

RUBÉN ARRONDO GARCÍA *

Efecto riqueza asociado al empleo de activos financieros: asimetría informativa y costes de agencia**

SUMARIO: 1. *Introducción.* 2. *Fundamentos teóricos.* 2.1. La decisión de financiación y las asimetrías informativas. 2.2. La decisión de financiación y los costes de agencia. 3. *Base de datos y metodología.* 3.1. Muestra y metodología. 3.2. Variables utilizadas. 4. *Resultados obtenidos.* 4.1. La respuesta del mercado de capitales ante la decisión de financiación. 4.2. Efectos informativos y modificación en los costes de agencia. 5. *Conclusiones. Bibliografía*

RESUMEN: El objetivo de este trabajo es analizar la respuesta del mercado de capitales español al anuncio del empleo de distintos activos financieros durante el período 1989-1998. Los resultados indican que la decisión de ampliar capital y de emitir valores convertibles influye negativamente sobre el precio de las acciones de las empresas emisoras y, por el contrario, la decisión de emitir obligaciones simples y la concesión de préstamos sindicados tiene un efecto positivo. Asimismo, los resultados revelan que las asimetrías informativas y los costes de agencia explican parcialmente la respuesta del mercado al anuncio de la decisión de financiación.

Palabras clave: estructura de capital, emisiones y rentabilidades anormales.

ABSTRACT: The aim of this paper is to analyze the market reaction around the announcement of security issues undertaken in the Spanish Stock Market between 1989-1998. The results indicate that the announcement of equity and convertible bonds issues are valued negatively by investors and, on the contrary, the market reaction to public and private debt issues is positive. The excess returns observed around the announcement of security issues can be partially explained through the existence of informational asymmetries and divergences of interest between shareholders and managers.

Key Words: capital structure, issues, abnormal returns.

* Profesor Titular. Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

** Este trabajo constituye una versión revisada de mi tesis del mismo título realizada en la Universidad de Oviedo. Asimismo, este trabajo se ha beneficiado de la ayuda financiera proporcionada por la Dirección General de Enseñanza Superior e Investigación Científica, proyecto PB98-1526 y por la beca otorgada por la Fundación Caja Madrid.

1. Introducción

La evidencia empírica acerca de la respuesta del mercado de capitales ante el anuncio del empleo de distintas fuentes de financiación constata por unanimidad, salvo para las emisiones de títulos de deuda, una reacción significativa, siendo dicha reacción negativa ante el anuncio de ampliaciones de capital (Mikkelson y Partch, 1985; Asquith y Mullins, 1986; Masulis y Korwar, 1986; Korajczyk *et al.*, 1990; Szewczyk, 1992) y emisiones de valores convertibles (Dann y Mikkelson, 1984; Eckbo, 1986; Abhyankar y Dunning, 1999) y positiva para las concesiones de financiación bancaria (James, 1987; Lummer y McConnell, 1989; Slovin *et al.*, 1992; Billett *et al.*, 1995; González, 1997; Aintablian y Roberts, 2000).

Los argumentos teóricos que la literatura financiera propone para explicar la reacción diferencial observada ante el empleo de los diferentes activos financieros se sustentan en los efectos impositivos, los costes de quiebra y la existencia de problemas y conflictos de interés entre los distintos participantes en la empresa. La inclusión de los aspectos relacionados con las condiciones de asimetría informativa entre la dirección y los poseedores de los títulos junto con los problemas de agencia entre accionistas, directivos y acreedores, nos lleva a tener en cuenta la influencia que sobre la respuesta del mercado pudieran tener cuestiones como la regulación, la existencia de oportunidades de crecimiento, la estructura de propiedad y los mecanismos de gobierno de la empresa.

Así pues, este trabajo tiene un doble objetivo. En primer lugar determinar, con una base de datos suficientemente actualizada (1989-1998) y empleando la metodología de eventos, la reacción del mercado español de capitales al anuncio de la emisión de acciones, obligaciones convertibles, obligaciones simples y concesiones de préstamos sindicados. En segundo lugar, mediante un análisis de regresión de corte transversal relacionar la respuesta del mercado de valores en torno al anuncio de este tipo de operaciones con la recepción y evaluación de información por parte de los inversores menos informados y con el incremento de los costes de agencia asociados a la relación entre accionistas internos y externos a la dirección. En comparación con otros estudios previos para el mercado español, analizamos de manera conjunta fuentes de financiación ajenas y propias. En otros trabajos, los estudios se realizan bien aisladamente para cada alternativa financiera o a lo sumo por parejas (acciones y valores convertibles o títulos de deuda y financiación bancaria).

Los resultados del estudio muestran que: (i) la respuesta del mercado, en promedio, resulta negativa para las emisiones de acciones y obligaciones convertibles y positiva para las emisiones de obligaciones simples y concesiones de préstamos sindicados. (ii) las rentabilidades anormales observadas alrededor del anuncio de emisiones de acciones están positivamente relacionadas con la pertenencia de la empresa a un sector regulado y la existencia de buenas oportunidades de inversión. (iii) las rentabilidades anormales en torno al anuncio de emisiones de obligaciones simples están negativamente relacionadas con el tamaño de la empresa y la participación en el capital de los direc-

tivos. (iv) no se observan relaciones significativas de las rentabilidades en torno al anuncio de emisiones de obligaciones convertibles y concesiones de préstamos sindicados con ninguna de las variables aproximativas del grado de asimetría informativa y conflictividad directiva en la empresa.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: la Sección 2 revisa los fundamentos teóricos del estudio, la Sección 3 describe la base de datos, la metodología y las variables utilizadas. En la Sección 4 se presentan los resultados de las rentabilidades anormales alrededor del anuncio de las distintas fuentes de financiación para posteriormente relacionar dichas rentabilidades con una serie de variables indicativas del grado de asimetría informativa y conflictividad directiva. Finalmente, en la Sección 5 se recogen las principales conclusiones del estudio.

2. Fundamentos teóricos

El análisis de la decisión de financiación ha evolucionado desde la consideración de la existencia de una estructura de capital óptima resultado de un equilibrio entre los costes y beneficios de la deuda vinculados al aumento en la probabilidad de quiebra y la existencia de impuestos (Bradley *et al.*, 1984), hacia un estudio más global que incluye aspectos como la existencia de asimetrías informativas y problemas de agencia entre accionistas, directivos y acreedores (Jensen y Meckling, 1976). Los modelos de asimetría informativa (Ross, 1977; Myers y Majluf, 1984; Miller y Rock, 1985) y los modelos de costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Jensen, 1986; Jung *et al.*, 1996) tienen en cuenta el papel señalizador y supervisor, respectivamente, de las diferentes fuentes de financiación, lo que justificaría, en parte, la naturaleza (favorable o desfavorable) de la respuesta del mercado ante el empleo de las diferentes alternativas financieras.

