

ENDEUDAMIENTO. UN ANALISIS ESTRUCTURAL DEBT. A STRUCTURAL ANALYSIS

Dr. Mauricio Gutiérrez U Dr. Miguel Yañez Alvarado Dr. Benito Umaña Hermosilla
Depto. Economía y Finanzas Depto de Estadística Depto de Gestión Empresarial
Universidad del Bío Bío Universidad Del Bío Bío Universidad del Bío Bío
Mauricio.g@ubiobio.cl myanez@ubiobio.cl benito@ubiobio.cl

Resumen

El presente artículo relaciona la política de endeudamiento y la teoría de agencia, pero considerando la estructura de propiedad de las empresas chilenas. El análisis econométrico se realizó mediante relaciones de causalidad y efecto, por medio de ecuaciones estructurales (structural equations models(SEM)). Los resultados reflejan un predominio de la teoría de jerarquía para explicar el financiamiento. Las empresas con concentración accionarial prefieren financiar sus proyectos con recursos propios, luego endeudamiento para evitar la posible pérdida de control por parte de los accionistas mayoritarios.

Palabras claves: financiamiento, estructura propiedad, teoría jerarquía

Clasificación JEL: G32 - G39

Abstract

This article show the debt policy and agency theory, but considering the ownership structure of Chilean companies. The econometric model was performed using causality and effect analysis , through structural equations models (SEM)) The results reflect a predominance of pecking order model to explain the financing as companies with shareholder concentration. Firms prefer to finance their projects with their own resources, then borrowing to avoid possible loss of control by majority shareholders.

Keywords Debt, shareholder concentration. pecking order model

JEL Classification: G32 - G39

1. INTRODUCCION.

Desde que Modigliani y Miller en 1958 plantearon la neutralidad de la política de financiamiento frente a las decisiones de inversión mucho se ha discutido y analizado al respecto, especialmente si se eliminan algunos de los supuestos restrictivos que sustentan el modelo. Partiendo de la base de que la política de inversiones es la más relevante en el momento de evaluar las decisiones financieras de las empresas, debemos de mencionar que existen características corporativas y de mercado que hacen difícil encontrar paradigmas empresariales y determinar una política óptima de inversiones. Una importante limitación se presenta en el origen anglosajón de las principales teorías financieras, ya que la mayoría de los estudios que aplicamos en nuestra realidad son replicas de modelos desarrollado en organizaciones y mercados con características distintas a las empresas del mercado europeo continental, asiático y latinoamericano. Las diferencias fundamentales se centran en el tipo de regulación, estructura de propiedad, estrategias de financiamiento, sin olvidar, el papel fiscalizador del mercado, lo que origina distintos estilos de gestión y diferentes conflictos de intereses, que afectan a la política de inversiones de la empresa.

El mercado anglosajón se caracteriza por una regulación que se sustenta en la jurisprudencia, mientras que en el resto del mundo prima el derecho romano, situación que introduce un importante sesgo en el momento de evaluar las decisiones financieras, ya que una regulación señala expresamente lo que está prohibido, mientras que la otra indica lo que se debe hacer, es decir, llevado a términos más coloquiales una legislación establece los límites y los participantes deciden cómo actuar y la otra visión utiliza un concepto más paternalista, ya que, le indica a los participantes cómo deben actuar, limitando la autorregulación del mercado.

La estructura de propiedad juega un papel central en el momento de decidir la política de inversiones de las empresas. En algunos mercados la propiedad de las empresas presenta una alta atómica, es decir, se encuentra distribuida entre muchos accionistas, situación diferente se observa en otros mercados, donde existe una fuerte concentración de la propiedad. Este hecho introduce un importante sesgo, originando problemas o conflictos distintos. Por una parte la propiedad atomizada genera conflictos entre accionistas y directivos o accionistas y acreedores, y la propiedad concentrada genera conflicto entre el accionista controlador y el accionista minoritario. Desde la perspectiva de la administración, los estilos de gestión y de control son diferentes ya que en el mundo anglosajón la administración recae en gerentes y directores independientes, en cambio, en otros mercados se observa que la gestión la realizan gerentes o directores que controlan grandes paquetes accionarios. La concentración de la propiedad ha derivado en la formación de grupos económicos o conglomerados, generalmente con una estructura piramidal y particularmente con un fuerte componente familiar, situación evidenciada en Latinoamérica y Asia.

