

Susana
Menéndez
Requejo

Facultad de C.C.
Económicas
y Empresariales

de la Universidad de Oviedo

LA DECISION DE ENDEUDAMIENTO ANTE LA EXISTENCIA DE INFORMACION ASIMETRICA

Resumen.—Abstract.—1. Introducción.—2. Información asimétrica y conflictos de intereses entre directivos y accionistas.—3. La decisión de endeudamiento como mecanismo que facilita la supervisión de los mercados financieros.—4. La decisión de endeudamiento como mecanismo para reducir los recursos de libre disposición.—5. La decisión de endeudamiento como señal informativa.—6. Conclusiones.—Referencias bibliográficas.

RESUMEN

LA decisión de endeudamiento considerada en el contexto de asimetría informativa y de conflictos de agencia en que los directivos han de adoptar las decisiones, revela la incidencia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa en el mercado. En dicho entorno, la decisión de endeudamiento actúa como señal informativa de la solvencia de la empresa, al tiempo que permite atenuar los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, ya que mantiene la presencia de la empresa en los mercados de capitales facilitando su supervisión y reduce los recursos que los directivos pueden emplear discrecionalmente.

PALABRAS CLAVE: estructura de capital, endeudamiento, información asimétrica, conflictos de agencia, señal informativa.

ABSTRACT

The study of financing decision in the context of asymmetric information and agency problems in which managers make their decisions shows the incidence of the capital structure on the market value of the firm. In this context, the financing decision is an informational signal of the solvency of the firm, and at the same time it permits the reduction of agency costs between shareholders and managers, easing the supervision of manager decisions by financial markets and reducing the amount of resources managers can employ discretionally.

KEY WORKS: capital structure, level of debt, asymmetric information, agency problems, informational signal.

1. INTRODUCCION

El estudio de la decisión de financiación de la empresa ha evolucionando desde la consideración de un ratio de endeudamiento objetivo que equilibra los beneficios y costes de la deuda derivados de impuestos, costes de fracaso financiero, a un análisis desde un punto de vista más amplio que también tiene en cuenta la incidencia sobre la estructura capital de las condiciones de asimetría de información y de problemas de agencia.

En este contexto, la decisión de endeudamiento es una decisión relevante, ya que puede ser empleada como señal informativa que reduzca la asimetría de información entre accionistas y directivos, al tiempo que el aumento de la relación entre fondos ajenos y fondos propios permite atenuar los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, en la medida que mantiene la presencia de la empresa en los mercados de capitales facilitando su supervisión y reduce los recursos que los directivos pueden emplear discrecionalmente, cuestiones estas cuyo estudio es el objeto de este artículo.

2. INFORMACION ASIMETRICA Y CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE DIRECTIVOS Y ACCIONISTAS

La separación entre propiedad y control en las sociedades anónimas genera la divergencia de intereses entre los propietarios del capital y los agentes decisores, así como la menor información que sobre la empresa tie-

los accionistas frente a los directivos, son fuente de conflictos entre ambos grupos.

La separación entre propiedad y control en las sociedades anónimas y la dispersión de la propiedad entre un número elevado de socios facilita la discrecionalidad de los directivos para perseguir objetivos diferentes a la maximización del valor de la empresa, objetivos que pueden resumirse en su seguridad y el crecimiento de la empresa (Marris, 1963). La separación entre propiedad y control y la dispersión de la propiedad, si bien, por una parte, permiten la especialización de funciones y el reparto en la asunción de riesgos; por otra, desincentivan al accionista para ejercer un control directo sobre las decisiones directivas, ya que no podrá apropiarse más que de una parte proporcional de los beneficios que produzca su esfuerzo de control, soportando todo el coste del mismo. A ello debe añadirse el hecho de que los directivos, por las propias características de su trabajo, tienen más información que los accionistas sobre la situación de la empresa y sus oportunidades, así como sobre las decisiones que serán adoptadas, que quedarán tanto más a su discrecionalidad cuanto mayor sea la asimetría de información y menor el control a que se sometan sus actuaciones.