2.1. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN Y LAS ASIMETRÍAS INFORMATIVAS

Los modelos de asimetría informativa suponen que los directivos disponen de mejor información que los inversores acerca del valor de la empresa, por lo que estos últimos tratarán de inferir las expectativas de la empresa mediante el escrutinio de la fuente de financiación empleada. En este contexto, la decisión de ampliar capital comunicará información negativa a los inversores sobre el verdadero valor de la empresa (Myers y Majluf, 1984). La razón que justifica dicha señal negativa se asocia a que los directivos, mejor informados sobre la empresa, no estarán dispuestos a ampliar capital salvo que las acciones se encuentren sobrevaloradas en los mercados, ya que en este caso pueden fijar precios de emisión superiores. Por ello, los inversores, en ausencia de otra información favorable, interpretarán la decisión de ampliar capital como una señal de la sobrevaloración de las acciones, lo que provocará una presión vendedora de los títulos, disminuyendo el precio de las acciones tal y como demuestran distintos trabajos empíricos que encuentran rentabilidades extraordinarias negativas en torno al anuncio de ampliaciones de capital (Mikkelson y Partch, 1986; Eckbo, 1986).

De acuerdo con este argumento basado en las divergencias informativas, las empresas que emiten acciones deberían experimentar rendimientos positivos y significativos antes de la emisión (Asquith y Mullins, 1986; Mikkelson y Partch, 1986; Lucas y McDonald, 1990; Jung *et al.*, 1996), penalizando el mercado en mayor medida las ampliaciones de capital realizadas por empresas cuyas acciones se encuentren sobrevaloradas (Masulis y Korwar, 1986; Asquith y Mullins, 1986).

Asimismo, diversos factores pueden reducir las divergencias informativas entre directivos e inversores y, por tanto, mitigar la respuesta negativa del mercado al anuncio de la emisión de acciones. Por ejemplo, sería de esperar menores asimetrías informativas en empresas pertenecientes a sectores regulados, por lo que los inversores serán capaces de diferenciar las ampliaciones de capital destinadas a captar fondos para financiar buenas oportunidades de inversión, ya que los directivos de empresas reguladas, en el intento de reducir el impacto negativo sobre el precio de las acciones, solamente decidirán ampliar capital si la empresa tiene buenos proyectos que financiar (Lucas *et al.*, 1990). De acuerdo con este argumento, diferentes estudios obtienen que las empresas pertenecientes a sectores regulados emplean en mayor medida las emisiones de acciones como fuente de financiación (Kalay y Shimrat, 1987) y, al mismo tiempo, la respuesta del mercado a la emisión de acciones es menos negativa para las empresas reguladas (Asquith y Mullins, 1986; Masulis y Korwar, 1986).

La señal negativa que los inversores asocian a la decisión de ampliar capital lleva a que los directivos de empresas con proyectos rentables traten de comunicar a los inversores sus expectativas positivas sobre la empresa, mediante el empleo de otras fuentes de financiación. En este sentido, la decisión de endeudamiento comunicará información positiva a los inversores en relación con el riesgo de fracaso financiero de la empresa. Los directivos, mejor informados sobre la empresa, no estarán dispuestos a emitir deuda, salvo que la empresa tenga expectativas favorables, ya que en caso contrario, un mayor endeudamiento elevaría la probabilidad de quiebra y, por tanto, el riesgo de que los directivos pudieran perder su empleo (Ross, 1977).

Si distinguimos dentro del endeudamiento entre emisiones de títulos de deuda y deuda concedida por intermediarios financieros, esta última comunicará a los inversores información más positiva acerca del valor de la empresa en los mercados. El origen de la señal más favorable asociada a la financiación bancaria se encuentra en las ventajas específicas de las entidades bancarias, tanto en la valoración de los proyectos empresariales como en la obtención de información interna sobre la empresa prestataria, dado que las entidades financieras suelen y desean mantener relaciones estables y duraderas con las empresas que solicitan financiación (Leland y Pyle, 1977; Fama, 1985; Mayer, 1988). Sobre la base de esa mejor información, las entidades financieras decidirán si conceden o no recursos a la empresa. En este sentido, la concesión de financiación, por parte de un intermediario o grupo de intermediarios financieros, reflejará la buena calidad de los proyectos de inversión de la empresa, convirtiéndose en una señal favorable acerca del verdadero valor de la empresa.

2.2. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN Y LOS COSTES DE AGENCIA

De forma paralela a los modelos de asimetría informativa, donde las divergencias informativas entre directivos e inversores son el origen del efecto negativo sobre el valor de mercado de las empresas que emiten acciones y positivo de las que emiten deuda, nos encontramos con los modelos de agencia que tienen en cuenta las divergencias de intereses entre directivos y accionistas, según los cuales la respuesta del mercado al empleo de cada fuente de financiación puede venir determinada por la discrecionalidad directiva y la capacidad de cada activo financiero para supervisar y controlar los comportamientos de la dirección (Jensen y Meckling, 1976). En este sentido, las diferentes alternativas financieras modifican las posibles conductas oportunistas de la dirección, incrementándolas en el caso de las acciones o, reduciéndolas en el supuesto de la deuda.

La decisión de ampliar capital puede suponer un efecto desfavorable sobre la conducta directiva, ya que es la alternativa financiera que más se presta al empleo discrecional, por parte de los directivos, de los recursos obtenidos en actividades no maximizadoras de riqueza, al no existir un control efectivo de los accionistas ni obligatoriedad en la remuneración de los títulos de propiedad (Mikkelsen y Partch, 1986). Desde la óptica de la racionalidad de los inversores, éstos reconocen el incentivo adverso de los directivos para emprender conductas interesadas y, por tanto, anticipan tales comportamientos, penalizando a los directivos y a la empresa en su conjunto mediante la venta de sus acciones y la subsiguiente caída en el precio de las mismas.

Según los modelos de agencia, la financiación mediante fondos ajenos desempeña una función supervisora de la actuación directiva y, a la vez, alinea los comportamientos directivos con los intereses de los accionistas en la búsqueda de un objetivo financiero común medido en términos de maximizar el valor de la empresa (Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Hart y Moore, 1995). En primer lugar, el endeudamiento aumenta la probabilidad de quiebra, el deseo de los directivos de evitar esta situación les incentiva para trabajar de forma más eficiente y emprender menores conductas discrecionales (Grossman y Hart, 1982). De forma complementaria, la deuda supone unas obligaciones financieras en cuanto al pago de intereses y devolución del principal, con lo cual los incrementos en el nivel de deuda reducen los excedentes de tesorería susceptibles de ser empleados por los directivos de manera no eficiente (Jensen, 1986). Desde estos dos puntos de vista se justifica una respuesta positiva del mercado ante el anuncio del aumento en el nivel de deuda tal y como constatan algunos estudios empíricos (Slovin *et al.*, 1988; Copeland y Lee, 1991; Shah, 1994).

La participación de las entidades financieras en la provisión de fondos ajenos tendrá un efecto más favorable, al margen de las propias ventajas supervisoras del endeudamiento, sobre las conductas de los directivos. Y ello es debido a tres razones. En primer lugar, los intermediarios financieros tienen una mayor capacidad e incentivo para obtener información privada sobre la conducta de los directivos de la empresa a la cual han concedido financiación. En segundo lugar, el establecimiento de relaciones a largo plazo entre los

intermediarios financieros y la empresa lleva a que los directivos emprendan comportamientos eficientes con el objetivo de evitar la ruptura de la relaciones. Y por último, los intermediarios financieros solucionan el problema de free-rider, ya que intervienen como supervisores de la conducta directiva aprovechándose sólo ellos de los beneficios de esta actividad supervisora.

