

Eduardo José
Menéndez Alonso

*Profesor de Economía
Financiera.
Universidad de Oviedo*

LA INFLUENCIA DE LAS RELACIONES LABORALES SOBRE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS: UN ANÁLISIS TEÓRICO

*Resumen.—Palabras clave.—Abstract.—1. Introducción.—
2. La relación contractual entre los accionistas y los trabajadores.—
3. La estructura de capital como instrumento para mejorar
la posición negociadora de los accionistas.—4. La estructura de capital
y la gestión de los acuerdos implícitos con los trabajadores.—
5. Conclusiones.—Referencias bibliográficas.*

RESUMEN

EN este artículo se analiza la influencia de las relaciones laborales y las características del mercado de trabajo sobre la decisión de financiación de las empresas. De este nuevo enfoque se derivan varias implicaciones sobre el diseño de la estructura de capital. Primero, el interés de las empresas en favorecer las inversiones de los trabajadores en capital humano específico podría conducir a un menor empleo de la financiación con deuda. Segundo, la deuda permite a los accionistas mejorar su poder de negociación frente a los trabajadores. Por último, en el contexto del control de la discrecionalidad directiva, la deuda impide la adopción de medidas de política laboral, en cuanto a la promoción o es-

Recibido 01-12-00

Aceptado 05-07-01

Copyright © 2001 Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

ISSN 0210-2412

tabilidad en el empleo de los trabajadores, que resulten incompatibles con el objetivo de creación de valor para el accionista.

PALABRAS CLAVE

Estructura de capital; Poder de negociación; Capital humano; Discrecionalidad directiva.

ABSTRACT

The aim of the paper is to study the influence of labour relations and labour market characteristics on financial decisions of firms. From this new approach, we can derive several implications on capital structure design. First, firms may present low debt ratios in order to improve the disposition of workers to make specific investments in human capital. Second, debt financing allows shareholders to improve their bargaining position against workers. Finally, debt represents a disciplinary device that limits the risk of managers adopting a labour policy about promotion and stability for workers that don't create value from a shareholder viewpoint.

1. INTRODUCCIÓN

La estructura de capital de las empresas ha sido objeto de estudio desde distintos enfoques teóricos desde la publicación del trabajo precursor de Modigliani y Miller en 1958, en el que se formula la proposición de irrelevancia de la estructura de capital en un contexto de mercados de capitales perfectos. Desde entonces, la estructura de capital se ha analizado desde diferentes enfoques teóricos, que se alejan progresivamente de los supuestos restrictivos iniciales y se identifican en mayor medida con el contexto real en el que las empresas toman sus decisiones. La teoría fiscal ha estudiado las ventajas fiscales de la deuda como medio de financiación, dado el carácter deducible de los gastos financieros. La teoría financiera de la agencia parte de la concepción de la empresa como un nexo de relaciones contractuales, y hace hincapié en los conflictos de intereses generados entre los accionistas, los directivos y los acreedores,

como potenciales condicionantes de la decisión de financiación. La teoría informativa o de señales ha centrado su análisis en el posible uso de la estructura de capital como mecanismo de transmisión de información sobre el valor de los activos y las oportunidades rentables de inversión de las empresas. El enfoque del mercado de control corporativo resalta el potencial empleo de la estructura de capital como inhibidor de las operaciones de control, al afectar a la probabilidad de éxito, y a la distribución del valor generado por estas operaciones. El enfoque teórico basado en la influencia del mercado de productos analiza cómo las características de los productos y servicios ofrecidos afectan al nivel de endeudamiento adoptado por las empresas, la posible utilización de la estructura de capital como barrera de entrada al mercado de productos, la influencia de la financiación con deuda sobre el comportamiento de la empresa y sus competidores en el mercado de productos, especialmente en cuanto a la estrategia adoptada y a la política de precios (1).

Pero a pesar de los años transcurridos y de los estudios realizados, todavía no se ha alcanzado un consenso definitivo acerca de los factores que condicionan la decisión de financiación de las empresas, y por tanto, su estructura de capital. Aún surgen nuevos enfoques teóricos, que tratan de investigar la posible incidencia de nuevos factores, tradicionalmente olvidados por la literatura financiera. Entre las nuevas tendencias en la investigación destaca aquella que tiene por objeto analizar la posible interrelación existente entre la estructura de capital y las características del mercado de trabajo. Este artículo pretende describir las principales aportaciones que se deducen de este nuevo enfoque en el estudio de la estructura de capital.