Se deben tener presente estas características al evaluar el impacto de las decisiones de inversión. El interior y el entorno de las organizaciones debe ser analizado, ya que por un lado tenemos modelos de gestión financiera desarrollados en mercados donde existe autorregulación, propiedad atomizada, financiamiento con bonos corporativos y, por otra parte, un mercado con regulaciones puntuales, con concentración de la propiedad y financiamiento bancario, lo que hace que muchos de los modelos que replicamos para resolver los problemas y conflictos que surgen de

las decisiones financieras, sirvan como referencias que deben ser adaptados a una realidad diferente.

El objetivo de este artículo es analizar la *política de financiamiento* considerando las variables exógenas que explican el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento, a la luz de los posibles conflictos de intereses que surgen entre los participantes de las decisiones financieras. Para cumplir este objetivo se realiza un análisis teórico de los parámetros que explican el comportamiento de las inversiones, pero considerando las diferentes visiones para orientar el razonamiento hacia la realidad de mercados que presentan características de desarrollo distintas al mercado anglosajón. Posteriormente se formulan algunas hipótesis que serán aplicadas a través del modelo econométrico de ecuaciones estructurales (SEM), aplicado en una muestra compuesta por 93 sociedades anónimas abiertas chilenas, durante el periodo 2001-2007. Finalmente se realizará una discusión de los resultados, para arribar a conclusiones finales.

2. ANALISIS TEORICO.

2.1 ENDEUDAMIENTO Y CONCENTRACION DE LA PROPIEDAD

La concentración de la propiedad es considerada por los mercados como un mecanismo disciplinario que contribuye a la toma de decisiones eficientes y un mecanismo de defensa frente a posibles compras hostiles. La mayoría de los estudios aborda los efectos sobre las oportunidades de crecimiento desde la perspectiva del conflicto de intereses directivos-accionistas y acreedores-accionistas, pero no consideran el conflicto que surge entre los accionistas controladores y el accionista minoritario. Bebchuk et al (2000) realizan un estudio de los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios, encontrando que éstos generan mayores costes de agencia, afectando negativamente a las oportunidades de crecimiento.

Por otra parte, la concentración de la propiedad no asegura que se aproveche las oportunidades de crecimiento, particularmente por la especialización que se requiere para gestionar los proyectos Burkart & Panunzi (2006), y por las características de las oportunidades de crecimiento en cuanto al riesgo y especificidad de los activos Vilasuso & Minkler (2001)

Para aquellos mercados con una mayor concentración de la propiedad La Porta et al [2000] realizan un estudio, encontrando que en aquellos países en donde los accionistas minoritarios están más protegidos, se utilizan los flujos de caja libre para afrontar las oportunidades de crecimiento y en aquellos países donde la legislación protege menos a los accionistas minoritarios, los flujos de caja se distribuyen para indicarle al mercado que éstos están siendo tratados en forma justa. De Andrés et al (2000) encuentran una relación "nociva" entre las oportunidades de crecimiento y la concentración de la propiedad de las empresas españolas

Chen & Yur-Austin (2007) analizan la presencia de los accionistas principales¹⁶ dentro de la dirección de la empresa, encontrando que si éstos sólo cumplen el papel de

¹⁶ Accionistas principales o *Blockholders* accionistas que poseen mas del 5% del capital de la empresa emisora

accionistas se preocuparán por controlar las extravagancias de los gerentes (sobre-inversión). Por otra parte, la presencia de los accionistas principales que cumplen funciones directivas reduce el problema de la sub-inversión debido a su doble papel, situación bastante común en nuestros mercados. En la misma línea de pensamiento Lehn et al (2004), enfatizan la relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y la presencia de los “insiders” dentro del equipo directivo, pero agregando que el tamaño de la empresa está inversamente relacionado con el aprovechamiento de dichas oportunidades.