De acuerdo con este argumento basado en la existencia de costes de agencia en la relación directiva, sería de esperar que la reacción negativa asociada a la emisión de acciones y la reacción positiva vinculada al empleo de deuda sean crecientes con la conflictividad directiva en la empresa. Así pues, factores que influyen sobre el comportamiento de los directivos tales como las oportunidades de crecimiento y la estructura de propiedad de la empresa ayudarán a explicar la valoración por el mercado de las distintas fuentes de financiación.

Cuando las empresas disponen de elevadas oportunidades de inversión valoradas como tales por el mercado, los intereses de los accionistas y de los directivos convergen, ya que ambos grupos salen beneficiados de la realización de dichas inversiones, siendo por tanto menores los recursos de libre disposición a favor de la dirección. Por tanto, sería de esperar una respuesta menos negativa en torno al anuncio de emisiones de acciones y menos positiva en torno a la emisión de deuda, pues el papel disciplinador de la deuda tendrá un menor valor para los accionistas cuando los directivos dispongan de menores flujos de caja libres (Jung *et al.*, 1996).

Asimismo, dado que uno de los factores que puede influir sobre la discrecionalidad directiva es la estructura de propiedad, sería de esperar que las empresas con una estructura de propiedad más concentrada presenten menores costes de agencia en relación con el comportamiento aprovechado de los directivos y, por tanto, se beneficien en menor medida del papel disciplinario de la deuda. En este contexto, se debería considerar no sólo la existencia de grandes grupos accionariales, sino también su identidad, ya que no todos los grandes accionistas tienen los mismos incentivos para supervisar a los directivos (Shleifer y Vishny, 1986). La participación de los directivos en el capital de la empresa podría también alinear los intereses de la dirección y de los accionistas. Jung *et al.* (1996) encuentran que las empresas con menor participación directiva experimentan una respuesta más negativa en torno al anuncio de una ampliación de capital, lo que está de acuerdo con el argumento de que la discrecionalidad directiva, en empresas con baja participación directiva, se incrementará al emitir acciones, por lo que los directivos atrincherados podrían evitar el recurso al endeudamiento. La relación positiva entre la participación directiva y nivel de endeudamiento de la empresa obtenida por Berger *et al.* (1997) corrobora este argumento.

El recurso al endeudamiento tiene un efecto beneficioso sobre el valor de la empresa ya que supervisa y alinea la conducta directiva con los intereses de los propietarios, sin embargo también conlleva costes de agencia derivados del incremento de la conflictividad en la relación entre accionistas y acreedores (Myers, 1977). Un endeudamiento excesivo incentiva a los accionistas a invertir de forma subóptima en proyectos arriesgados, incluso en proyectos no creadores de valor. Si los poseedores de deuda anticipan estos comportamientos

tos oportunistas de los accionistas, penalizarán a las empresas prestatarias mediante la exigencia de mayores tipos de interés e incluso mediante el racionamiento del crédito (Hillier y Ibrahim, 1993), por lo que las empresas con buenas oportunidades de inversión tendrán menos posibilidades de aprovecharse de esos proyectos rentables (Myers, 1977). Así pues, la existencia de los costes de agencia de la deuda permitiría explicar por qué empresas con buenas oportunidades de inversión recurren en menor medida al endeudamiento y prefieren emitir acciones (Smith y Watts, 1992) y que el impacto de la emisión de deuda sobre el valor de la empresa sea más negativo para aquellas empresas con oportunidades rentables de inversión (McConnell y Servaes, 1995).

Así pues, según lo expuesto anteriormente, un aumento en las oportunidades de inversión, incrementará los costes marginales de agencia de la deuda y reducirá los costes marginales de discrecionalidad directiva. De acuerdo con este argumento, la respuesta del mercado en torno al anuncio de la emisión de acciones y deuda estará relacionada de forma positiva y negativa, respectivamente, con la existencia de oportunidades rentables de inversión en la empresa (Jung *et al.*, 1996).

Finalmente, hemos resumido las hipótesis planteadas, tanto en relación con la respuesta del mercado para cada alternativa financiera, como con los efectos esperados sobre dicha respuesta, bajo la existencia de asimetrías informativas y costes de agencia en la relación directiva.

| | Acciones | Valores Convertibles | Obligaciones Simples | Préstamos Sindicados |
|----------------------------------|----------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Respuesta esperada del mercado | Negativa | Menos negativa | Positiva | Más positiva |
| Elevada divergencia informativa | -- | - | + | ++ |
| Elevada conflictividad directiva | -- | - | + | ++ |

«--» y «-» indican un efecto desfavorable y muy desfavorable sobre la reacción del mercado, respectivamente.

«++» y «+» indican un efecto favorable y muy favorable sobre la reacción del mercado, respectivamente.

3. Base de datos y metodología

3.1. MUESTRA Y METODOLOGÍA

La base de datos del estudio está formada por el conjunto de anuncios de ampliaciones de capital, emisiones de obligaciones convertibles, obligaciones simples y concesiones de préstamos sindicados realizados por empresas no financieras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en el período 1989-1998. Hemos excluido de la muestra las empresas financieras y las compañías de seguros por sus características peculiares en relación con su estructura de capital y los mecanismos de gobierno empresarial.

Los datos relativos a los anuncios y las fechas en que estos fueron realizados se obtuvieron a través de la información proporcionada por la CNMV

y la obtenida mediante un rastreo en la base de datos Baratz que recoge la información o noticias aparecidas en los periódicos de prensa económica más importantes, como son el diario Cinco Días, Expansión o la Gaceta de los Negocios. La fecha empleada como día del anuncio, ha sido la del primer anuncio, con independencia de que fuera obtenida a través de la base de datos BARATZ o mediante los registros de la CNMV. Los datos relativos a la estructura de propiedad fueron obtenidos de la CNMV, Duns 50.000 y el directorio Maxwell Espinosa. Por último, los datos contables y de cotización se obtuvieron de la CNMV y de la Bolsa de Madrid. La muestra inicial de anuncios fue depurada eliminando anuncios de efectos contaminantes, asimismo, se eliminaron valores extremos¹ lo que condujo a un total de 58 anuncios de ampliaciones de capital, 35 anuncios de valores convertibles, 69 anuncios de emisiones de títulos de deuda y 43 anuncios de concesiones de préstamos sindicados.

Con el objetivo de calcular el efecto riqueza asociado al empleo de diferentes fuentes de financiación, analizamos el impacto del anuncio de la emisión de los activos financieros sobre los precios de las acciones de las empresas emisoras, utilizando, para ello, la denominada metodología de estudio de acontecimientos, o sucesos. Las rentabilidades anormales observadas para las acciones de las empresas que componen la muestra se midieron según el modelo de mercado. La estimación de los parámetros del modelo de mercado se realiza en un intervalo temporal de 180 días, intervalo que comienza 200 días antes de la fecha del anuncio del suceso (= -200, = -21). Para contrastar la significación de los resultados utilizamos un test estadístico paramétrico que sigue a Dodd y Warner (1983). No obstante, también comprobamos que la significación de los resultados obtenidos no varía empleando el test no paramétrico de rangos de Corrado (1989).