La literatura financiera clásica no ha asignado a los trabajadores, como agentes económicos con intereses en la actividad empresarial, un papel relevante como factor explicativo del nivel de endeudamiento de las empresas. La relación entre los accionistas y los trabajadores genera conflictos de intereses sobre la distribución de las rentas empresariales, derivados de la naturaleza incompleta de los contratos y acuerdos laborales, dada la imposibilidad de anticipar contractualmente todas las posibles contingencias que pueden producirse a lo largo de la relación laboral. La naturaleza incompleta de los contratos laborales crea en las empresas un problema de retención, que se materializa en la tendencia de los trabajadores a adoptar comportamientos oportunistas que conducen a la apropiación de una par-

(1) Para una revisión exhaustiva de las teorías explicativas sobre la estructura de capital, así como de las principales conclusiones derivadas de la evidencia empírica, vid. Harris y Raviv [1991], Myers [1999] o Barclay y Smith [1999].

te de las rentas generadas por las inversiones en capital físico específico y en activos intangibles desarrolladas por las empresas. La vulnerabilidad de la empresa a este riesgo de apropiación de rentas depende del poder de negociación de los trabajadores, el cuál está condicionado por el grado de sindicación y por la propia regulación laboral.

En este contexto, la estructura de capital desempeña un papel relevante en la medida en que los accionistas utilicen la deuda como mecanismo para mejorar su poder de negociación frente a los trabajadores. La deuda representa un instrumento efectivo en la protección de los accionistas del riesgo de oportunismo contractual por parte de los trabajadores, al limitar de forma creíble la cuantía de las rentas susceptibles de apropiación y ejercer una función moderadora de las demandas laborales. La deuda mejora la posición negociadora de los accionistas, debido a los costes en que incurrirían los trabajadores en caso de aparición de una crisis financiera, principalmente una posible pérdida de sus empleos y una reducción significativa en el valor de sus inversiones en capital humano específico a la empresa.

Por otro lado, los accionistas delegan en los directivos la gestión de los acuerdos, explícitos e implícitos, con los trabajadores. La discrecionalidad de los directivos en la gestión de estos acuerdos podría conducir a la adopción de decisiones en materia de política laboral, relativas a la promoción, estabilidad en el empleo y retribución de los trabajadores, incompatibles con el objetivo de creación de valor para los accionistas. En este contexto, la deuda ejerce una función disciplinaria que limita la discrecionalidad de los directivos en la gestión de los acuerdos de la empresa con los trabajadores.

2. LA RELACIÓN CONTRACTUAL ENTRE LOS ACCIONISTAS Y LOS TRABAJADORES

El análisis de la relación contractual entre los accionistas y los trabajadores podría contribuir a un mayor conocimiento de los factores que condicionan la decisión de financiación empresarial. Esta relación de agencia no ha sido, sin embargo, desarrollada por la literatura financiera especializada, a diferencia de los ya clásicos conflictos de intereses que subyacen en las relaciones entre los accionistas y los directivos, o entre aquéllos y los acreedores. Este apartado pretende analizar determinados aspectos de las relaciones laborales que pudieran incidir sobre la estructura de capital de las empresas.

Los acuerdos laborales establecidos entre las empresas y sus trabajadores a través de sus representantes sindicales son de naturaleza incompleta, debido a la imposibilidad de determinar *ex ante* lo que cada una de las partes vinculadas por el contrato debería realizar ante una contingencia no prevista en el momento de formalización del mismo. Este problema de contratación imperfecta introduce la posibilidad de comportamientos oportunistas entre las partes intervinientes, orientadas a incrementar su participación en las rentas generadas por la empresa, aunque tales decisiones deterioren su valor de mercado. La racionalidad limitada, esto es, la reducida capacidad humana para formular y resolver problemas complejos en relación con el conjunto de problemas planteados en el mundo real cuya resolución requiere el comportamiento racional, junto con los costes de transacción vinculados con la creación, negociación y exigibilidad en su cumplimiento hacen inviable la contratación perfecta en el ámbito de las relaciones laborales [Williamson *et al.*, 1975; Klein *et al.*, 1978; Williamson, 1979].

La naturaleza incompleta de los acuerdos laborales origina un problema de retención cuando la empresa realiza inversiones en capital físico específico. La empresa es vulnerable a comportamientos oportunistas por parte de los trabajadores, tendentes a expropiar a los accionistas una parte de las rentas generadas en estas inversiones, al estar en condiciones de renegociar la relación contractual con la empresa, y obtener una retribución mayor a la inicialmente pactada [Crawford, 1988]. Este problema de oportunismo post-contractual de los trabajadores no afecta sólo a las inversiones en capital físico específico. Las inversiones en activos intangibles generan una corriente de rentas susceptible de apropiación por los trabajadores. Incluso, aunque fuera posible diseñar acuerdos laborales que garantizaran un comportamiento eficiente a corto plazo, aún subsistiría este riesgo. Debido al prolongado período de generación de rentas, característico de este tipo de inversiones, una parte de los rendimientos podría ser expropiado por futuros trabajadores de la empresa, sin vinculación actual con ésta (2) [Addison y Hirsch, 1989].