Los conflictos entre accionistas y directivos surgen de la divergencia de sus objetivos y de la capacidad de los directivos para adoptar decisiones en beneficio propio sin que sus acciones puedan ser observadas o la información por ellos transmitida pueda ser verificada por los propietarios del capital. En tal caso los directivos, buscando satisfacer sus intereses y amparados en la situación de asimetría informativa, están predispuestos a adoptar decisiones contrarias a los objetivos de los accionistas, destacando las siguientes:

1. En principio los directivos están más interesados que los accionistas en el crecimiento y permanencia de la empresa, en cuyo caso pueden llevar a cabo algunas inversiones que, aunque no contribuyan a aumentar el valor de la empresa, permitan su crecimiento, favoreciendo con ello sus objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración.

2. Por lo que respecta al empleo de los recursos de libre disposición, es decir, aquellos que quedan disponibles tras realizar todas las inversiones con valor esperado positivo, el interés de los directivos es emplear dichos fondos en beneficio propio, bien sea destinándolos a una política de crecimiento excesivo, bien sea consumiéndolos directamente a través de aumentos de sueldo o disfrutando de bienes o servicios innecesarios.

3. Por su parte, la actitud más aversa al riesgo que tienen los directivos frente a los propietarios del capital, debido a que el riesgo que asumen con su dedicación a la empresa no puede diversificarse de igual for-

ma que la cartera de valores de los accionistas (1), incentiva la realización de las inversiones de menor riesgo a fin de facilitar la diversificación del riesgo total de la empresa, aunque ello suponga el rechazo de proyectos de inversión con mayor valor actual neto (infrainversión) y un coste superior al de la diversificación que pueden realizar individualmente los accionistas. La preferencia de los directivos por los proyectos de inversión que reduzcan la variabilidad de los flujos de caja esperados, si bien no interesa a los accionistas en la medida en que se trate de riesgo de tipo no sistemático o diversificable, favorece la estabilidad de los resultados de la empresa y con ello el prestigio y remuneración de los directivos (2). Si además los directivos son propietarios de la empresa concentran gran parte de su patrimonio en la misma, difícilmente conseguirán diversificar su cartera de valores mediante la adquisición de otros activos financieros, en cuyo caso la diversificación de las inversiones de la empresa permite reducir el riesgo que asumen personalmente.

La aversión al riesgo de los directivos y su objetivo de crecimiento además de influir en las decisiones de inversión, inciden en las de financiación, condicionando sus preferencias por las diferentes alternativas. En este sentido la teoría de la jerarquía de preferencias (3) (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984) sostiene que los directivos financian las inversiones preferentemente con recursos generados internamente, acudiendo a financiación externa sólo en caso de que existan inversiones rentables los fondos internos no sean suficientes para llevarlas a cabo, en cuyo caso se utiliza en primer lugar financiación ajena, mientras que la emisión de fondos propios se considera como última posibilidad, debido a la señal informativa negativa que la misma transmite a los accionistas y consiguiente disminución en el valor de las acciones en el mercado que provoca. La utilización de financiación interna en lugar de externa fa-

(1) Aun suponiendo que los directivos puedan trabajar en más de una empresa, conseguir diversificar las actividades de la misma, ello no es suficiente para eliminar el riesgo específico del que depende su retribución.

(2) El interés de los directivos por la diversificación y el crecimiento de la empresa puede ilustrarse con el hecho de que los procesos de formación de conglomerados se emprendan con mayor frecuencia por empresas en las que los accionistas no ejercen un control directo sobre las decisiones directivas (como es el caso en las empresas con estructuras de propiedad dispersa), reflejándose la oposición de los accionistas en la caída de cotización de las acciones de la empresa adquirente, como así muestran en su trabajo Amihud y Lev (1981).