2.2 ENDEUDAMIENTO Y RIESGO

La mayoría de los estudios utilizan la relación entre el valor de mercado y el valor contable (BTM) de los activos para medir las oportunidades de crecimiento. El valor de mercado determina las oportunidades de crecimiento, por lo tanto, el riesgo de los proyectos está en relación directa con dichas oportunidades, pudiendo observarse algunos indicios de sub-inversión. Otro elemento a considerar es el riesgo de los activos en funcionamiento, ya que Childs et al (2005) encuentran que si aumenta dicho riesgo aumenta el valor de la empresa. Jacquier et al (2001) parten de la premisa de que los cambios en los precios de las acciones pueden estar asociados con cambios en el riesgo sistemático (Beta), estableciendo que los Betas pueden moverse en la misma dirección que el precio de las acciones, siempre y cuando los betas de las oportunidades de crecimiento sean superiores y mas volátiles que las variaciones de los activos en funcionamiento.

Chung & Charoenwong (1991) encuentran una relación positiva entre el beta y las oportunidades de crecimiento, comparando aquellas empresas que determinan su valor, a través del valor actual de sus oportunidades, versus aquellas empresas que lo determinan fundamentalmente por el valor actual de sus activos en funcionamiento. Mao (2003) establece una relación positiva entre la volatilidad o riesgo de los futuros proyectos de inversión y el valor de mercado de la empresa, considerando que el mayor riesgo del proyecto está relacionado con un mayor riesgo de la estructura de capital.

Las características de los activos que conforman las oportunidades de crecimiento, particularmente en lo relativo al riesgo y a la volatilidad pueden condicionar las inversiones de la empresa Chung & Charoenwong (1991). Se espera que las empresas que dispongan de mayores oportunidades de crecimiento tengan un mayor riesgo en sus activos futuros, pudiendo generar algunos problemas de sub-inversión. Si los activos a financiar son muy específicos o representan activos intangibles, es decir, más arriesgados ante los ojos del mercado, se limitará la política de inversiones de la empresa Vilasuso & Minkler (2001). Sin embargo, en aquellos mercados donde existe una mayor protección para los acreedores, las empresas pueden financiar activos no tangibles o más arriesgados y obtener mejores condiciones de crédito Giannetti (2002)

Considerando las características de las empresas de los mercados asiáticos, Latinoamericanos y gran parte de Europa, es razonable cuestionar la relación directa que existe entre el riesgo y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento, ya que una mayor concentración de la propiedad y la presencia de “dueños gerentes” puede generar una actitud conservadora frente al riesgo o limitar el aprovechamiento

de oportunidades que impliquen cambios de riesgos o especialización de las inversiones.

2.3 ENDEUDAMIENTO DE CRECIMIENTO Y LIQUIDEZ

La liquidez de las empresas puede ser un elemento central en el momento de determinar su política de inversiones y así aprovechar las oportunidades de crecimiento, sin olvidar los posibles problemas de sub-inversión y sobre-inversión. Harford (1999) encuentra un dato añadido a tener en cuenta: una vez que las empresas han acumulado una gran cantidad de fondos, los problemas de sobre-inversión se observan en empresas con altas y bajas oportunidades de crecimiento. Esta evidencia nos indica que las distorsiones en la decisión de inversión dependen de la acumulación de fondos que presenten las empresas, independientemente de las oportunidades de inversión de las mismas. La dirección debe acumular los flujos de caja necesarios para financiar los proyectos de inversión rentables y distribuir a los accionistas los flujos de caja libre, en lugar de invertirlos en proyectos no rentables.