3.2. VARIABLES UTILIZADAS

Para determinar si la respuesta del mercado al empleo de las diferentes fuentes de financiación viene motivada en parte por la capacidad de cada activo financiero para moderar los problemas de asimetría informativa o agencia hemos identificado una serie de variables medidas a finales del año anterior al anuncio de la emisión. Como variables representativas del grado de asimetría informativa empleamos el tamaño de la empresa (TAM) y la regulación (REGUL)². Dado que las empresas de mayor dimensión son más conocidas, tienen una mayor presencia en los mercados de capitales y en los medios de información públicos e, igualmente, las empresas reguladas están sometidas a

¹ Esta muestra ha sido depurada eliminando valores extremos de la variable dependiente, aquellos cuyos residuos tipificados sean valores atípicos a más de dos desviaciones estándar.

² Las variables regulación y tamaño también podrían estar aproximando el nivel de conflictividad directiva, ya que menores asimetrías informativas pueden suponer menores comportamientos aprovechados de los gestores.

directrices y autorizaciones por parte de las autoridades competentes, con lo que generan más información pública, sería de esperar que los problemas de selección adversa sean menores y, por tanto, la respuesta del mercado sea menos negativa al anuncio de la emisión de acciones y menos positiva al anuncio del incremento en el nivel de deuda. Como medida del tamaño se utiliza el logaritmo del activo total de la empresa al final del año anterior al anuncio de la emisión (TAM). La pertenencia de la empresa a un sector regulado (REGUL) se aproxima por una variable dummy, que toma el valor 1 ó 0 según que la empresa pertenezca o no a un sector sujeto a regulación.

Como variables representativas del nivel de conflictividad entre accionistas y directivos empleamos la existencia de oportunidades rentables de inversión (QFP) y dos variables de propiedad: la participación de los internos (PINT) y la participación de los intermediarios en el capital de la empresa (PBANC)³. La existencia de oportunidades de inversión valoradas como tales por los mercados, se aproxima a través del ratio de valoración, definido como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. En empresas con oportunidades rentables, los intereses de los accionistas y de los directivos convergen, ya que para los primeros las oportunidades rentables de inversión son fuente de creación de valor y para los segundos suponen ventajas en términos de mayores salarios o prestigio. Además, en las empresas con oportunidades rentables de inversión, serán menores los flujos de caja libres de los que los directivos pueden disponer para llevar a cabo inversiones no creadoras de riqueza para sus accionistas.

La participación accionarial del equipo directivo (PINT) se define como la proporción directa de acciones de los directivos y sus familiares. La participación accionarial de las entidades financieras (PBANC) se define como el porcentaje de acciones mantenido por entidades bancarias. Diversos trabajos sugieren la existencia de una relación no lineal entre la participación directiva y el valor de mercado de la empresa (Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990), por lo que tenemos en cuenta esta posibilidad incluyendo un término cuadrático de la participación accionarial del equipo directivo (PINT2).

Tanto la participación accionarial de los internos en la empresa como la participación accionarial de los intermediarios financieros tendrán un efecto favorable sobre la conducta directiva. La mayor participación de los internos tenderá a alinear, en mayor medida, sus intereses con los de sus accionistas, mientras que en empresas participadas por entidades financieras el margen de discrecionalidad directiva será menor, dada la mayor capacidad de los intermediarios financieros, frente a otro tipo de accionistas, para obtener información sobre la empresa y controlar la conducta directiva.

³ Igualmente se introdujo en el modelo la variable concentración accionarial, definida como el porcentaje de acciones en manos del mayor accionista, los tres y los cinco mayores accionistas, no encontrándose ninguna relación significativa entre estas variables y la respuesta del mercado al empleo de los diferentes activos financieros, ni cambios en las relaciones con el resto de variables consideradas en este trabajo, por lo que optamos por excluirla explícitamente del modelo.

Por último, hemos considerado como variables de control el importe relativo de la emisión (IMPREL), el apalancamiento financiero (ENDEU) y el peso de los gastos financieros (PGF), estas variables nos permitirán tener en cuenta la posible influencia de los costes de quiebra sobre la decisión de financiación. El importe relativo de la emisión (IMPREL) se define como el cociente entre los ingresos obtenidos en la emisión y el activo total de la empresa. El apalancamiento de la empresa (ENDEU) se define como el ratio de deuda entre el activo total, mientras que el peso de los gastos financieros (PGF) se define como el cociente entre el importe de gastos financieros y los beneficios antes de impuestos e intereses.

El Cuadro 1 presenta los valores de los estadísticos descriptivos (media, mediana, desviación estándar, mínimo y máximo) de las variables consideradas en el modelo. Como podemos observar las empresas que deciden financiarse con deuda, bien mediante títulos de deuda emitidos en los mercados o bien mediante financiación bancaria, son significativamente mayores (tamaño del activo) que las empresas que deciden captar recursos a través de ampliaciones de capital o emisiones de valores convertibles. Sin embargo, el importe relativo de la emisión realizada es mayor en las empresas que amplían capital o emiten valores convertibles. Asimismo, el ratio de endeudamiento es más elevado para las empresas que emiten deuda que para las empresas emisoras de acciones, obteniéndose resultados similares si consideramos el porcentaje de gastos financieros. Este resultado contradice la evidencia obtenida por Jung *et al.* (1996), que encuentran para el mercado estadounidense que las empresas que emiten acciones tienen mayores niveles de endeudamiento que las empresas que emiten deuda. Las características específicas del mercado de capitales español y las menores posibilidades de las empresas pequeñas y no reguladas para acceder a los mercados de deuda podrían explicar este resultado.

Como podemos observar el ratio de valoración toma un valor medio de 0,87 para la muestra de empresas que emiten obligaciones simples y del 1,29 para las empresas que obtienen préstamos sindicados, sin embargo, para las empresas que emiten nuevas acciones ese ratio toma un valor de 1,49 y para la muestra de empresas que emiten valores convertibles de 1,57. Estos valores del ratio de valoración, similares a los presentados por Jung *et al.* (1996), parecen sugerir que las empresas con oportunidades rentables de inversión deciden emitir acciones o valores convertibles, ya que no se hace tan necesario el empleo de deuda en la reducción de los flujos de caja libres. Además, la financiación con deuda en presencia de oportunidades de crecimiento incrementa los conflictos entre accionistas y acreedores (Myers, 1977; McConnell y Servaes, 1995). Por su parte, las empresas con menores oportunidades rentables de inversión y, por tanto, mayores problemas de sobreinversión, emplearán en mayor medida deuda como fuente de financiación, dada la capacidad de este activo financiero para reducir los flujos de caja libres y disciplinar la conducta de los directivos (Jensen, 1986; Lang *et al.*, 1996; De Andrés *et al.*, 1999).