El grado de vulnerabilidad de estas inversiones al comportamiento oportunista de los trabajadores depende de la interacción de múltiples factores, entre los que cabe destacar, el poder de negociación del sindicato, o la discrepancia temporal existente entre el período estimado de ge-

(2) En la literatura especializada se han desarrollado diversos modelos de relaciones laborales en los que aparece reflejado el riesgo de apropiación por los trabajadores de las cuasi-rentas generadas por las inversiones empresariales. Entre estos modelos, destacan los trabajos de Baldwin [1983], Grout [1984], Van der Ploeg [1987] y Crawford [1988].

neración de rentas de estas inversiones y el horizonte medio esperado de vida profesional de los trabajadores afiliados. La actuación del sindicato está condicionada por la dimensión temporal de referencia utilizada para evaluar su función de utilidad. La renovación periódica de su dirección acentúa su orientación hacia el corto plazo, sobre todo en aquellas empresas donde haya un porcentaje significativo de trabajadores con antigüedad considerable y un reducido período estimado de permanencia en la empresa. Esta circunstancia induce al sindicato a atribuir una mayor ponderación a las rentas obtenidas a corto plazo, descontando las rentas más alejadas en el tiempo a tasas más elevadas, lo que acentúa el riesgo de adoptar comportamientos oportunistas [Hirsch, 1992]. El riesgo de apropiación de rentas por parte de los trabajadores también está condicionado por el marco regulador de las relaciones laborales. En este sentido, determinados aspectos de la regulación laboral, entre otros, un elevado coste asociado a la rescisión de los contratos fijos, incrementa el carácter específico al empleo actual de las inversiones realizadas por las empresas, lo que intensifica su exposición al riesgo de apropiación de rentas por parte de los trabajadores (3) [Arruñada, 1993, 1996].

La naturaleza incompleta de los acuerdos laborales y el riesgo potencial de oportunismo podría alterar significativamente el comportamiento empresarial. La respuesta adoptada por la empresa refleja su interés en reducir el impacto de estos comportamientos oportunistas sobre la riqueza de los accionistas. La reacción de las empresas afectadas podría conducir a un menor crecimiento del empleo y a una menor tasa de inversión en capital físico específico y en activos intangibles, respecto a otras empresas donde este riesgo no sea sustancial (4).

Por otra parte, es necesario mencionar que los trabajadores también son vulnerables a una posible expropiación de las rentas generadas por sus inversiones específicas a las empresas, en el caso de ausencia de protección sindical efectiva (5). Las empresas podrían comportarse de forma

(3) La representación sindical obligatoria o la negociación centralizada de los convenios colectivos constituyen ejemplos adicionales de cómo la regulación laboral incrementa el grado de especificidad de las inversiones en capital de las empresas, acentuando el riesgo de expropiación por los trabajadores.

(4) La evidencia empírica confirma este comportamiento por parte de las empresas [Connolly *et al.*, 1986; Hirsch y Connolly, 1987; Becker y Olson, 1992; Hirsch, 1992; Bronars y Deere, 1993; Bronars *et al.*, 1994; Odgers y Betts, 1997; Cavanaugh, 1998].

(5) Los sindicatos pueden desarrollar, por tanto, una doble función. Por un lado, podrían concebirse como instituciones que permiten a los trabajadores apropiarse de una proporción de las cuasi-rentas generadas por las inversiones realizadas por la empresa en activos intangibles o capital físico específico. Por otro lado, los sindicatos pueden desem-

oportunista con sus trabajadores respecto a sus compromisos en materia de pensiones. La evidencia empírica ha puesto de manifiesto la tendencia de las empresas a cancelar planes de pensiones de prestaciones definidas y sustituirlos por planes de pensiones de contribuciones definidas, acentuándose este riesgo en las empresas que presentan altos niveles de deuda [Ippolito, 1985; Cornwell *et al.*, 1991; Ippolito y James, 1992; Petersen, 1992]. Este argumento explica la reticencia de los trabajadores a aceptar retribuciones diferidas en el tiempo en las empresas altamente endeudadas. Curme y Kahn [1990] desarrollan y contrastan un modelo en el que se analiza el impacto de la probabilidad de quiebra de la empresa sobre su propensión a ofrecer a los trabajadores sistemas de retribución diferida. En el estudio realizado se observa una relación negativa entre la probabilidad de quiebra y el grado de utilización de este tipo de esquemas de compensación, debido a una menor confianza de los trabajadores en el cumplimiento de los compromisos implícitos asumidos por la empresa (6).