En concreto, existe un efecto positivo en la flexibilidad financiera, ya que los directivos pueden incrementar el valor de la empresa administrando los niveles de tesorería. El mantener altos niveles de flujos de caja permite que la empresa evite los costes de recurrir al mercado de capitales para buscar financiación. Sin embargo, la acumulación de flujos de caja tiene sus costes potenciales, ya que puede ser empleada por los directivos de manera ineficiente, sin olvidar el coste de oportunidad de mantener recursos inmovilizados o retenidos. El control que brindan los mercados de capitales para reducir el conflicto accionista-directivo disminuye a medida que los niveles de caja aumentan. Jensen (1986), argumenta que el problema entre accionista y directivo es más severo ante la presencia de altos niveles de flujo de caja libre. Harford (1999), sostiene que el problema de sobre-inversión debe ser más severo en empresas con abundantes flujos de caja libre.

La asimetría de información genera los principales conflictos de intereses dentro de la organización. La acumulación de fondos en la empresa dependerá de la asimetría de información presente en los mercados de capitales y los posibles conflictos de agencia. Jensen (1986), Stulz (1990) argumentan que la acumulación excesiva de flujos de caja puede inducir a que los directivos, persigan sus propios intereses, e inviertan en proyectos con VAN negativo, por lo tanto, los directivos deben distribuir los flujos de caja libre a los accionistas, en lugar de retenerlo y acumularlo. Jensen y Meckling (1976) discuten otro tipo de riesgo que puede afectar a las empresas cuando acumulan recursos. Analizando el conflicto de agencia entre accionistas y acreedores (bonistas), observan que en empresas con alto componente de deuda y mayor riesgo de insolvencia financiera, gran parte del valor de la empresa estará en manos de los obligacionistas.

Desde una perspectiva de agencia, aquellas empresas donde la asimetría de información entre directivos e inversores sea mayor, la acumulación de fondos tendrá un valor negativo, ya que permitirá a las corporaciones realizar sus proyectos sin la necesidad de recurrir al mercado en búsqueda de financiamiento, lo que daría origen a dos riesgos potenciales para el accionista, el riesgo de que la dirección de la empresa use los recursos en forma ineficiente y el riesgo de que los beneficios de acumular recursos se dirijan a los acreedores (bonistas).

Otro elemento a considerar es la separación entre propiedad y control, especialmente los derechos sobre los recursos de tesorería. Lins (2003) señala que menores derechos sobre los flujos de caja, impactarán negativamente sobre el valor de la empresa, situación que se revierte con la presencia de accionistas controladores no gerentes. Claessnes et al (1999) encuentran que superiores derechos sobre los flujos de caja tienen un impacto positivo sobre el valor de las empresas del este de Asia. Thesmar (2001) llega las mismas conclusiones para las empresas francesas. La Porta et al (2002) señalan que en aquellos países donde los accionistas controladores poseen superiores derechos sobre los flujos de caja, el valor de la empresa es mayor.

Dittmar et al (2003) encuentran que el problema de agencia es un determinante del control y distribución de los flujos de caja para una estructura del tipo grupo económico en más de 45 países. Aquellos grupos económicos que pertenecen a mercados con menor protección al inversionista, los accionistas controladores retienen mayores flujos de caja, debido a las dificultades para acceder al financiamiento internacional.

3. METODOLOGIA.

3.1 MUESTRA

La muestra está compuesta por 93 empresas, perteneciente a los principales conglomerados o grupos económicos de Chile, durante el período 2001-2007 lo que representa el 39,33% de todas las sociedades anónimas abiertas inscritas en la bolsa de valores de Chile. Del total de la población se excluyó a las empresas que no presentaban información financiera para todo el período de estudio y aquellas que fueron absorbidas completamente por otra sociedad.

