INVESTIGACIÓN / RESEARCH

### Oportunidades de Crecimiento y Teoría de Agencia. Un Análisis Estructural

### Growth Opportunities and Agency Theory. A Structural Analysis

#### Juan Mascareñas P., Mauricio Gutiérrez U.

Doctor. Universidad Complutense de Madrid, España, e-mail: jmascare@ccee.ucm.es Doctor. Universidad del Bío Bío, Chile, e-mail: mauroguti40@yahoo.es

**RESUMEN.** El presente artículo relaciona las oportunidades de crecimiento y la teoría de agencia, pero considerando un mercado donde la regulación se basa en el derecho civil, con un importante financiamiento bancario, fuerte concentración de la propiedad, pertenencia a conglomerados o grupos económicos y estructura de gestión piramidal. El análisis econométrico se realizó mediante relaciones de causalidad y efecto, por medio de ecuaciones estructurales (SEM). Los resultados arrojan una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y las variables: endeudamiento, concentración de la propiedad y riesgo. Paralelamente se encontró una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y las variables: inversionistas institucionales y liquidez de las empresas. Los resultados obtenidos son consistentes con las características del mercado analizado.

Palabras clave: Oportunidades de crecimiento, teoría de agencia, análisis estructural.

**ABSTRACT.** This paper analyses growth opportunities set and agency theory, but considering a market where regulation is based on civil law with important bank financing, strong concentration of ownership, conglomerates or economic groups and pyramidal structure. The econometric analysis was done by cause and effect relationships, through structural equations methods (SEM). The results show a negative relationship between growth opportunities and the variables: debt, ownership concentration and risk. We also found a positive relationship between growth opportunities and the variables: insiders and liquidity of the firms. The results are consistent with the characteristics of the market analyzed.

**Keywords:** Growth opportunities, agency theory, structural analysis.

(Recibido: 17 de octubre de 2008. Aceptado: 26 de diciembre de 2008)

#### INTRODUCCIÓN

Desde que Modigliani y Miller en 1958 plantearon la neutralidad de la política de financiamiento frente a las decisiones de inversión, mucho se ha discutido y analizado al respecto, especialmente sí se eliminan algunos de los supuestos restrictivos que sustentan el modelo. Sin embargo, una limitación importante se presenta en el origen anglosajón de las principales teorías financieras, ya que la mayoría de los estudios que aplicamos en nuestra realidad son réplicas de modelos desarrollado en organizaciones y mercados con características distintas a las empresas del mercado europeo continental, asiático y latinoamericano. Las diferencias fundamentales se centran en el tipo de regulación, estructura de propiedad, estrategias de financiamiento, sin olvidar, el papel fiscalizador del mercado, lo que origina distintos estilos de gestión y diferentes conflictos de intereses, Faccio et al. (2001), Carvalhal y Subrahmanyan (2007).

La estructura de propiedad juega un papel central en el momento de decidir la política de inversiones de las empresas, especialmente cuando los mercados no pueden ser considerados completos, La Porta et al. (2002), Lins (2003). En algunos mercados la propiedad de las empresas presenta una alta atomicidad. es decir, se encuentra distribuida entre muchos accionistas, situación diferente se observa en otros mercados, donde existe una fuerte concentración de la propiedad. Este hecho introduce un importante sesgo, originando problemas o conflictos distintos. Por una parte la propiedad atomizada genera conflictos entre accionistas y directivos o accionistas y acreedores, y la propiedad concentrada genera conflicto entre el accionista controlador y el accionista minoritario. Desde la perspectiva de la administración, los estilos de gestión y de control son diferentes ya que en el mundo anglosajón la administración recae en gerentes y directores independientes, en cambio, en otros mercados se observa que la gestión la realizan gerentes o directores que controlan grandes paquetes accionarios. La concentración de la propiedad ha derivado en la formación de grupos económicos o conglomerados, generalmente con una estructura piramidal y particularmente con un fuerte componente familiar, situación evidenciada en Latinoamérica y Asia, Majluf et al. (1998), Lefort y Walter (2000), Lefort (2005).