CUADRO 1.—Estadísticos descriptivos

| | Media | Mediana | Dev. Est. | Mínimo | Máximo |
|---|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|
| Panel A: Ampliaciones de Capital | | | | | |
| TAM = Activo total (millones) | 68.355 | 46.804 | 61.429,24 | 6.617 | 239.390 |
| IMP = Importe/Activo total | 0,15 | 0,09 | 0,18 | 0,003 | 0,83 |
| ENDEU = Deuda/Fondos propios | 1,09 | 0,68 | 0,99 | 0,17 | 3,76 |
| PGF = Gastos financieros/BAIT | 0,07 | 0,16 | 1,34 | -4,62 | 4,84 |
| QFP = Ratio de valoración | 1,49 | 1,18 | 1,33 | 0,00 | 8,84 |
| PINT = Participación internos | 2,63 | 0,08 | 8,29 | 0,00 | 5,68 |
| PBANC = Participación bancaria | 13,79 | 5,26 | 20,40 | 0,00 | 74,94 |
| Panel B: Obligaciones Convertibles | | | | | |
| TAM = Activo total (millones) | 128.281 | 29.994 | 296,076 | 6,461 | 1.269,514 |
| IMP = Importe/Activo total | 0,19 | 0,15 | 0,17 | 0,01 | 0,72 |
| ENDEU = Deuda/Fondos propios | 0,86 | 0,69 | 0,68 | 0,03 | 2,51 |
| PGF = Gastos financieros/BAIT | 0,14 | 0,80 | 2,01 | -4,85 | 5,19 |
| QFP = Ratio de valoración | 1,77 | 0,99 | 1,79 | 0,36 | 8,84 |
| PINT = Participación internos | 2,57 | 0,006 | 6,99 | 0 | 27,69 |
| PBANC = Participación bancaria | 6,93 | 0 | 11,91 | 0 | 36,53 |
| Panel C: Obligaciones Simples | | | | | |
| TAM = Activo total (millones) | 1.886,401 | 1.532,788 | 1.391,297 | 23,007 | 4.236,416 |
| IMP = Importe/Activo total | 0,04 | 0,01 | 0,14 | 0,0004 | 1,11 |
| ENDEU = Deuda/Fondos propios | 1,53 | 1,66 | 0,59 | 0,21 | 2,57 |
| PGF = Gastos financieros/BAIT | 1,14 | 0,80 | 1,53 | -1,08 | 6,93 |
| QFP = Ratio de valoración | 0,87 | 0,67 | 0,56 | 0,30 | 2,94 |
| PINT = Participación internos | 1,07 | 0 | 6,67 | 0 | 51,68 |
| PBANC = Participación bancaria | 5,99 | 0 | 13,87 | 0 | 69,7 |
| Panel D: Préstamos Sindicados | | | | | |
| TAM = Activo total (millones) | 827,132 | 476,246 | 937,443 | 5,608 | 3.292,835 |
| IMP = Importe/Activo total | 0,11 | 0,05 | 0,15 | 0,005 | 0,50 |
| ENDEU = Deuda/Fondos propios | 1,37 | 1,42 | 0,55 | 0,02 | 2,19 |
| PGF = Gastos financieros/BAIT | 1,44 | 0,62 | 2,21 | -2,45 | 6,93 |
| QFP = Ratio de valoración | 1,29 | 0,71 | 1,27 | 0,35 | 6,63 |
| PINT = Participación internos | 2,77 | 0,003 | 9,55 | 0 | 48,60 |
| PBANC = Participación bancaria | 9,76 | 0,29 | 19,68 | 0 | 74,21 |

4. Resultados obtenidos

La respuesta del mercado de capitales ante la decisión de emitir distintos tipos de activos financieros puede venir motivada, en parte, por los problemas informativos y de agencia existentes en la empresa. Un paso previo a la determinación de la capacidad de los diferentes activos financieros para comunicar expectativas favorables o desfavorables acerca de los proyectos de la empresa y, al mismo tiempo, reducir o incrementar los conflictos de interés en la relación directiva consiste en estimar las rentabilidades anormales observadas alrededor del anuncio de las distintas alternativas financieras para, posteriormente, contrastar si existen diferencias significativas entre los efectos riqueza observados para las distintas fuentes de financiación.

4.1. LA RESPUESTA DEL MERCADO DE CAPITAL
ANTE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN

La reacción en la cotización de las acciones para el total de empresas analizadas alrededor de la fecha del anuncio de ampliaciones de capital y emisiones de valores convertibles se muestra en el Cuadro 2. Los resultados obtenidos muestran la existencia de rentabilidades anormales negativas, tanto en el supuesto del anuncio de ampliaciones de capital como en el de emisiones de obligaciones convertibles, estando estas rentabilidades anormales concentradas en los días en torno al anuncio de estas emisiones. Sin embargo, la reacción es más negativa ante el anuncio de una ampliación de capital que ante el anuncio de una emisión de valores convertibles. Las acciones de las empresas de la muestra de ampliaciones de capital experimentan por término medio una rentabilidad anormal negativa del -1,57% y del -1,23%, respectivamente, en los intervalos (-1,+1) y (0,+1), mientras que en el caso de las obligaciones convertibles dicha reacción asciende sólo al -1,16% y -0,67%, respectivamente. La reacción más negativa de las emisiones de acciones se puede observar asimismo para el resto de ventanas del suceso.

CUADRO 2.—Rentabilidades anormales acumuladas en torno al anuncio de ampliaciones de capital y emisiones de obligaciones convertibles

| Intervalos | Ampliaciones de Capital (58) | | | Obligaciones Convertibles (35) | | |
|------------|------------------------------|-------------|-----------|--------------------------------|-------------|-----------|
| | RAC | % negativos | Z | RAC | % negativos | Z |
| (-20,+20) | -2,58% | 56,90 | -2,880*** | -4,19% | 54,29 | -2,104** |
| (-10,+10) | -3,61% | 65,52 | -3,496*** | -2,65% | 60,00 | -2,201** |
| (-5,+5) | -2,80% | 60,34 | -2,374** | -1,46% | 62,86 | -1,995** |
| (-1,+1) | -1,87% | 60,34 | -1,965** | -1,59% | 57,14 | -2,090** |
| (-5,+1) | -2,49% | 63,79 | -2,807*** | -1,03% | 57,14 | -1,794* |
| (-1,+10) | -2,06% | 63,79 | -2,344** | -2,17% | 54,29 | -2,306** |
| (-1,+1) | -1,57% | 58,62 | -2,744*** | -1,16% | 57,14 | -2,433** |
| (-1,0) | -0,71% | 51,72 | -1,351 | -0,98% | 54,29 | -1,474 |
| (0,+1) | -1,23% | 58,62 | -2,593*** | -0,67% | 60,00 | -2,661*** |

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

Los resultados obtenidos para las acciones están en consonancia con la evidencia empírica encontrada para el mercado estadounidense por Mikkelson y Partch (1985), Asquith y Mullins (1986), Masulis y Korwar (1986), Schipper y Smith (1986), Kalay y Shimrat (1987), Korajczyk *et al.* (1990), Muhtaseb y Philippatos (1991), Brous (1992), Szewczyk (1992), Jung *et al.* (1996), Hull y Kerchner (1996) y para el mercado de capitales español por Rubio (1986) y Martín (1999). Asimismo, las rentabilidades anormales negativas para las acciones de las empresas que anuncian emisiones de títulos convertibles están de acuerdo con la evidencia empírica reportada para el mercado estadounidense por Dann y Mikkelson (1984), Mikkelson y Partch (1985), Eckbo (1986), Kim y Stulz (1992), Szewczyk (1992) y Abhyankar y Dunning (1999).