Esta muestra contempla a las más importantes sociedades anónimas del país, representando el 67,5% de las empresas que pertenecen al índice de precios selectivo de acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA), con una presencia bursátil promedio superior al 78%.

Es necesario mencionar que de la muestra se excluyeron las sociedades anónimas financieras y bancarias, debido a que éstas tienen una forma y estructura diferente de presentar su información financiera. La recopilación de antecedentes arrojó un total de 651 observaciones, es decir, 93 empresas por 7 años.

3.2 ESPECIFICACION DEL MODELO

El modelo general fue estimado utilizando el programa LISREL (Jöreskog & Sörbom, 1978; Kelloway, 1998), el cual consiste de dos partes: el modelo de medida y el modelo estructural que son estimados simultáneamente. Los modelos de medida tanto para las variables observadas exógenas (x) y endógenas (y) se especifican respectivamente como:

$$\begin{pmatrix} RIE - ACT \\ CREC_ACT \\ CREC - VTAS \\ RIE_VTA \\ BETA \\ DESV - OP \\ \%5ACC \\ HERF \\ ROA \\ ROE \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \lambda_{x21} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \lambda_{x32} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \lambda_{x53} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \lambda_{x74} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \lambda_{x95} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} activos \\ ventas \\ riesgo \\ propiedad \\ rendimiento \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \\ \delta_5 \\ \delta_6 \\ \delta_7 \\ \delta_8 \\ \delta_9 \\ \delta_{10} \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{\Theta}_\epsilon = \begin{pmatrix} 0.01 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0.01 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \theta_{\delta33} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \theta_{\delta44} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \theta_{\delta55} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \theta_{\delta66} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0.01 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0.01 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \theta_{\delta99} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \theta_{\delta1010} \end{pmatrix}$$

$$\begin{pmatrix} DCP / ACT \\ DLP / ACT \\ DFIN / ACT \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 \\ \lambda_{y21} \\ \lambda_{y31} \end{pmatrix} Deuda + \begin{pmatrix} \epsilon_1 \\ \epsilon_2 \\ \epsilon_3 \end{pmatrix} \quad \mathbf{\Theta}_\epsilon = \begin{pmatrix} 0.01 & 0 & 0 \\ 0 & \theta_{\epsilon22} & 0 \\ 0 & 0 & \theta_{\epsilon33} \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{y} = \mathbf{\Lambda}_y \boldsymbol{\eta} + \boldsymbol{\epsilon}$$

La especificación del modelo estructural es dado por:

$$Deuda = (\gamma_{11} \ \gamma_{12} \ \gamma_{13} \ \gamma_{14} \ \gamma_{15}) \begin{pmatrix} activos \\ ventas \\ riesgo \\ propiedad \\ rendimiento \end{pmatrix} + \zeta_1 \quad \mathbf{\Phi} = \begin{pmatrix} 0.01 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \phi_{22} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \phi_{33} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0.01 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \phi_{55} \end{pmatrix},$$

$$\boldsymbol{\eta} = \mathbf{\Gamma} \boldsymbol{\xi} + \zeta_1$$

$$\Psi = \psi_{11} = 0.01.$$

Donde $\mathbf{\Lambda}_x$ es la matriz de saturaciones factoriales o coeficientes de regresión de x sobre las variables latentes $\boldsymbol{\xi}$, $\mathbf{\Lambda}_y$ es la matriz de saturaciones factoriales o coeficientes de regresión de y sobre la variable latente $\boldsymbol{\eta}$, y $\mathbf{\Gamma}$ es la matriz de coeficientes que relaciona $\boldsymbol{\eta}$ con $\boldsymbol{\xi}$; los $\boldsymbol{\delta}$, $\boldsymbol{\epsilon}$ y ζ_1 son errores aleatorios mutuamente no correlacionados.