(3) En inglés «Pecking Order».

rece los intereses de los directivos, porque de esta manera eluden el examen directo a que los mercados financieros someten a la empresa cuando se solicita financiación ajena, evitan incrementos en el riesgo de quiebra derivados del endeudamiento, así como el coste que suponen las nuevas emisiones de fondos propios.

La teoría de la jerarquía de preferencias es consistente con el elevado porcentaje que en la financiación empresarial representa generalmente la autofinanciación, y con los estudios empíricos que analizan los factores determinantes de la estructura de capital y obtienen que la rentabilidad económica de la empresa influye en sentido inverso en su nivel de endeudamiento (4). Este resultado, en principio sorprendente, soporta la hipótesis de que los directivos utilizan preferentemente como fuente de financiación los fondos internos, ya que una mayor rentabilidad económica de la empresa refleja una mayor capacidad de generar recursos internamente y, por tanto, si los directivos prefieren utilizar éstos en lugar de acudir a financiación ajena, son las empresas más rentables las que pueden mantener menores niveles de endeudamiento.

La teoría de la jerarquía no resuelve, sin embargo, cuestiones como por qué las empresas reparten fondos generados internamente en forma de dividendos, o por qué aumenta la cotización de las acciones cuando se incrementa el endeudamiento de la empresa. Para ello es preciso tener en cuenta la utilidad informativa de las decisiones de dividendos y financiación, así como la capacidad de los accionistas para controlar las actuaciones directivas, en cuyo caso se ve limitada la utilización de financiación interna.

El propio contexto de asimetría de información motiva que los inversores en general y los accionistas de la empresa en particular, traten de controlar las decisiones directivas y así eviten que se alejen del objetivo de crear valor. Los conflictos entre accionistas y directivos, derivados de la divergencia entre sus intereses y de la discrecionalidad con que los últimos puedan adoptar las decisiones, son función inversa del control a que se vea sometida la labor directiva. Así, la discrecionalidad de los directivos tiene sus límites en la actuación de diferentes mecanismos de control, de cuya efectividad depende en qué medida puedan alinearse sus

(4) Long y Malitz (1985), Friend y Lang (1988), Titman y Wessels (1988), Baskin (1989), Chang y Rhee (1990), Allen (1993), obtienen una influencia negativa y estadísticamente significativa de la rentabilidad económica de la empresa en su nivel de endeudamiento, al estimar los modelos de regresión múltiple que plantean para el análisis de los determinantes de la estructura de capital.

intereses con los objetivos de los accionistas, mecanismos entre los que cabe mencionar la supervisión del Consejo de Administración, del mercado de capitales, del mercado de trabajo, del mercado de productos y las posibles tomas de control societario, además de los incentivos que se establezcan en el contrato de los directivos.

Así, por tanto, si bien los directivos tienen intereses propios, los controles sobre su actuación y los contratos de incentivos facilitan el alineamiento de sus objetivos con los de los accionistas. Los controles sobre las decisiones directivas constituyen un límite a su discrecionalidad y por tanto a la posibilidad de que impongan sus preferencias, orientadas en principio a la realización de inversiones que favorezcan el crecimiento, la diversificación y que sean financiadas primordialmente con fondos generados internamente. La posibilidad de actuación de los mecanismos de control, incentiva a su vez a los directivos a mostrar el alineamiento de sus decisiones con los objetivos de los accionistas, finalidad a la que pueden contribuir las decisiones financieras por ellos adoptadas, en la medida que faciliten la supervisión por parte de los mercados financieros y reduzcan los fondos de libre disposición, en el sentido que comentamos seguidamente.