El objetivo de este artículo es analizar la política de inversiones como una variable endógena, considerando las variables exógenas que explican el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento, a

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

#### **ANÁLISIS TEÓRICO**

#### Oportunidades de Crecimiento y Endeudamiento

En los mercados Europeos, Asiáticos y Latinoamericanos (modelo continental) la principal forma de endeudamiento es el financiamiento bancario que favorece la gestión de las empresas, inclusive, participando en el gobierno corporativo, cumpliendo el financiamiento bancario el papel asignado al mercado de valores en el mundo anglosajón (La Porta et al., 2000).

Bajo este modelo de financiamiento, el esquema de la teoría de agencia experimenta algunas variaciones, ya que, los principales accionistas participan en la administración, los bancos realizan un monitoreo directo de la gestión empresarial, lo que nos lleva a plantear que los principales conflictos de intereses se presentan entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios. Adicionalmente, la estructura de capital de las empresas y en especial su nivel de endeudamiento bancario, podría estar condicionada por los sistemas financieros y el grado de desarrollo de las economías en la cual se encuentran circunscritas las empresas, cobrando relevancia aspectos como el grado de protección del accionista y las estructuras de gobierno corporativo (La Porta et al., 1999), el rol o papel que juega el mercado y particularmente los bancos (La Porta et al., 2000), la posibilidad de acceder a diferentes y masivas formas de financiamiento (Faccio et al., 2001; Giannetti, 2002). Particularmente, Levine (2002) sostiene que el modelo de organización financiera anglosajón es más eficiente en la colocación de capital, en gestionar el riesgo y atenuar el problema asociado al poder de los bancos. Por otro lado, Allen (2001) argumenta que el modelo de organización financiera continental es

más eficiente en la movilización del ahorro, en identificar las buenas oportunidades de inversión e incrementar el control corporativo. Levine (2002) ha centrado su análisis en el tamaño, nivel de actividad y eficiencia relativa, tanto del mercado como de los intermediarios financieros para aquellas empresas que operan en una economía con sistema financiero "continental", encontrando que el endeudamiento relativo es superior en aquellos países con sistemas financieros basados en el derecho romano, en comparación con la importancia relativa de la deuda en países con sistemas financieros basados en la jurisprudencia. La Porta et al. (2002) encuentran una interesante relación entre desarrollo organizacional y desarrollo de mercado, destacando que existe una correlación directa entre el crecimiento empresarial y el grado de protección de los accionistas, especialmente los accionistas minoritarios, situación que podría explicar y racionalizar las principales diferencias entre las decisiones de financiamiento del modelo anglosajón y del modelo continental, conjuntamente con el tipo de estructura y gobierno corporativo. Bajo este escenario se deben buscar mecanismos financieros que permitan controlar las acciones de los directivos, existiendo cierto nivel de consenso en las ventajas del seguimiento de la deuda (Easterbrook, 1984), particularmente el endeudamiento bancario. Según James y Smith (2000) el desarrollo del mercado de bonos corporativos es limitado, lo que provoca que la principal forma de endeudamiento sea el financiamiento bancario, el cual presenta las siguientes ventajas: aprovechamiento de las economías de escala y de alcance de la información, ventajas frente al seguimiento directo, re-negociación de la deuda y menores costes de transacción. Ang et al. (2000) sostienen que los problemas de agencia se detectan v se resuelven más rápidamente gracias a la presencia de los bancos.

#### El problema de la sub-inversión

Myers (1977) planteó que aquellas empresas que mantienen un elevado ratio de endeudamiento estarían dispuestas a rechazar proyectos con VAN positivo, ya que todos los beneficios generados por éstos mejorarían la posición de los acreedores, bajo un contexto de asimetría de información (Myers, 1977; De Angelo et al., 2006; Deshmukh, 2003).

Smith y Watts (1992) sugieren que un mecanismo para resolver este problema es financiar los nuevos proyectos con recursos propios, lo cual tendría un impacto positivo sobre el valor de mercado de la empresa, encontrando entonces una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el ratio

de endeudamiento, pero si consideramos que el origen del problema es la reticencia de los directivos a realizar estos proyectos, debido a la redistribución de los beneficios, resulta "paradójico" pensar que la empresa financiará con recursos propios esos nuevas inversiones. El problema básico estriba en que los acreedores se negarían a financiar el nuevo provecto porque considerarían que ya han financiado demasiado a la empresa. Esto hace que la única fuente de financiación posible provenga de los accionistas. Ahora bien, en este contexto, el proyecto beneficiaría más a los acreedores que a los accionistas lo que implica que el VAN de estos últimos -los únicos que ponen dinero- sea negativo y, por tanto, se negarían a realizar un proyecto que, aunque beneficie a la empresa en su conjunto, les perjudique a ellos en particular, Mascareñas (2007).