3 LA ESTRUCTURA DE CAPITAL COMO INSTRUMENTO PARA MEJORAR LA POSICIÓN NEGOCIADORA DE LOS ACCIONISTAS

La estructura de capital de las empresas podría desarrollar una función crítica como mecanismo de protección de las rentas empresariales de actuaciones oportunistas por parte de los trabajadores. La política de endeudamiento proporciona una medida efectiva en la resolución de este problema, al comprometer de forma ineludible una parte de las rentas generadas por la empresa al cumplimiento de las obligaciones derivadas de la emisión de deuda, limitando, por tanto, la cuantía de las rentas sus-

peñar la función de garantes de los contratos o acuerdos implícitos de la empresa con sus trabajadores, que retribuyen a éstos por las inversiones que realizan en capital humano específico a la empresa.

(6) Sin embargo, se ha argumentado que es más probable que los trabajadores a través de la actuación de los sindicatos tengan más incentivos a capturar una parte de las cuasi-rentas generadas por las inversiones de las empresas que éstas en apropiarse de los rendimientos asociados a las inversiones en capital humano específico realizadas por los trabajadores. A diferencia de los trabajadores, los accionistas poseen derechos de propiedad que son negociables en un mercado organizado, cuyo valor se deterioraría si la empresa se comportase de forma oportunista en sus relaciones laborales. La reputación adquirida por la empresa en el mercado de trabajo ejerce un papel crítico, al constituir una garantía de no implicación por parte de la empresa en actividades expropiatorias de las inversiones específicas realizadas por sus empleados [Carmichael, 1984].

ceptibles de apropiación [Baldwin, 1983]. Los compromisos vinculados con la emisión de deuda reducen de forma creíble las rentas susceptibles de apropiación por los trabajadores. Esta función desarrollada por la deuda incrementa el valor de la empresa, al proteger la posición económica del accionista de actuaciones expropiatorias de rentas por parte de los trabajadores (7). Consistente con este análisis, la evidencia empírica muestra que aquellas empresas vinculadas a industrias altamente sindicadas recurren a una utilización más intensiva de la deuda [Bronars y Deere, 1993].

Es preciso mencionar que la deuda constituye un mecanismo efectivo de control en la medida en que las demandas salariales de los trabajadores puedan verse atenuadas al percibir éstos el coste real asociado con el incumplimiento por parte de la empresa de alguno de sus compromisos financieros. Entre estos costes, cabe destacar una probable pérdida de sus empleos, así como una reducción significativa en el valor de sus inversiones en capital humano específico, si la crisis financiera generada conduce a una posterior reorganización empresarial [Titman, 1984; Shapiro, 1991, p. 469]. En su estudio, Titman y Wessels [1988] observan una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y la tasa de abandono voluntario del empleo por sector. La existencia de una tasa de abandono baja es indicativa de la realización por el trabajador de inversiones en capital humano específico, cuyo valor se reduciría sustancialmente en caso de abandono de la empresa, siendo la cuantía de su pérdida proporcional al grado de especificidad de este tipo de inversiones. Esta evidencia es consistente con la adopción de un menor nivel de endeudamiento en aquellas empresas en las que la realización de inversiones en capital humano específico por los trabajadores resulta crítica para el desarrollo de sus actividades. En el trabajo de Jog *et al.* [1993] se analizan las pérdidas soportadas por los empleados durante los procesos de reestructuración del sector siderúrgico norteamericano. Entre estas pérdidas, se incluyen reducciones en el nivel de empleo, concesiones en salarios y beneficios, así como la renuncia total o parcial a determinados derechos adquiridos por los trabajadores. Debido a las significativas pérdidas en que incurri-

(7) Bronars y Deere [1991] plantean un modelo de negociación salarial en el que aparece formalizada la función de protección de la riqueza de los accionistas desarrollada por la deuda. La empresa selecciona su nivel de endeudamiento hasta que la ganancia marginal derivada de una reducción en las demandas salariales de los trabajadores se vea compensada por el aumento en los costes estimados de quiebra. Perotti y Spier [1993] desarrollan un modelo en el que las retiradas de capital financiadas mediante deuda protegen el valor de las inversiones específicas realizadas por la empresa del riesgo de comportamientos expropiatorios de los trabajadores.

rán en caso de aparición de dificultades financieras, subyace una preocupación de los trabajadores por la estructura de capital adoptada en las empresas, al mantener una inversión en capital humano específico (8).