Para asegurar la identificabilidad del modelo se fijaron al valor 1 algunas de las saturaciones factoriales de los modelos de medida, y para evitar casos Heywood (Dillon, et al, 1987), se fijaron algunas de las varianzas al valor 0.01 (Byrne, 1998, 2001; Hair et al., 1999).

Debido a que los datos no presentan distribución normal multivariante, los parámetros de los modelos establecidos fueron estimados a través del método de mínimos cuadrados en dos etapas (TSLS) propuesto independientemente por (Theil, 1953) y (Bassman, 1957), su fundamento teórico también se encuentra en (Mardia, et al, 1979). El método TSLS no requiere supuesto distribucional, además es computacionalmente simple y no requiere utilizar un algoritmo de optimización numérica (Bollen, 1996; Bollen & Biesanz, 2002).

Los estimadores de los parámetros de los modelos de medida son presentados en la Tabla 1 y 2. En general los estimadores son concordantes con las ideas a priori acerca de cómo los indicadores miden las variables no observadas. La dirección y magnitud de los estimadores sugieren que los indicadores capturan los conceptos considerados como determinantes del endeudamiento de las empresas nacionales. Los estimadores de los parámetros del modelo estructural se presentan en Tabla 3.

La Tabla 4 muestra el valor del coeficiente de determinación (R^2), como medida para evaluar el ajuste del modelo estructural. Indicando que el 65% de la variabilidad en la Deuda de la empresas nacionales es explicada por los indicadores exógenos latentes Activos, Ventas, Riesgo, Propiedad y Rendimiento.

Tabla 1. Modelo de medida: saturaciones factoriales para variables exógenas.

Indicador	Latentes exógenas					varianzas (θ_δ)
	Activos (ξ_1)	Ventas (ξ_2)	Riesgo (ξ_3)	Propiedad (ξ_4)	Rendimiento (ξ_5)	
RIE_ACTI	1.00					0.01
CREC_ACT	0.71					0.01
CREC_VTA		0.90				0.06
RIE_VTA		1.00				0.07
BETA			0.54			0.04
DESV_OP			1.00			0.14
P5ACC				0.92		0.01
HERF				1.00		0.01
ROA					0.24	0.02
ROE					1.00	0.45

Tabla 2. Modelo de medida: saturaciones factoriales para variables endógenas.

Indicador	Latente endógena	
	Deuda (η)	varianzas (θ_ϵ)
DCP_ACT	1.00	0.01
DLP_ACT	0.28	0.04
DFIN_ACT	0.44	0.04

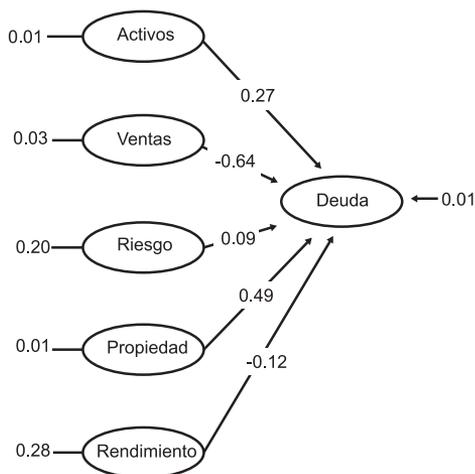
Tabla 3. Modelo estructural: coeficientes estimados entre variables latentes.

Latentes exógenas		Latente endógena		
		Deuda (η)	varianzas (exógenas) (ϕ)	varianza (endógena) (ψ)
Activos	(ξ_1)	0.27	0.01	0.01
Ventas	(ξ_2)	-0.64	0.03	
Riesgo	(ξ_3)	0.09	0.20	
Propiedad	(ξ_4)	0.49	0.01	
Rendimiento	(ξ_5)	-0.12	0.28	

Tabla 4. Coeficiente de determinación (R^2) para el modelo estructural.

	Deuda
R^2	0.65

Fig. 1. Modelo de ecuaciones estructurales resultante.