La mayor reacción experimentada por las empresas emisoras de acciones, frente a las emisoras de obligaciones convertibles está de acuerdo con la capacidad de los valores convertibles para reducir los problemas de asimetría informativa y de agencia asociados a la financiación con acciones. La reacción negativa experimentada por el precio de las acciones de las empresas emisoras de obligaciones convertibles, en torno al día del anuncio, puede interpretarse como evidencia del contenido informativo negativo asociado al empleo de esta fuente de financiación. Así pues, las rentabilidades anormales negativas, obtenidas en las diferentes ventanas del suceso, apoyan la hipótesis de que los inversores interpretan estas emisiones como ampliaciones de capital diferidas, con lo cual, los problemas de selección adversa y de agencia asociados a las emisiones directas de acciones siguen presentes, aunque en menor medida, al emitir convertibles.

Por otro lado, la reacción del precio de mercado de las acciones para el conjunto de empresas analizadas alrededor de la fecha de anuncio de emisiones de títulos de deuda y concesiones de préstamos sindicados se muestra en el Cuadro 3. Para ambos eventos la respuesta del mercado resulta favorable, es decir, se observan rentabilidades anormalmente positivas en torno a la fecha del anuncio de una emisión de obligaciones simples y la concesión de un préstamo sindicado, estando también muy concentradas en torno al anuncio del evento.

En el supuesto de emisiones de títulos de deuda, las acciones de las empresas analizadas experimentan por término medio una rentabilidad anormal positiva del +0,63% y del +0,40% en los intervalos (-1,+1) y (0,+1), respectivamente, aunque en este último intervalo sólo marginalmente significativa. Por otra parte, para los préstamos sindicados en idénticos intervalos, la reacción es del +0,90% y del +0,42%, respectivamente, aunque este último valor no es estadísticamente significativo. Los resultados obtenidos para las emisiones de obligaciones difieren de los presentados por Dann y Mikkelson (1984), Mikkelson y Partch (1985), Eckbo (1986), James (1987) para el mercado estadounidense, dado que en estos estudios se documentan rentabilidades negativas aunque cercanas a cero y no significativas. No obstante, nuestros resultados son similares a los obtenidos por Slovin *et al.* (1988) y por González (1997)⁴ para el mercado de capitales español. En cuanto a las con-

⁴ Las características del mercado de títulos de deuda español, donde las entidades bancarias juegan un papel activo en las emisiones, implica que las entidades financieras puedan tener incen-

CUADRO 3.—Rentabilidades anormales acumuladas en torno al anuncio de emisiones obligaciones simples y concesiones de préstamos sindicados

| Intervalos | Obligaciones Simples (69) | | | Préstamos Sindicados (43) | | |
|------------|---------------------------|-------------|----------|---------------------------|-------------|----------|
| | RAC | % positivos | Z | RA | % positivos | Z |
| (-20,+20) | 0,50% | 52,17 | -0,038 | 1,46% | 44,19 | 1,265 |
| (-10,+10) | 0,71% | 57,97 | 0,802 | 0,54% | 51,16 | 0,627 |
| (-5,+5) | 0,47% | 55,07 | 0,821 | 1,17% | 53,49 | 1,766 |
| (-1,+5) | 0,15% | 47,83 | 0,177 | 1,96% | 60,47 | 2,840*** |
| (-5,+1) | 0,95% | 57,97 | 2,531** | 0,11% | 46,51 | 0,570 |
| (-1,+10) | 0,41% | 50,72 | 0,529 | 1,60% | 62,79 | 1,716 |
| (-1,+1) | 0,63% | 59,42 | 2,564*** | 0,90% | 53,49 | 1,827* |
| (-1,0) | 0,33% | 55,07 | 1,640 | 0,98% | 60,47 | 2,733*** |
| (0,+1) | 0,40% | 53,62 | 2,075** | 0,42% | 51,16 | 0,957 |

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

cesiones de financiación bancaria, los resultados son similares a los obtenidos en el mercado estadounidense por James (1987), Lummer y McConnell (1989), Slovin *et al.* (1992), Billett *et al.* (1995) y en el mercado de capitales español por González (1997).

4.2. EFECTOS INFORMATIVOS Y MODIFICACIÓN DE LOS COSTES DE AGENCIA

Una vez determinada la respuesta del mercado al anuncio de las diferentes fuentes de financiación consideradas, un paso adicional consiste en contrastar, mediante un análisis de regresión por mínimos cuadrados ordinarios, la influencia de las divergencias informativas y costes de agencia sobre dicha respuesta. El modelo que proponemos relaciona la rentabilidad anormal media de cada evento en el intervalo (-1, +1) con variables que aproximan el grado de asimetría informativa y el nivel de conflictividad existente en la empresa. En concreto, se estima la siguiente ecuación:

$$\text{RAC}(-1, +1) = \alpha + \beta_1 \text{REGUL} + \beta_2 \text{TAM} + \beta_3 \text{QFP} + \beta_4 \text{PINT} + \beta_5 \text{PBANC} + \beta_6 \text{IMP} + \beta_7 \text{ENDEU} + \beta_8 \text{PGF}$$

Los resultados obtenidos se recogen en el Cuadro 4, incluyendo para cada evento analizado el modelo de regresión con un mayor poder explicativo. La evidencia empírica se comenta siguiendo el orden de los cuatro activos financieros en el Cuadro 4, esto es, se comienza por las acciones y se termina discutiendo los resultados para los préstamos sindicados.

En primer lugar, para las ampliaciones de capital se observa la existencia de una relación positiva y estadísticamente significativa entre la respuesta del

tivos para supervisar los proyectos de las empresas emisoras de bonos, de manera similar a cuando conceden financiación mediante préstamos. Esta peculiaridad de las emisiones de bonos en el mercado de capitales español podría explicar las rentabilidades extraordinarias positivas observadas alrededor del anuncio de emisiones de títulos de deuda.

mercado y la pertenencia de la empresa a un sector regulado. La reacción menos desfavorable de las empresas reguladas sería consistente, tanto con los postulados de los modelos de asimetría informativa (selección adversa), como con los de agencia. Los menores diferenciales de información entre inversores y directivos en las empresas reguladas, motiva que los inversores asocien a la emisión de acciones una señal menos negativa. Asimismo, el hecho de que los comportamientos aprovechados de los directivos sean menores en las empresas reguladas, explicaría también la menor reacción negativa observada.