La preocupación de los trabajadores por el mantenimiento de sus puestos de trabajo se refleja al analizar los factores determinantes del nivel salarial en las empresas. En este sentido, se ha observado que la estructura de capital de la empresa, expresada a través de la ratio deuda/fondos propios en valor contable, está relacionada negativamente con la retribución de los empleados. La importancia de los factores internos asociados a la probabilidad de quiebra de las empresas en el proceso de negociación salarial muestra el interés de los empleados por preservar su situación laboral [Nickell y Wadhvani, 1990].

Esta consideración de la deuda como instrumento de negociación también ha sido aplicada en contextos distintos al de las relaciones laborales. En particular, la deuda resulta útil en las empresas que actúan en entornos altamente regulados, al mejorar la posición negociadora de los accionistas frente al regulador, en materia de fijación de tarifas y en cuanto a la retribución de las inversiones [Dasgupta y Nanda, 1993; Spiegel y Spulber, 1994, 1997; Spiegel, 1996], o en el contexto del mercado de control corporativo, como medida de defensa de la empresa ante un intento de toma de control hostil [Israel, 1991].

4. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LA GESTIÓN DE LOS ACUERDOS IMPLÍCITOS CON LOS TRABAJADORES

Los accionistas están interesados en incentivar a los trabajadores para que desarrollen inversiones en capital humano específico que incrementen el valor de la empresa (9). Los trabajadores serán retribuidos por realizar estas inversiones de acuerdo con un contrato implícito. Los accionistas no administran directamente estos contratos, sino que delegan esta responsabilidad en los directivos, los cuales disponen de una amplia dis-

(8) Los trabajadores presentan un mayor grado de aversión al riesgo que los accionistas, que se acentúa en aquellas situaciones en las que han desarrollado inversiones en capital humano específico a la empresa [Fama, 1990]. En este sentido, se han formalizado diversos modelos de contratación laboral donde aparece reflejado el mayor grado de aversión al riesgo de los trabajadores. Vid. Kahn y Scheinkman [1985], Chang [1992] o Tsoulouhas [1996].

(9) El trabajo de Becker [1962] representa la referencia clásica en el estudio de la problemática asociada a la inversión en capital humano.

crecionalidad en el diseño de los términos y condiciones de estos acuerdos. Estos contratos implícitos, no exigibles legalmente, retribuyen las inversiones específicas de los trabajadores mediante pagos diferidos, promociones o políticas de estabilidad en el empleo. Desde esta perspectiva, la discrecionalidad directiva crea valor para los accionistas, al estimular la realización por los trabajadores de inversiones en capital humano específico a la empresa. La reputación de los directivos en el cumplimiento de los compromisos implícitos asumidos con los trabajadores desarrolla un papel crítico en la disposición de los trabajadores a realizar inversiones específicas.

Sin embargo, la discrecionalidad de los directivos en la administración de los contratos implícitos con los trabajadores también es una fuente potencial de ineficiencias, debido a que la función de utilidad de los directivos difiere del objetivo de creación de valor perseguido por los accionistas [Jensen y Meckling, 1976]. La discrecionalidad de los directivos en la fijación de la política de retribución de los trabajadores [Levine, 1993] y su interés personal en la creación de un entorno de trabajo no hostil [Monsen y Downs, 1965] podrían entrar en conflicto con el objetivo de creación de valor que debe presidir su actuación. Además, la gestión de los acuerdos implícitos con los trabajadores favorece el atrincheramiento de los directivos, puesto que los trabajadores son conscientes de que el valor y el cumplimiento de estos acuerdos implícitos depende de la continuidad de los directivos en la empresa (10) [Shleifer y Vishny, 1989].