3. LA DECISION DE ENDEUDAMIENTO COMO MECANISMO QUE FACILITA LA SUPERVISION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La mayor aversión al riesgo que tienen los directivos frente a los accionistas determina su interés por reducir el riesgo total de la empresa. Sin embargo, los propietarios del capital sólo están interesados en el riesgo no sistemático de su inversión, ya que formando una cartera de valores bien diversificada consiguen eliminar o cuando menos reducir el riesgo específico o diversificable. El conflicto de intereses entre ambos grupos a consecuencia de la actitud diferente que mantienen ante el riesgo, lleva a los accionistas a establecer controles sobre las actuaciones directivas a través de sistemas de incentivos, supervisión directa, restricciones presupuestarias, auditorías internas o registros (Azofra, 1987: 163). No obstante, estos sistemas de supervisión, además de tener coste no aseguran un control completo, dada la complejidad del trabajo directivo y la asimetría de información existente, en cuyo caso resultan útiles las decisiones directivas orientadas a atenuar los problemas de la agencia.

Tanto el problema de la aversión al riesgo de los directivos, como el coste derivado del control de sus actuaciones, pueden ser menores si la empresa acude habitualmente a los mercados financieros y así somete a su supervisión las decisiones directivas. En este sentido, el reparto de dividendos y el aumento de la deuda son decisiones directivas que contribuyen a mantener la presencia de la empresa en los mercados financieros, facilitando la supervisión de sus actuaciones, de forma que sean menos necesarios otros controles directos más costosos (Easterbrook, 1984).

La decisión de aumentar la deuda se entiende que disciplina la conducta de los directivos debido a que somete a la empresa a la evaluación continuada de los mercados financieros. Así, ya desde el momento en que se solicita la financiación ajena, la empresa es analizada por los posibles prestamistas, quienes evalúan los proyectos de inversión propuestos y «certifican» con su decisión si la petición de fondos esta respaldada por el potencial de beneficios. Las instituciones financieras, tras analizar la solvencia financiera de la empresa, decidirán conceder financiación solamente a aquellas que tengan una probabilidad elevada de atender puntualmente los pagos a que obliga el endeudamiento, de manera que el hecho de que la empresa obtenga financiación ajena es información positiva para sus accionistas acerca de la evaluación realizada por los acreedores sobre la situación y perspectivas empresariales, así como una garantía de la supervisión posterior a que será sometida.

La supervisión de la situación de solvencia de la empresa por parte de los mercados financieros no finaliza en el momento en que se concede la nueva financiación, sino que continúa hasta que es amortizada, ya que la obligación de atender el pago periódico de intereses supone un control continuado del empleo que los directivos hacen de los fondos generados, limitándose de esta forma su discrecionalidad para adoptar decisiones contrarias al interés de los accionistas. Al mismo tiempo, la capacidad que tienen los acreedores para supervisar las actuaciones directivas y solicitar la quiebra cuando la empresa no cumple los compromisos financieros adquiridos mantiene informados a los inversores sobre la situación de solvencia de la empresa, e incentiva a los directivos a emplear de forma eficiente los recursos financieros obtenidos, dado su interés por evitar la quiebra y así evitar la pérdida de su puesto de trabajo y la erosión de su prestigio profesional.

En este sentido se observa que las empresas más endeudadas y por ello supuestamente más sujetas a la supervisión de los intermediarios financieros, son objeto de menor atención por parte de los analistas financieros, de acuerdo con la hipótesis de que es menos necesario en estos

casos una supervisión adicional que comunique información a los inversores. A esta conclusión llegan Moyer, Chatfield y Sisneros (1989) tras examinar los determinantes de la actividad de supervisión de los analistas, aproximando la misma a partir del número de previsiones de beneficios que realizan sobre cada empresa. El análisis de regresión que plantean obtiene que el nivel de endeudamiento de la empresa influye en sentido inverso y de forma significativa en la actividad de los analistas, lo cual es consistente con la menor necesidad de control que propicia la utilidad de la deuda como mecanismo de supervisión. El resto de variables que resultaron determinantes de la actuación de los analistas fueron la proporción de acciones propiedad de los agentes internos (signo negativo), el crecimiento de los activos (signo positivo), el número de accionistas (signo positivo), el valor de mercado de las acciones (signo positivo), el porcentaje de acciones en poder de inversores institucionales (signo positivo) y el que la empresa pertenezca al sector financiero (signo positivo), reflejando con ello en qué circunstancias es mayor la demanda de información y por tanto es más valorada la publicación de la misma por parte de los analistas.