En el último tiempo han aparecido una serie de estudios que cuestionan dicha solución. Childs et al. (2005) realizan una investigación en la que consideran las oportunidades de crecimiento mediante opciones reales y una política de financiamiento flexible que permite ajustar el plazo de vencimiento y el ratio de endeudamiento, encontrando que las empresas enfrentan el problema de la sub-inversión aumentando la deuda de corto plazo, lo que obliga a la empresa a realizar todos los proyectos rentables para hacer frente a sus compromisos y ajustar el nivel de riesgo. Mao (2003) realiza una investigación en donde establece que, en las empresas con altas oportunidades de crecimiento y posibles problemas de subinversión, la política de endeudamiento está positivamente relacionada con la realización de futuros proyectos arriesgados.

Los estudios encontrados para Europa continental, Asia y Latinoamérica no enfatizan las diferencias estructurales con las que se enfrentan las corporaciones, encontrando soluciones contradictorias, ya que no se destaca que los directivos de las empresas son sus propios dueños, que los principales acreedores son los bancos y que el mercado no funciona de acuerdo a los parámetros tradicionales de los mercados financieramente más liberales. Considerando que la industria bancaria juega un papel importante en el desarrollo de las corporaciones, sin olvidar sus ventajas en términos de seguimiento y control, es razonable pensar que existe una relación directa entre la política de endeudamiento y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento. Resulta interesante destacar los esfuerzos desarrollados en los trabajos de investigación realizados por De Andrés et al. (2000), Azofra et al. (2004), en donde se aborda la

problemática de la sub-inversión, considerando en alguna medida las características del mercado y las empresas de España y Chile.

#### El problema de la sustitución de activos

Dentro de la política de inversiones, las empresas que se enfrentan a oportunidades de crecimiento pueden decidir realizar cambios inesperados en la composición de los activos que sustentan los proyectos, bajo un contexto de asimetría de información y falta de control y seguimiento. Jensen y Meckling (1976), plantean que puede existir una transferencia de riqueza desde los acreedores (bonistas u obligacionistas) hacia los accionistas, ya que los directivos pueden emprender proyectos de inversión con un mayor riesgo al convenido inicialmente, situación que favorece a los accionistas por la responsabilidad limitada, es decir, sus pérdidas potenciales son finitas, mientras que sus ganancias potenciales son ilimitadas, sin embargo, los acreedores (bonistas) obtendrán siempre beneficios fijos. Por lo tanto, los directivos actuando en el interés de los accionistas, pueden estar tentados a sustituir activos de menor riesgo por activos de riesgo superior, beneficiando a los accionistas a expensas de los acreedores, dado que la deuda se emitió con base en los activos de menor riesgo. Inmediatamente surge el cuestionamiento de esta situación para nuestra realidad, donde tenemos directivos que son dueños de las empresas o tienen una importante participación y la principal forma de endeudamiento es el financiamiento bancario. En el mercado anglosajón esta situación se resuelve financiando los proyectos con recursos propios o disminuyendo el ratio de endeudamiento Jensen (1986), Stulz, (1990), Harris y Raviv, (1991), pero en el mercado tipo "continental" la industria bancaria presenta ventajas en términos de seguimiento y control, y las características del endeudamiento dificultan la sustitución de activos, por lo tanto, sería razonable argumentar que existe una relación directa entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento.

#### El problema de la sobre-inversión

Empresas con bajas oportunidades de crecimiento y relativamente endeudadas, en presencia de asimetrías de información, tendrán incentivos para realizar proyectos con VAN negativo, debido a la responsabilidad limitada de los accionistas, perjudicando la posición de los acreedores, Myers (1977), Jensen (1986). Para evitar este problema se deben buscar mecanismos que impidan a los directivos utilizar los flujos de caja libre de forma ineficiente, Jensen (1986). Diversos estudios plantean que una forma de atenuar este problema es que la empresa obtenga

financiamiento mediante deuda, lo que obligará a los directivos a distribuir los recursos y, por otra parte, incrementará el control y el seguimiento por parte de los acreedores y del mercado, encontrándose una relación negativa entre la disminución de las oportunidades de crecimiento de la empresa y el ratio de endeudamiento. Si analizamos el origen del problema encontramos cierta paradoja debido a la posibilidad que tienen los directivos de utilizar los recursos en forma ineficiente, realizando proyectos no rentables que perjudiquen a los acreedores, planteándose como solución recurrir al mercado para que aporte más recursos y así controlar a los gestores, evitando el "atrincheramiento", Easterbrook (1984), Jensen (1986), Smith y Watts (1992). Por otra parte, Childs et al. (2005) plantean que en presencia de sobre-inversión y con una financiación flexible, los acreedores reaccionarán limitando ésta última y acortando el plazo de pago del servicio de la deuda.