En este contexto, la deuda resulta útil en la corrección de este problema de distorsión de incentivos, limitando el grado de discrecionalidad de

(10) En algunos estudios se ha planteado si el ahorro potencial de costes laborales, asociado a las operaciones de fusión y adquisición, podría constituir un motivo relevante en la génesis de estas actividades, y por tanto, si este ahorro podría explicar una parte de la prima de adquisición [Shleifer y Summers, 1988; Rosett, 1990]. La evidencia empírica muestra que las ganancias obtenidas por los accionistas de la empresa objetivo son significativamente mayores si la empresa presenta un alto nivel de sindicación de sus trabajadores [Becker, 1995]. Las fuentes de transferencia de riqueza de los trabajadores a los accionistas en las operaciones de fusión y adquisición podrían corresponder, bien a las rentas apropiadas previamente por los trabajadores y derivadas de las inversiones en capital físico específico e intangibles realizadas por la empresa, bien a las rentas que corresponden a los trabajadores como retribución por las inversiones que han desarrollado en capital humano específico a la empresa. El origen de estas rentas es relevante. En el primer caso, se trataría sólo de una mera redistribución del valor, mientras que el segundo caso implicaría una reducción del valor de la empresa, al representar una ruptura de los contratos implícitos de la empresa con sus trabajadores, lo que reduciría su incentivo a desarrollar nuevas inversiones en capital humano específico.

los directivos en la administración de los contratos implícitos con los trabajadores y garantizando que ponderan el efecto de las políticas de retribución y de estabilidad en el empleo sobre la salud financiera de la empresa. Por tanto, según este análisis, aquellas empresas donde los trabajadores perciban una proporción sustancial de las rentas generadas en la actividad empresarial presentarán un mayor nivel de endeudamiento con objeto de limitar los pagos realizados a los trabajadores por encima de la retribución que percibirían en empleos alternativos. La relación entre el nivel de deuda y la importancia de las rentas percibidas por los empleados se explicaría con independencia del origen de tal compensación, esto es, el poder de negociación de los trabajadores, o la discrecionalidad directiva en la administración de los contratos implícitos que remuneran a los trabajadores por sus inversiones específicas en capital humano [Gaston, 1997].

En su estudio empírico, Hanka [1998] analiza la relación existente entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la estructura de los contratos laborales. Los resultados reflejan la existencia de una relación positiva entre la proporción de trabajadores con contrato a tiempo parcial y eventuales y el nivel de endeudamiento de las empresas, aunque esta relación está condicionada por la adscripción sectorial y el tamaño de las empresas. Esta evidencia empírica es consistente con el efecto disciplinario de la deuda sobre la discrecionalidad de los directivos en la administración de los contratos implícitos con los trabajadores (11).

5. CONCLUSIONES

En síntesis, del anterior análisis se derivan distintas implicaciones acerca de la influencia de las relaciones laborales sobre la estructura de capital de las empresas. En primer lugar, aquellas empresas en las que resulte de especial relevancia la realización por parte de los trabajadores de inversiones en capital humano específico presentarán un menor nivel de endeudamiento. La explicación radica en la reticencia de los trabajadores a realizar este tipo de inversiones en empresas altamente endeudadas, dado que la posible aparición de una crisis financiera podría con-

(11) Para el mercado español también se ha observado una relación negativa entre el nivel de deuda y la proporción de trabajadores con contrato fijo, lo que apoya la existencia de un efecto disciplinario de la deuda sobre el comportamiento directivo respecto a la política de contratación de los trabajadores [Menéndez, 2000].

ducir a una pérdida de sus empleos, y por tanto, a una reducción significativa en el valor de sus inversiones en capital humano específico. En segundo lugar, la deuda puede ser utilizada por los accionistas como mecanismo de protección frente al riesgo de apropiación de rentas por los trabajadores. La deuda mejora el poder de negociación de los accionistas frente a los trabajadores en la medida en que éstos perciban los costes en que incurrirían en caso de crisis financiera, principalmente la posible pérdida de sus puestos de trabajo y una reducción significativa en el valor de sus inversiones en capital humano. Este riesgo de apropiación de rentas, y por tanto la utilidad de la estructura de capital en esta función, depende de ciertas características legales e institucionales del mercado de trabajo, tales como el grado de sindicación de los trabajadores, la negociación centralizada de los convenios colectivos, o la importancia de los costes de rescisión de los contratos laborales fijos. Por último, la deuda limita el riesgo de que los directivos adopten medidas de política laboral, relacionadas con la remuneración, promoción o estabilidad en el empleo de los trabajadores, que estén orientadas a favorecer su atrincheramiento en la empresa, y pudiesen resultar, por tanto, inconsistentes con el principio de creación de valor para el accionista.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADDISON, J. T., y HIRSCH, B. T. [1989]: «Union Effects on Productivity, Profits, and Growth: Has the Long Run Arrived?», *Journal of Labor Economics*, 1989, vol. 7, n.º 1, pp. 72-105.
- ARRUÑADA, B. [1993]: «Pintando la Caja Negra. Notas a *La Empresa en el Análisis Económico* de Vicente Salas», *Papeles de Economía Española*, n.º 57, pp. 156-169.
- [1996]: «Análisis Contractual de la Empresa: una Introducción Aplicada», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, n.º 3 [1996], pp. 41-56.
- BALDWIN, C. Y. [1983]: «Productivity and Labor Unions: An Application of the Theory of Self-enforcing Contracts», *Journal of Business*, 56, abril 1983, pp. 155-185.
- BARCLAY, M. J., y SMITH, C. W. [1999]: «The Capital Structure Puzzle Another Look at the Evidence», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n.º 1, primavera 1999, pp. 8-20.
- BECKER, B. E., y OLSON, C. A. [1992]: «Unions and Firm Profits», *Industrial Relations*, vol. 31, n.º 3, otoño 1992, pp. 395-415.
- BECKER, G. S. [1962]: «Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis», *Journal of Political Economy*, vol. 70, pp. 9-44.

