), el endeudamiento previo de la empresa (deuda/fondos propios) y las oportunidades de crecimiento (valor mercado fondos propios/valor contable). Como podemos observar, las empresas que emiten obligaciones simples son, por término medio, significativamente mayores que las empresas que deciden captar recursos a través de financiación bancaria. Este resultado estaría de acuerdo con el hecho de que, dada la existencia de importantes costes fijos de las emisiones de deuda negociable, sólo resultan adecuadas para empresas de elevada dimensión. Para aislar el efecto del tamaño y poder comparar el montante de la financiación solicitada uti-



TABLA 2. RESPUESTA DEL MERCADO A CORTO PLAZO AL ANUNCIO DE FINANCIACIÓN AJENA

INTERVALOS	OBLIGACIONES SIMPLES (69)		PRÉSTAMOS SINDICADOS (43)	
	RESPUESTA EXTRA	% POSITIVAS	RESPUESTA EXTRA	% POSITIVAS
(-1, +1)	0,63%***	59,42	0,90%*	53,49
(-1,0)	0,33%	55,07	0,98%**	60,47

*, **, *** estadísticamente significativo a un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

lizamos la relación entre el importe de la financiación y el activo total de la empresa. En este sentido, se observa que las empresas que solicitan préstamos sindicados logran una mayor financiación ajena. Asimismo, el nivel de endeudamiento previo es similar para los dos grupos de empresas. Hay que señalar aquí, que las empresas que en mayor medida emiten deuda y obtienen préstamos sindicados son empresas pertenecientes al sector eléctrico, autopistas y comunicaciones principalmente, sectores que de manera continuada en el tiempo se han caracterizado por altos niveles de deuda en su balance. Por último, podemos observar que las empresas que emplean

financiación bancaria disponen de mejores expectativas de crecimiento, aproximadas a través del ratio de valoración (1,29). Es decir, las empresas con oportunidades rentables de inversión tienen un mayor incentivo para emplear financiación bancaria en detrimento de la emisión de títulos en los mercados.

RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Con el objetivo de determinar el efecto que tiene a corto plazo sobre la riqueza de los accionistas la decisión de endeudamiento, analizamos el impacto del anuncio de emitir títulos de deuda y concesiones de préstamos sindicados en los precios de las acciones de las empresas presta-

tarias. Los resultados obtenidos aparecen en la **tabla 2** y muestran la existencia de rentabilidades extraordinarias positivas, tanto en el supuesto del anuncio de emisiones de títulos de deuda como en las concesiones de financiación bancaria, estando concentradas en torno al día del anuncio del evento. En las emisiones de títulos de deuda, las acciones de las empresas analizadas experimentan por término medio una rentabilidad anormal positiva del +0,63% en el intervalo (-1,+1). Por otra parte, para los préstamos sindicados en idéntico intervalo, la reacción es del +0,90%. Los resultados obtenidos para las emisiones de obligaciones son similares a los obtenidos por Slovin et al. (1988) y González (1997) en los mercados estadounidenses y españoles, respectivamente. En cuanto a las concesiones de financiación bancaria, los resultados concuerdan con la evidencia presentada para el mercado estadounidense por Slovin et al. (1992) y Billett et al. (1995).

Para analizar la influencia de las divergencias informativas y los conflictos de interés entre accionistas y gestores sobre la respuesta favorable del mercado al anuncio de incrementar el endeudamiento, hemos realizado un análisis de regresión. Para las emisiones de títulos de deuda, los resultados principales son la existencia de relaciones negativas entre la respuesta del mercado y el tamaño de la empresa. Este resultado indica que en las empresas de mayor tamaño y, en consecuencia, más conocidas en los mercados, la utilidad informativa y supervisora de la deuda resultará menos valiosa. Las empresas que realizan emisiones de mayor tamaño experimentan rentabilidades menos favorables. Este resultado parece sugerir que utilidad informativa y supervisora de la



La Bolsa al alcance de todos



- **Indices y precios**
- **Graficos actualizados**
- **Los Miembros del mercado**
- **Empresas cotizadas**
- **Visita virtual a la Bolsa**
- **Operaciones financieras, estadísticas, hechos relevantes, etc...**



BOLSA DE MADRID

Plaza de la Lealtad, 1. 28014, Madrid.
Teléfono: 91 589 26 00
<http://www.bolsamadrid.es>

deuda, en el caso de elevadas emisiones resulta compensada, en parte, por el aumento de la probabilidad de quiebra. Finalmente, para las concesiones de préstamos sindicados, no hemos observado relaciones significativas entre la respuesta del mercado y la dimensión de la empresa, ni tampoco con el importe del préstamo. Sin embargo, si hemos denotado una menor utilidad informativa y supervisora de la financiación bancaria en empresas con buenas oportunidades de crecimiento. Las empresas con oportunidades de inversión ya son ampliamente supervisadas por los mercados financieros, a donde acuden frecuentemente para obtener recursos financieros.

CONCLUSIONES

El estudio realizado, para el periodo 1989-1998, revela una respuesta favorable del mercado de capitales español ante el anuncio de emisiones de deuda y concesiones de financiación bancaria. Los resultados del estudio confirman que los anuncios de emisiones de obligaciones y las concesiones de financiación bancaria dan lugar a un incremento a corto plazo en el precio de las acciones, siendo más elevado en el caso

de la financiación bancaria. El análisis empírico realizado revela también que la utilidad informativa y supervisora de la decisión de emitir títulos de deuda resulta menos valiosa en las empresas de mayor tamaño, es decir, en empresas más conocidas y, por tanto, con menores divergencias informativas. Otro aspecto que hemos observado relevante y de forma negativa sobre la respuesta del mercado a la emisión de deuda negociable es el importe de la emisión. Por último, la respuesta del mercado al anuncio de concesión de financiación bancaria está negativamente relacionada con las oportunidades de crecimiento de la empresa. Las empresas con buenas perspectivas de crecimiento son supervisadas por los mercados financieros donde acuden con asiduidad a captar recursos y, además, apenas disponen de flujos de caja libres a disposición discrecional de los gestores. Como comentario final, señalar que futuras investigaciones pueden centrarse en el análisis a largo plazo del precio de las acciones de las empresas que emplean financiación ajena, comparando el comportamiento de estas empresas con el de otras similares que no hubieran utilizado deuda. □

[bibliografía]



- ARRONDO, R. (1999):** "Efecto riqueza asociado a la emisión de activos financieros: asimetrías informativas y costes de agencia". Tesis doctoral sin publicar. Universidad de Oviedo.
- BILLET, M.; FLANNERY, M. y GARFINKEL, J. (1995):** "The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return". *The Journal of Finance*, vol. 50, pp.699-718.
- GONZÁLEZ, V. (1997):** "La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones". *Investigaciones Económicas*, vol. 21, pp. 111-128.
- SLOVIN, M.; SUSHKA, M. y HUDSON, C. (1988):** "Corporate commercial paper, note issuance facilities and shareholder wealth". *Journal of International Money and Finance*, vol. 7, pp. 289-302.
- SLOVIN, M.; JOHNSON, S. y GLASCOCK, J. (1992):** "Firm size and the information content of bank loan announcements". *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, pp. 1057-1071.