Dentro de nuestra realidad, la mayoría de los estudios apunta a que el financiamiento bancario es un buen modelo para el seguimiento de la política de inversiones y un buen mecanismo de control de la utilización de los activos de las empresas, por tal motivo es razonable pensar que si disminuyen las oportunidades de crecimiento, se limitará el financiamiento otorgado por los bancos, situación que es compatible con la capacidad de monitoreo del financiamiento bancario, que discrimina a aquellas empresas que no disponen de oportunidades.

#### Liquidez

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

En concreto, existe un efecto positivo en la flexibilidad financiera, ya que los directivos pueden incre-

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

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

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

Otro elemento a considerar es la separación entre propiedad y control, especialmente los derechos sobre los recursos de tesorería. Lins (2003) señala que menores derechos sobre los flujos de caja, impactarán

negativamente sobre el valor de la empresa, situación que se revierte con la presencia de accionistas controladores no gerentes. Claessnes et al. (1999) encuentran que superiores derechos sobre los flujos de caja tienen un impacto positivo sobre el valor de las empresas del este de Asia. Thesmar (2001) llega a las mismas conclusiones para las empresas francesas. La Porta et al. (2002) señalan que en aquellos países donde los accionistas controladores poseen superiores derechos sobre los flujos de caja, el valor de la empresa es mayor.

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

### Oportunidades de Crecimiento y Concentración de la Propiedad

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

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

Para aquellos mercados con una mayor concentración de la propiedad, La Porta et al. (2000) encontraron que en aquellos países en donde los accionistas minoritarios están más protegidos, se utilizan los flujos de caja libre para afrontar las oportunidades de

crecimiento y en aquellos países donde la legislación protege menos a los accionistas minoritarios, los flujos de caja se distribuyen para indicarle al mercado que éstos están siendo tratados en forma justa. De Andrés et al. (2000) obtuvieron evidencia de la influencia nociva de la concentración de la propiedad en presencia de oportunidades de crecimiento de las empresas españolas. Wei et al. (2005) encuentran una relación negativa entre las empresas controladas por el Estado y las oportunidades de crecimiento, y una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y la participación de los inversores extranjeros.

Chen y Yur-Austin (2007) analizan la presencia de los accionistas principales (accionistas principales o *Blockholders* accionistas que poseen mas del 5% del capital de la empresa emisora), dentro de la dirección de la empresa, encontrando que si éstos sólo cumplen el papel de accionistas se preocuparán por controlar las extravagancias de los gerentes (sobreinversión). Por otra parte, la presencia de los accionistas principales que cumplen funciones directivas reduce el problema de la sub-inversión debido a su doble papel, situación bastante común en nuestros mercados. En la misma línea de pensamiento Lehn et al. (2004), enfatizan la relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y la presencia de los insiders dentro del equipo directivo, pero agregando que el tamaño de la empresa está inversamente relacionado con el aprovechamiento de dichas oportunidades.

#### Oportunidades de Crecimiento y Riesgo

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

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

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

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

#### **HIPÓTESIS**

- H<sub>1</sub>: Existe una relación inversa entre endeuda miento y oportunidades de crecimiento.
- H<sub>2</sub> : Existe una relación inversa entre la concentración de la propiedad y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento.
- H<sub>3</sub> : Existe una relación inversa entre el riesgo de la empresa y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento.

- H<sub>4</sub> : Existe una relación directa entre la presencia de los inversionistas institucionales y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento.
- H<sub>5</sub> : Existe una relación directa entre la liquidez de las empresas y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento.