- BECKER, G. S. [1995]: «Union rents as a source of takeover gains among target shareholders», *Industrial and Labour Relations Review*, vol. 49, n.º 1, octubre 1995, pp. 3-19.
- BRONARS, S. G., y DEERE, D. R. [1991]: «The Threat of Unionization, the Use of Debt, and Preservation of Shareholder Wealth», *The Quarterly Journal of Economics*, febrero 1991, pp. 231-254.
- [1993]: «Unionization, Incomplete Contracting, and Capital Investment», *Journal of Business*, vol. 66, n.º 1, pp. 117-132.
- BRONARS, S. G.; DEERE, D. R., y TRACY, J. S. [1994]: «The Effects of Unions on Firm Behavior: An Empirical Analysis using Firm-level Data», *Industrial Relations*, vol. 33, n.º 4, octubre 1994, pp. 426-451.
- CARMICHAEL, H. L. [1984]: «Reputations in the Labor Market», *American Economic Review*, vol. 74, septiembre 1984, pp. 713-725.
- CAVANAUGH, J. K. [1998]: «Asset-Specific Investment and Unionized Labour», *Industrial Relations*, vol. 37, n.º 1, enero 1998, pp. 35-50.
- CHANG, CH. [1992]: «Capital Structure as an Optimal Contract between Employees and Investors», *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n.º 3, julio 1992, pp. 1141-1158.
- CONNOLLY, R. A.; HIRSCH, B. T., y HIRSCHHEY, M. [1986]: «Union Rent Seeking, Intangible Capital, and Market Value of the Firm», *Review of Economics and Statistics*, 68, noviembre 1986, pp. 567-577.
- CORNWELL, C.; DORSEY, S., y MEHRZAD, N. [1991]: «Opportunistic Behavior by Firms in Implicit Pension Contracts», *The Journal of Human Resources*, pp. 704-725.
- CRAWFORD, V. [1988]: «Long-term Relationships Governed by Short-term Contracts», *American Economic Review*, vol. 78, junio 1988, pp. 485-499.
- CURME, M., y KAHN, L. M. [1990]: «The Impact of the Threat of Bankruptcy on the Structure of Compensation», *Journal of Labor Economics*, vol. 8, n.º 4, pp. 419-447.
- DASGUPTA, S., y NANDA, V. [1993]: «Bargaining and Brinkmanship. Capital Structure Choice by Regulated Firms», *International Journal of Industrial Organization*, vol. 11, pp. 475-497.
- FAMA, E. F. [1990]: «Contract Costs and Financing Decisions», *Journal of Business*, vol. 63, n.º 1, pp. 71-91.
- GASTON, N. [1997]: «Efficiency Wages, Managerial Discretion, and the Fear of Bankruptcy», *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 33 [1997], pp. 41-59.
- GROUT, P. A. [1984]: «Investment and Wages in the Absence of Binding Contracts: A Nash Bargaining Approach», *Econometrica*, 52, marzo 1984, pp. 449-460.
- HANKA, G. [1998]: «Debt and the terms of employment», *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 245-282.
- HARRIS, M., y RAVIV, A. [1991]: «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n.º 1, marzo 1991, pp. 297-355.
- HIRSCH, B. T. [1992]: «Firm Investment Behavior and Collective Bargaining Strategy», *Industrial Relations*, vol. 31, n.º 1, invierno 1992, pp. 95-121.