CUADRO 4.—Relación entre las variables de asimetría informativa y agencia y la respuesta del mercado al empleo de diferentes fuentes de financiación

| | Acciones | Convertibles | Obligaciones | Préstamos |
|-------------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|
| α | -0,036 (-3,004)*** | 0,026 (2,563)** | 0,071 (2,520)** | -0,030 (-1,096) |
| REGUL | 0,028 (2,232)** | | | |
| TAM | | | -0,010 (-2,269)** | 0,007 (1,579) |
| QFP | 0,006 (1,743)* | 0,004 (1,106) | | -0,004 (-1,902)* |
| PBANC | | | | |
| PINT | | | -0,005 (-2,240)** | |
| PINT2 | | | 0,0001 (2,486)** | |
| IMP | | | -0,060 (-3,543)*** | |
| PGF | | 0,010 (2,032)** | | -0,002 (-1,865)* |
| ENDEU | 0,012 (2,257)** | 0,020 (1,561) | | -0,0001 (-1,162) |
| F | 3,311*** | 2,267** | 4,839*** | 1,723 |
| R ² ajustado | 0,201 | 0,260 | 0,207 | 0,124 |
| n | 58 | 35 | 69 | 43 |

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

Las variables cuyos coeficientes aparecen en blanco, no son estadísticamente significativas ni incrementan el poder explicativo del modelo. Los posibles problemas de multicolinealidad han sido tenidos en cuenta mediante el análisis de correlación de las variables independientes, este análisis permitió encontrar una alta correlación entre la variable regulación y tamaño de la empresa, lo que nos obligó a reestimar los diferentes modelos con las variables consideradas por separado, no encontrándose diferencias importantes en signos ni en significación de las variables.

En relación con la existencia de oportunidades rentables de inversión, se observa una relación positiva aunque sólo marginalmente significativa. Este resultado, en la línea de los modelos de agencia, parece sugerir que la emisión de acciones no es penalizada a corto plazo por los mercados, siempre que dis-

ponga de buenas oportunidades rentables de inversión y es similar al obtenido por Mikkelson y Partch (1985) para el mercado estadounidense. Por otra parte, cabe señalar que ninguna de las variables representativas de la estructura de propiedad y vinculadas a los modelos de agencia resultan estadísticamente significativas. De las variables de control, únicamente el endeudamiento influye de forma significativa, siendo el coeficiente obtenido de signo positivo. La captación de nuevos fondos propios en las empresas más endeudadas tiene un efecto favorable sobre las empresas emisoras, ya que reduce la probabilidad de fracaso financiero.

En segundo lugar, para las empresas que emiten obligaciones convertibles, ninguno de los coeficientes de las variables aproximativas del grado de asimetría informativa y del nivel de conflictividad en la relación directiva resultan estadísticamente significativos. Únicamente, el porcentaje de gastos financieros (variable de control) muestra una relación positiva y significativa con la respuesta del mercado. Este resultado puede sugerir que en empresas con elevado riesgo financiero y, por tanto, con mayores problemas a la hora de captar nueva financiación ajena, la emisión de valores convertibles tendrá ventajas respecto a la deuda ordinaria, dado que los acreedores estarán de acuerdo en ofrecer los recursos a menores tipos de interés, a cambio de recibir la opción de conversión que les permitirá convertirse en accionistas, si los proyectos de inversión de la empresa resultan exitosos.

La reacción menos desfavorable a la emisión de valores convertibles para empresas con elevado riesgo financiero, sólo tendría lugar si la empresa dispusiera de oportunidades rentables de inversión, que incentivasen a los acreedores a conceder nueva financiación. En este sentido, en el Cuadro 1 de estadísticos descriptivos, se observa que las empresas que emiten valores convertibles son las que tienen un ratio de valoración más elevado, es decir, aquellas empresas que a juicio del mercado disponen de mayores oportunidades rentables de inversión.

En tercer lugar, los resultados obtenidos para las empresas emisoras de títulos de deuda simples muestran una relación negativa y significativa, entre la respuesta del mercado y el tamaño de la empresa, tal y como sería de esperar, según los modelos de asimetría informativa. Este resultado vendría a indicar que en las empresas de mayor tamaño y, en consecuencia, más conocidas en los mercados, la utilidad informativa de la deuda resultará menos necesaria.

Asimismo, podemos apreciar una relación no lineal y estadísticamente significativa entre la participación accionarial de los directivos y la respuesta del mercado al anuncio de la emisión de obligaciones simples, lo que estaría de acuerdo con los modelos de costes de agencia. El término lineal tiene un coeficiente negativo, mientras que el término cuadrático tiene un coeficiente positivo. Inicialmente, domina el efecto convergencia de intereses, es decir, la participación accionarial de los internos reduce la utilidad supervisora de la deuda. En cambio, cuando la participación accionarial es elevada domina el efecto atrincheramiento, siendo la deuda más necesaria para mitigar los comportamientos oportunistas de los directivos.

Finalmente, para las concesiones de préstamos sindicados, la significación conjunta del modelo no resulta significativa, lo que en principio no nos per-

mite extraer conclusiones acerca de la influencia de las variables consideradas sobre la reacción favorable observada por término medio en las empresas solicitantes de préstamos sindicados.

5. Conclusiones

El análisis realizado sobre la muestra de empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid durante el período 1989-1998, confirma en primer lugar que los anuncios de ampliaciones de capital y emisiones de valores convertibles están asociados con reducciones en el valor de mercado de las acciones de las empresas emisoras, aunque dichas reducciones resultan menores para los valores convertibles. Estos resultados están en consonancia con los obtenidos por otros autores como Mikkelson y Parich (1985), Eckbo (1986), Asquith y Mullins (1986), Rubio (1986), Szewczyk (1992) y Abhyankar y Dunning (1999), entre otros. Por otra parte, los anuncios de emisiones de obligaciones y las concesiones de financiación bancaria dan lugar a un incremento en el precio de las acciones, siendo más elevado en el caso de la financiación bancaria. Estos resultados están de acuerdo con la evidencia empírica reportada por James (1987), Slovin *et al.*, (1988), Lummer y McConnell (1989), Billett *et al.* (1995) y González (1997), entre otros.

En segundo lugar, el presente trabajo muestra aportaciones de carácter empírico sobre el papel que juegan las asimetrías informativas y los costes de agencia en la respuesta del mercado al anuncio de la decisión de financiación. En este sentido, los resultados obtenidos sugieren la importancia del grado de asimetría informativa y del nivel de conflictividad directiva sobre las decisiones de emitir acciones y títulos de deuda, no encontrándose evidencia concluyente para las otras dos alternativas financieras: obligaciones convertibles y préstamos sindicados.

Así pues, se observa que la decisión de ampliar capital no provoca una reacción tan negativa en empresas reguladas o en posesión de oportunidades rentables de inversión, es decir, en empresas donde los problemas informativos y la conflictividad directiva son menores. En cuanto a la decisión de emitir títulos de deuda, la reacción del mercado resulta menos favorable en las empresas de mayor tamaño, es decir, en empresas más conocidas por los inversores y, en consecuencia, con menores divergencias informativas. Asimismo, coincidiendo con las predicciones de los modelos de agencia, la participación de los directivos en el capital de la empresa influye desfavorablemente sobre la respuesta del mercado ante la decisión de emitir títulos de deuda, sin embargo si la participación es muy elevada, predomina el efecto atrincheramiento, resultando la respuesta del mercado y, por ende, la utilidad supervisora de la deuda más favorable.