#### **METODOLOGÍA**

#### **Ecuaciones Estructurales**

El análisis de datos ha evolucionado de tal manera que actualmente se trabaja con variables latentes o variables factoriales, las estructuras subyacentes son bastante menos aparentes y los nuevos programas computacionales pueden detectarlas a partir del análisis de una matriz de datos, de covarianzas o una matriz de correlaciones. El **modelo de medida** definirá la relación entre las variables observables y las variables latentes. El **modelo estructural** medirá las relaciones entre las variables latentes (variables no observables) y especificará cuáles de estas variables influyen directa o indirectamente en los valores de las otras variables latentes.

Normalmente los modelos estadísticos describen correctamente las estructuras subyacentes y las relaciones entre variables observables, pero no proporcionan los índices de ajuste de los datos a un modelo presentado, proceso que hace el análisis estructural con variables latentes. El análisis de estructuras de covarianzas es flexible y adaptativo, en contraposición al análisis exploratorio que es fijo y pretende ajustar los datos presentados a un modelo teórico; si los datos se ajustan bien (errores de medición bajos), los índices de ajuste serán significativos y la probabilidad de que los datos sean equivalentes a los del modelo presentado deberá ser superior al 0,05.

La metodología de análisis mediante ecuaciones estructurales ha sido "poco utilizada" dentro del campo de la economía y de las finanzas. El análisis de causalidad, a través de dicha metodología, se ha utilizado fundamentalmente en las investigaciones científicas del área de medicina, química y farmacia e ingeniería. Dentro de las ciencias sociales destacan las investigaciones que se enmarcan en el área de la psicología y del marketing, debido a que el objeto de estudio es la conducta de los individuos. Dentro del área de la sociología y psicología resulta relevante realizar estudios de causa y efecto del comportamiento de los individuos, ya sea, en forma general,

segmentados o estratificados por grupos de interés. Por otro lado, en el área de marketing destacan los estudios del comportamiento del consumidor, especialmente la relación de causalidad entre la empresa y sus clientes, ponderando los diferentes factores que explican la calidad, fidelidad y persistencia de la relación. Dentro del campo de las finanzas encontramos los trabajos pioneros de Titman y Wessels (1988), Barclay, Marx y Smith (2003), Chang et al. (2005), Filatotchev, Isachenkova y Mickievicz (2006), Maquieira, Olavarrieta y Zurita (2007).

Uno de los principales problemas empíricos para obtener las determinantes de las estructuras financieras, es la presencia de conceptos abstractos no observables, que se pueden representar mediante modelos de ecuaciones estructurales. Esta metodología presenta algunos problemas, a saber: el modelo estadísticamente seleccionado se puede alejar de la teoría comúnmente aceptada, se puede presentar algún grado de correlación entre las variables observadas, que puede alterar la medición de la causalidad, las variables observables son representaciones imperfectas por lo que se pueden presentar errores de medición y además se pueden observar errores de especificación, generados por el error de medición de las variables. Es importante destacar que la flexibilidad de la metodología permite establecer una gran variedad de relaciones, que es necesario sustentar y respaldar con el soporte teórico apropiado.

La ventaja de esta metodología es estimar relaciones causales en forma simultánea, proporcionar eficiencia estadística, conjuntamente con la incorporación de los errores de medida en la re-especificación del modelo, es decir, la metodología está pensada para modelos que incluyen variables no observables, errores de medición, causalidad recíproca, simultaneidad e interdependencia. La incorporación de los errores de medición es una de las principales diferencia con otros métodos de estimación estadística, especialmente "ecuaciones simultáneas" que se sustenta en el hecho que todas las variables están bien medidas.

#### Muestra

La muestra está compuesta por 93 empresas, perteneciente a los principales conglomerados o grupos económicos de Chile, durante el período de 2001 a 2007 lo que representa el 39,3% de todas las sociedades anónimas abiertas inscritas en la bolsa de valores de Chile. Del total de la población se excluyó a las empresas que no presentaban información finan-

ciera para todo el período de estudio y aquellas que fueron absorbidas completamente por otra sociedad.

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

dio superior al 78%. Es necesario mencionar que de la muestra se excluyeron las sociedades anónimas financieras y bancarias, debido a que éstas tienen una forma y estructura diferente de presentar su información financiera. La recopilación de antecedentes arrojó un total de 651 observaciones, es decir, 93 empresas por 7 años (tabla 1).