La utilidad de la deuda para facilitar la supervisión de los mercados financieros y así el control de las decisiones directivas hay que tener en cuenta que es mayor cuando son más acusados los problemas de agencia entre accionistas y directivos, dado que serán mayores los beneficios de la supervisión para los propietarios del capital. Por ello cabe esperar que los directivos de las empresas en las que los conflictos de agencia con el accionariado sean más probables decidan mantener mayores niveles de endeudamiento, que faciliten la supervisión de sus decisiones y reduzcan dichos conflictos.

La relevancia de los problemas de agencia entre accionistas y directivos puede aproximarse a través de variables que reflejen la participación de los directivos en la propiedad del capital y la concentración del accionariado. En cuanto a la participación de los directivos en la propiedad se entiende que reduce la posibilidad de conflictos de agencia porque vincula los intereses personales de los directivos con los del resto de accionistas. Por su parte, la concentración del capital, facilita la supervisión y el control directo de las actuaciones directivas por parte de los accionistas, reduciendo las posibilidades de actuación discrecional y su traducción en conductas oportunistas, que son fuente de conflictos de intereses. Así pues, los problemas de agencia entre accionistas y directivos son menores cuanto mayor es la participación de los directivos en el capital social y más concentrada está la estructura de propiedad, en cuyo caso es menor la utilidad de la deuda como mecanismo de supervisión.

como así lo indican los resultados empíricos que muestran la existencia de una relación inversa entre el nivel de endeudamiento y la participación de los directivos en la propiedad (Friend y Lang, 1988; Agrawal y Nagarajan, 1990) y entre el endeudamiento y la concentración del capital (Rodríguez, 1993).

El análisis de regresión múltiple que realizan Friend y Lang (1988) para estudiar los determinantes de la estructura de capital sobre una muestra de casi 1.000 empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York entre 1979 y 1983, incluye como variable explicativa la participación de los directivos en la propiedad, la cual resulta estadísticamente significativa y con signo negativo, indicando que el nivel de endeudamiento es función inversa de la participación de los directivos en el capital de la empresa. Por su parte Agrawal y Nagarajan (1990) comparan para el mismo período de tiempo el porcentaje medio de acciones en poder de los directivos en las empresas que tienen en su pasivo menos de un 5% de deuda a largo plazo, con el que tienen los directivos por término medio en las empresas con niveles de endeudamiento mayores que el citado 5% de deuda a largo plazo, llegando igualmente a la conclusión de que en las empresas más endeudadas la participación en la propiedad de los directivos es menor.

En cuanto a la influencia de la concentración de la estructura de propiedad sobre la relación de endeudamiento, cabe destacar el trabajo de Rodríguez (1993) sobre una muestra de grandes empresas industriales españolas, en el cual considera la influencia sobre la estructura de capital de variables representativas de los conflictos de agencia, resultando estadísticamente significativa y con signo negativo la influencia de la concentración del capital sobre el nivel de endeudamiento de la empresa.

Así pues, la estructura de capital adoptada por la empresa se muestra como mecanismo útil para atenuar los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, derivados de la discrecionalidad de estos últimos para tomar decisiones y de la dificultad de los accionistas para controlarlas en un entorno de información asimétrica.

4. LA DECISION DE ENDEUDAMIENTO COMO MECANISMO PARA REDUCIR LOS RECURSOS DE LIBRE DISPOSICION

La decisión de aumentar el nivel de endeudamiento, además de mantener la presencia de la empresa en los mercados financieros y así facilitar la supervisión de las decisiones directivas por los acreedores y accio-