5. CONCLUSIONES.

Los resultados muestran que la teoría clásica puede ser aplicada a una realidad diferente; pero considerando algunos matices. La política de endeudamiento constituye un elemento que potencia las inversiones, pero observamos que las empresas financian sus oportunidades de crecimiento con recursos propios y buscan el financiamiento externo cuando estas oportunidades disminuye; resultado que se enmarca dentro de la línea de pensamiento planteada por (Myers, 1977), en donde las empresas enfrentan posibles problemas de sub-inversión con recursos propios y problemas de sobre-inversión con recursos externos. Estos resultados reflejan un predominio de la teoría de jerarquía para explicar el financiamiento (POM). (Myers, 1984), (Myers y Majluf,(1984), (Myers, 2000), ya que las empresas con concentración accionarial prefieren financiar sus proyectos con recursos propios, luego endeudamiento para evitar la posible pérdida de control por parte de los accionistas

principales y al temor de los accionistas minoritarios frente a posibles expropiaciones de riqueza (La Porta et al, 1998)

Resultados similares encontraron (De Andrés et al, 2000) y (Azofra et al, 2007) para las empresas españolas y (Maquieira et al, 2007) para las empresas chilenas. Estos resultados se contraponen, generando posibles conflictos de riesgo moral, ya que las empresas buscarán financiamiento externo cuando las oportunidades de crecimiento disminuyen, mientras que el sistema financiero busca aquellas empresas que presenta mayores y mejores oportunidades de inversión.

Tanto los resultados obtenidos, como la metodología econométrica utilizada, abren las puertas a futuras investigaciones, especialmente si consideramos las características de los mercados latinoamericanos, asiáticos y europeo continental.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.

1. Azofra V.; Saona P.; Vallelado E. (2007) Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 86, pp. 11-30
2. Barclay, M.; Marx, L. ; Smith, C. (2003): "The joint determination of leverage and maturity", *Journal of Corporate Finance*, 9, pp. 149-167.
3. Bassman, R.L. (1957). A generalized classical method of linear estimation of coefficients in a structural equation. *Econometrica*, 25, 77-83.
4. Bebchuk L.; Kraakman R. Triantis G. (2000) Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights. Working Paper No. 6951. Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249
5. Bollen, K.A. (1996). An Alternative Two Stage Least Squares (2SLS) Estimator for Latent Variable Equations. *Psychometrika*, 61, 109-121.
6. Bollen, K.A. & Biesanz, J.C. (2002). A Note on a Two-Stage Least Squares Estimator for Higher-Order Factor Analysis. *Sociological Methods and Research*, 30(4), 568-579.
7. Burkart M.; Panunzi F. (2006) Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation* 15, pp. 1–31
8. Byrne, B. (1998). *Structural Equation Modeling with Lisrel, Prelis, and Simplis*. Lawrence Erlbaum Associates, London.
9. Byrne, B. (2001). *Structural Equation Modeling with Amos*. Lawrence Erlbaum Associates, London.
10. Chang Ch.; Lee A.; Lee Ch.(2005) Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach Working paper Graduate Institute of Finance National Chiao-Tung University Hsinchu, Taiwan R.O.C
11. Chang S.; (2002) Ownership structure, expropriation and performance of group affiliated companies in Korea Working paper University of Korea
12. Chen X.; Yur-Austin J.(2007) Re-measuring agency costs: The effectiveness of blockholders *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47 pp. 588–601.
13. Claessens S.; Djankov S.; Fan J.; Lang L.(1999) Expropriation of Minority shareholders in East Asia Working paper Univesity of Amsterdam Diciembre 1999
14. Childs P.; Mauer D.; Ott S. (2005) Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflict *Journal of Financial Economics* 76 (.2005) 667–690
15. Chung K.; Chareonwong Ch. (1991) Investment options, assets in place, and the risk of stock. *Financial Management*, 20, 3 pp. 21-33
16. De Andres P.; Azofra V.; Rodríguez J. (2000). Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual. Un contraste empírico para el caso Español. *Investigaciones económicas* 24, 3 pp. 641-679.
17. Dillon, W.; Kumar A. & Mulani, N. (1987). Offending Estimates in Covariances Structure Analysis – Comments on the Causes and Solutions to Heywood Cases. *Psychological Bulletin*, 101, 126-135.