Tabla 1. Distribución de la Muestra

Distribucion Sectorial de la Muestra	Nº Empresas	Porcentaje
S.A. Chilenas 2001 – 2007		1237/1201/100A
Sector Alimentación	10	10,75%
Sector Comercial	8	8,60%
Sector Construcción	5	5,38%
Inmobiliarias	17	18,28%
Metalmecánica	9	9,68%
Mineras	5	5,38%
Sector Marítimo	6	6,45%
Sector Químico	3	3,23%
Productos Varios	10	10,75%
Servicios	20	21,51%
Total	93	1

Fuente: Datos de la investigación

#### **Variables**

Para formular el modelo de ecuaciones estructurales se presentan las siguientes variables observables, dentro de los diferentes "constructos".

Oportunidades de crecimiento: Este constructo representa o es un "proxy" de la política de inversiones y está determinado por las siguientes variables observables. MTB (*Market to book*): representa la relación que existe entre el valor de mercado de las empresas y su valor contable. CREC\_VTAS (crecimiento ventas): representa el porcentaje de crecimiento de las ventas para el período de 2001 a 2007. CREC\_ACT (crecimiento activo): representa el porcentaje de crecimiento de los activos de las sociedades anónimas para el período de 2001 a 2007. RIE\_VTA (riesgo ventas): representa la variabilidad o desviación estándar de las ventas para el período analizado.

**Deuda**: Este constructo representa la política de endeudamiento de la empresa y está determinado por las siguientes variables observables. DCP/ACT (deuda corto plazo a activo total): representa la relación entre el financiamiento a corto plazo y el activo total de la empresa. DLP/ACT (deuda largo plazo a activo total): representa la relación entre el financiamiento a

largo plazo y el activo total de la empresa. DFIN/ACT (deuda financiera a activo total): representa el endeudamiento de las empresas con el mercado financiero, a corto y largo plazo.

Liquidez: Este constructo pretende representar la capacidad de la empresa para generar y gestionar sus recursos de tesorería y está asociado a las siguientes variables observables. FCAJA: Esta variable representa el saldo final del flujo de caja que presenta cada empresa al final de cada período analizado, obtenido directamente del estado financiero de flujo de efectivo. LIQCTE: Esta variable representa la liquidez o capacidad financiera de la empresa para hacer frente a sus compromisos de corto plazo. DIS-PONIBLE: Esta variable representa la medida más exigente de la liquidez de corto plazo y está compuesta por los recursos de tesorería de liquidez inmediata.

**Riesgo**: Este constructo representa el riesgo de la empresa y está asociado a las siguientes variables observables. BETA: Esta variable representa el riesgo sistemático de la empresa, calculado para el período objeto del estudio. DESV\_OP: esta variable representa la variabilidad o desviación estándar del resultado operacional generado por las empresas den-

tro del período de estudio.

Propiedad: Este constructo mide el impacto de la concentración de la propiedad dentro de las decisiones financieras y está asociado a las siguientes variables observables. %5ACC: Esta variable representa el porcentaje de la propiedad en poder de los 5 accionistas más importantes de la empresa. HERF: Esta variable representa el índice Herfindahl-Hirschman. calculado para los diez principales accionista de cada empresa, según la información entregada por las sociedades anónimas a la Superintendecia de Valores y Seguros de Chile. El índice Herfindahl-Hirschman (HHI) es una medida comúnmente aceptada para estimar concentraciones del mercado, en este caso se calcula ajustando el porcentaje de participación de los 10 principales accionistas de cada empresa. El número de HHI puede extenderse de cerca de cero (menor concentración) a 1 (Mayor concentración). Se expresa el HHI como:  $HHI=S_1^2+S_2^2+S_3^2+...+S_n^2$ , donde S<sub>n</sub> es el porcentaje de propiedad del accionista.

Inversionistas: Este constructo pretende medir el

impacto de la presencia de los inversionistas institucionales y está asociado a las siguientes variables observables. AFP: Esta variable representa la presencia de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) dentro de los diez principales accionista de la empresa. Las AFP son inversionistas institucionales que administran las cotizaciones provisionales de los trabajadores chilenos de acuerdo al DL 3.500 del año 1981, que cambió el sistema provisional de reparto por un sistema de capitalización individual. INST: Esta variable representa la presencia de las administradoras de inversión, como fondos mutuos y fondos capitales mobiliarios, dentro de los diez principales accionista de la empresa.