- HIRSCH, B. T., y CONNOLLY, R. A. [1987]: «Do Unions capture Monopoly Profits?», *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 41, n.º 1, octubre 1987, pp. 118-136.
- IPPOLITO, R. A. [1985]: «The Labor Contract and True Economic Pension Liabilities», *The American Economic Review*, diciembre 1985, pp. 1031-1043.
- IPPOLITO, R. A., y JAMES, W. H. [1992]: «LBOs, Reversions and Implicit Contracts», *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n.º 1, marzo 1992, pp. 139-167.
- ISRAEL, R. [1991]: «Capital structure and the market for corporate control: The defensive role of debt financing», *The Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1391-1409.
- JENSEN, M., y MECKLING, W. H. [1976]: «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, octubre 1976, pp. 305-360.
- JOG, V. M.; KOTLYAR, I., y TATE, D. G. [1993]: «Stakeholder Losses in Corporate Restructuring: Evidence from four Cases in the North American Steel Industry», *Financial Management*, otoño 1993, pp. 185-201.
- KAHN, CH., y SCHEINKMAN, J. [1985]: «Optimal Employment Contracts with Bankruptcy Constraints», *Journal of Economic Theory*, 35, pp. 343-365.
- KLEIN, B.; CRAWFORD, R., y ALCHIAN, A. [1978]: «Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process», *Journal of Law and Economics*, 21, pp. 297-326.
- LEVIN, D. I. [1993]: «Fairness, Markets, and Ability to Pay: Evidence from Compensation Executives», *The American Economic Review*, vol. 83, n.º 5, diciembre 1993, pp. 1241-1259.
- MENÉNDEZ, E. J. [2000]: «La estructura de capital de la empresa y los mercados de factores y productos», Tesis Doctoral no publicada, Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.
- MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. [1958]: «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- MONSEN, R. J., y DOWNS, A. [1965]: «A Theory of Large Managerial Firms», *The Journal of Political Economy*, vol. LXXIII, n.º 3, junio 1965, pp. 221-236.
- MYERS, S. [1999]: «Financial Architecture», *European Financial Management*, vol. 5, n.º 2, pp. 133-141.
- NICKELL, S., y WADHWANI, S. [1990]: «Insider Forces and Wage Determination», *The Economic Journal*, 100, junio 1990, pp. 496-509.
- ODGERS, C. W., y BETTS, J. R. [1997]: «Do Unions reduce Investment?», Evidence from Canada. *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 51, n.º 1, octubre 1997, pp. 18-36.
- PEROTTI, E. C., y SPIER, K. E. [1993]: «Capital structure as a bargaining tool: The role of leverage in contract renegotiation», *The American Economic Review*, vol. 83, n.º 5, pp. 1131-1141.
- PETERSEN, M. A. [1992]: «Pension Reversions and Worker-Stockholder Wealth Transfers», *Quarterly Journal of Economics*, p. 1033.
- ROSETT, J. G. [1990]: «Do Union Wealth Concessions explain Takeover Premiums?», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 263-282.

- SHAPIRO, C. [1991]: *Modern Corporate Finance*, Maxwell Macmillan Editions.
- SHLEIFER, A., y SUMMERS, L. H. [1988]. «Breach of trust in hostile takeovers», en AUERBACH, A. J. [ed.]: *Corporate takeovers: Causes and consequences*, University of Chicago Press.
- SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. [1989]: «Management Entrenchment. The Case of Manager-Specific Investments», *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- SPIEGEL, Y. [1996]: «The Choice of Technology and Capital Structure under Rate Regulation», *International Journal of Industrial Organization*, 15, pp. 191-216.
- SPIEGEL, Y., y SPULBER, D. F. [1994]: «The Capital Structure of a Regulated Firm», *RAND Journal of Economics*, vol. 25, n.º 3, pp. 424-440.
- [1997]: «Capital Structure with Countervailing Incentives», *RAND Journal of Economics*, vol. 28, n.º 1, primavera 1997, pp. 1-24.
- TITMAN, S. [1984]: «The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision», *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 137-151.
- TITMAN, S., y WESSELS, R. [1988]: «Determinants of Capital Structure», *The Journal of Finance*, 43, pp. 1-20.
- TSOULOUHAS, T. [1996]: «Labor and Credit Contracts with Asymmetric Information and Bankruptcy», *European Economic Review*, 40 [1996], pp. 1665-1682.
- VAN DER PLOEG, F. [1987]: «Trade Unions, Investment, and Employment. A Non-cooperative Approach», *European Economic Review*, 31 [1987], pp. 1465-1492.
- WILLIAMSON, O. [1979]: «Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations», *Journal of Law and Economics*, 22, pp. 233-261.
- WILLIAMSON, O.; WACHTER, M., y HARRIS, J. [1975]: «Understanding the Employment Relation: The Analysis of Idiosyncratic Exchange», *Bell Journal of Economics* 6, primavera 1975, pp. 250-278.