Bibliografía

ABHYANKAR, A. y DUNNING, A. (1999): «Wealth Effects of Convertible Bond and Convertible Preference Share Issues: An Empirical Analysis of the UK Market», *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, pp. 1043-1065.

- AINTABLIAN, S. y ROBERTS, G. (2000): «A Note on Market Response to Corporate Loan Announcements in Canada», *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 381-393.
- ASQUIT, P. y MULLINS, D. (1986): «Equity Issues and Offering Dilution», *Journal of Financial Economics*, vol. 15 (1), pp. 61-89.
- BILLETT, M. Y.; FLANNERY, M. J. y GARFINKEL, J. A. (1995): «The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return», *The Journal of Finance*, vol. 50, núm. 2, pp. 699-718.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. y KIM, E. (1984): «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, vol. 39 (3), julio, pp. 857-880.
- BROUS, A. (1992): «Common Stock Offerings and Earnings Expectations: A Test of the Release of Unfavorable Information», *The Journal of Finance*, vol. 47 (4), septiembre, pp. 1517-1536.
- COPELAND, T. y LEE, W. (1991): «Exchange Offers and Stock Swaps: New Evidence», *Financial Management*, pp. 34-48.
- CORRADO, C. J. (1989): «A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies», *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 385-395.
- DANN, L. y MIKKELSON, W. (1984): «Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing Related Information», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 157-186.
- DE ANDRÉS, P.; AZOFRA, V. y RODRÍGUEZ, J. A. (1999): «Endeudamiento, Oportunidades de Crecimiento y Estructura Contractual: Un Contraste Empírico para el Caso Español», *Investigaciones Económicas*, en prensa.
- DODD, P. y WARNER, J. (1983): «On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests», *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 401-438.
- ECKBO, B. (1986): «Valuation Effects of Corporate Offerings», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 119-151.
- ECKBO, B. y MASULIS, R. (1992): «Adverse Selection and the Rights Offer Paradox», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 293-332.
- FAMA, E. F. (1985): «What's Different about Banks?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 327-349.
- GONZÁLEZ, V. M. (1997): «La Valoración por el Mercado de Capitales Español de la Financiación Bancaria y de las Emisiones de Obligaciones», *Investigaciones Económicas*, vol. 21, pp. 111-128.
- GROSSMAN, S. y HART, O. (1982): «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives», En McCall, J. (ed.): *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.
- HART, O. y MOORE, J. (1995): «Debt and Seniority: An Analysis of Role of Hard Claims in Constraining Management», *American Economic Review*, vol. 85, pp. 567-585.
- HILLIER, B. y IBRAHIMO, M. (1993): «Asymmetric Information and Models of Credit Rationing», *Bulletin of Economic Research*, vol. 45 (4), pp. 271-304.
- HULL, R. y KERCHNER, R. (1996): «Issue Costs and Common Stock Offerings», *Financial Management*, vol. 25, núm. 4, pp. 54-66.
- JAMES (1987): «Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans: A Comparison of Bank Borrowing, Private Placements, and Public Debt Offerings», *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 217-235.
- JENSEN, M. C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, vol. 76 (2), mayo, pp. 323-329.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1976): «The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

- JUNG, K.; KIM, Y. y STULZ, R. (1996): «Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision», *Journal of Financial Economics*, vol. 42, pp. 159-185.
- KALAY, A. y SHIMRAT, A. (1987): «Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information», *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 109-126.
- KIM, Y. y STULZ, R. (1992): «Is there a Global Market for Convertible Bonds?», *Journal of Business*, vol. 65, núm. 2, pp. 75-91.
- KORAJCZYK, R.; LUCAS, D. y McDONALD, R. (1990): «Understanding Stock Price Behavior around the Time of Equity Issues», en R. Glenn Hubbard (eds.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.
- LANG, L.; OFEK, E. y STULZ, R. (1996): «Leverage, Investment, and Firm Growth», *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 3-30.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, vol. 32 (2), mayo, pp. 371-387.
- LUCAS, D. y McDONALD, R. (1990): «Equity issues and the stock price dynamics», *The Journal of Finance*, vol. 45, septiembre, pp. 1019-1043.
- LUMMER, S. L. y McCONNELL, J. J. (1989): «Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Market Response to Bank Loans Agreements», *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 99-122.
- MARTÍN, J. F. (1999): «Efecto de las Ampliaciones de Capital en la Rentabilidad del Accionista: Influencia del Tipo de Empresa Emisora, de la Delegación en el Consejo de Administración y de la Concentración del Accionariado», *Comunicación del IX Congreso de ACEDE*.
- MASULIS, R. y KORWAR, A. (1986): «Seasoned Equity Offerings: An empirical Investigation», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 91-118.
- MAYER, C. (1988): «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1167-1189.
- McCONNELL, J. y SERVAES, H. (1990): «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 595-612.
- McCONNELL, J. y SERVAES, H. (1995): «Equity Ownership and the Two Faces of Debt», *Journal of Financial Economics*, vol. 39, pp. 131-157.
- MIKKELSON, W. y PARTCH, M. (1985): «Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions», *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 165-194.
- MIKKELSON, W. y PARTCH, M. (1986): «Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 31-60.
- MILLER, M. y ROCK, K. (1985): «Dividend Policy under Asymmetric Information», *The Journal of Finance*, vol. 40 (4), septiembre, pp. 1031-1051.
- MORCK, R.; SHELLEPER, A. y VISHNY, R. (1988): «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- MUHTASEB, M. R. y PHILIPATOS, G. C. (1991): «Determinants of Stock Price Reaction to Announcements of Equity Financing by U.S. Firms», *Applied Financial Economics*, vol. 3, núm. 2, pp. 61-59.
- MYERS, S. (1977): «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- ROSS, S. (1977): «The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach», *Bell Journal of Economics*, primavera, vol. 8, pp. 23-40.

- RUBIO, G. (1986): «Emisiones y Eficiencia: Un Análisis Empírico del Mercado Primario de Acciones en España», *Revista Española de Economía*, vol. 3, núm. 2, pp. 225-248.
- SCHIPPER, K. y SMITH, A. (1986): «A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 153-186.
- SHAH, K. (1994): «The Nature of Information Conveyed by Pure Capital Structure Changes», *Journal of Financial Economics*, pp. 89-127.
- SLOVIN, M. B.; SUSHKA, M. y HUDSON, C. (1988): «Corporate Commercial Paper, Note Issuance Facilities, and Shareholder Wealth», *Journal of International Money and Finance*, vol. 7, pp. 289-302.
- SLOVIN, M. B.; JOHNSON, S. A. y GLASCOCK, J. L. (1992): «Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements», *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, pp. 1057-1071.
- SMITH, C. y WATTS, R. (1992): «The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 263-292.
- STULZ, R. (1990): «Managerial Discretion and Optimal Financing Policies», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 3-27.
- SZEWCHYK, S. (1992): «The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings», *The Journal of Finance*, vol. 47 (5), diciembre, pp. 1935-1945.