18. Dittmar A.; Marht-Smith J.; Servaes H. (2003) International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 38, 1 pp. 111-135
19. Filatotchev I.; Isachenkova N.; Mickiewicz T (2007) Corporate Governance, Managers' Independence, Exporting, and Performance of Firms in Transition. *Economies Emerging Markets Finance and Trade*. 43, 5, pp. 62 - 77
20. Giannetti ! M.(2002) Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference; EFA 0042
21. Hair, J.; Anderson, R.; Tatham, R. & Black, W. (1999). *Análisis Multivariante*. Prentice Hall Iberia, Madrid.
22. Harford J. (1999 Corporate Cash Reserves and Acquisitions) *The Journal of Finance*. 54, 6 pp. 1969-1997
23. Jacquier E.; Titman S.; Yalcin A. (2001) Growth Opportunities and Assets in Place: Implications for Equity Betas Boston College Working Paper.
24. Jensen M. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers *The American Economic Review*, 76, . 2, pp. 323-329
25. Jensen M.; Meckling W.(1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure *Journal of Financial Economics*, 3, 4, pp. 305-360.
26. Jöreskog, K.G. & Sörbom, D. (1978). LISREL IV user's guide. National Educational Resources, Chicago.
27. Kelloway, E.K. (1998). *Using LISREL for Structural Equation Modeling*. Sage Publications, New Delhi.
28. La Porta R.; Lopez-de Silanes F.; Shleifer A.; Vishny R.; (2002) Investor protection and Corporate Valuation *The Journal of Finance* 57, 3 pp. 1147-1170,
29. La Porta R.; Lopez-de Silanes F.; Shleifer A.; Vishny R.; (1999) Corporate ownership around the world *Journal of finance* 54, 2 , pp. 471-517
30. Lehn K.; Patro S. ; Zhao M (2004) Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. Working paper, University of Pittsburgh
31. Mao C. (2003) Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2 pp. 399-423
32. Maquieira C.; Olivavarieta S.; Zutta P. (2007) Determinantes de la estructura de financiación. Evidencia empírica para Chile. *El Trimestre Económico*, 74, 1 pp. 161-193
33. Mardia, K.V.(1974). Applications of some measures of multivariate skewness and kurtosis in testing normality and robustness studies. *Sankhya B*, 36, 115-128.
34. Mardia, K.V; Kent J.T. & Bibby, J.M. (1979). *Multivariate Analysis*. Academic Press, London.
35. Myers S. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175
36. Myers S (1984) The Capital Structure Puzzle *The Journal of Finance*, 39, 3, pp. 575-592
37. Myers S.; Majluf N. (1984) Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not have. *Journal of financial economics* 13, pp. 187-221
38. Stulz R. (1990) Managerial discretions and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26 pp.3-27
39. Theil, H. (1953). *Estimation and Simultaneous Correlation in Complete Equation Systems*. The Hague, Central Planbureau.
40. Thesmar D. (2001) The governance of subsidiaries: How pyramidal ownership magnifies the separation of ownership and control. Working paper 2001-14 INSEE- CREST
41. Thode, H.C. (2002). *Testing for Normality*. Marcel Dekker, New York.
42. Titman SH.; Wessels R.; (1988) The Determinants of Capital Structure Choice *The Journal of Finance* 43,1 pp. 1-19
43. Vilasuso J.; Minkler A. (2001) Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm *Journal of Economic Behavior & Organization*. 44, pp. 55-69