#### Especificación del Modelo

#### Ecuación estructural

Esta técnica de regresión multivariada, que examina relaciones de dependencia y análisis factorial, representando conceptos no observables, para realizar estimaciones simultáneas de causa y efecto. El modelo estructural mide los diferentes constructos exógenos que explican las oportunidades de crecimiento.

$$\eta = \lambda \xi + \zeta$$

$$(\eta_1) = \begin{bmatrix} \lambda_{1,1} & \dots & \lambda_{1,4} \end{bmatrix} * \begin{pmatrix} \xi_1 \\ \xi_2 \\ \xi_3 \\ \xi_4 \\ \xi_5 \end{pmatrix} + (\varsigma_1)$$

$$\eta_1 = (OP - CRECIMIENTO,)$$

Considerando que los constructyos ( $\eta$ ; $\xi$ ) son variables no observables, el origen de la escala de medición es arbitrario. La unidad de medida debe ser definida para interpretar la matriz, por lo cual se asigna el valor 1 a uno de los indicadores de los constructos.

#### Ecuaciones de medición

El modelo de medición es un sub-modelo dentro del sistema en donde se explican las variables observables y su correspondiente error de medición. Un indicador puede medir más de un constructo, siempre y cuando esté plenamente justificado por la teoría. El modelo de medición es similar al análisis factorial que constituye su primera etapa. Dentro del modelo de

medición encontramos variables observables exógenas y variables observables endógenas.

Es posible que algunos de los indicadores de los constructos estén relacionados, sin embargo para efectos de ajustes del modelo se supone que no lo están, supuesto que hace que el modelo sea más restrictivo y la prueba del ajuste más exigente. El proceso de estimación se realizó por máxima verosimilitud, aunque para muestras grandes el método se torna sensible, afectando la bondad del ajuste. Estos modelos se fundamentan en el supuesto de distribución normal de las variables.

$$X = \Lambda x \xi + \varepsilon$$

$$\begin{pmatrix} AFP \\ INST \\ FCAJA \\ LIQCTE \\ DISPONIBLE \\ BETA \\ DESV\_OP \\ \%5ACC \\ HERF \\ DCP/ACT \\ DFIN/ACT \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \chi_{2,1} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \chi_{4,2} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \chi_{5,2} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \chi_{5,3} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \chi_{5,4} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \chi_{1,5} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \chi_{1,5} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \chi_{12,3} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \xi_1 \\ \xi_2 \\ \xi_3 \\ \xi_4 \\ \xi_5 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \xi_1 \\ \xi_2 \\ \xi_5 \\ \xi_4 \\ \xi_5 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \xi_1 \\ \xi_2 \\ \xi_5 \\ \xi_4 \\ \xi_5 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \xi_1 \\ \xi_2 \\ \xi_5 \\ \xi_6 \\ \xi_7 \\ \xi_{10} \\ \xi_{10} \\ \xi_{11} \\ \xi_{12} \end{pmatrix}$$

$$Y = \Lambda y \eta + \delta$$

$$\begin{pmatrix} MTB \\ CREC_VTAS \\ CREC_ACT \\ RIE_VTA \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \gamma_{1,1} \\ 1 \\ \gamma_{3,1} \\ \gamma_{4,1} \end{pmatrix} * (\eta_1) + \begin{pmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \end{pmatrix}$$

#### **RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

Los coeficientes estadísticos obtenidos y los resulta-

dos de la evaluación del ajuste modelo se presentan en la **tabla 2** y **3**, respectivamente.

Tabla 2. Coeficientes Estadísticos

		Estimador	Error estándar	Rango crítico	Prob	Label
OP CRECIMIENTO	< Propiedad	-2,165	1,337	-1,619	,105	
OP CRECIMIENTO	< Riesgo	-1,867	1,291	-1,447	,148	
OP CRECIMIENTO	< Liquidez	2,840	3,654	,777	,437	
OP CRECIMIENTO	< Inversionista	4,754	3,248	1,463	,143	
OP CRECIMIENTO	< Deuda	-3,163	2,431	-1,301	,193	
CREC-VTAS	< OP CRECIMIENTO	1,000				
BETA	< Riesgo	1,000				
DESV-OP	< Riesgo	-88,513	27,374	-3,234	,001	
MTB	< OP CRECIMIENTO	-,078	,023	-3,346	***	
CREC-ACT	< OP CRECIMIENTO	,011	,008	1,275	202	
FCAJA	< Liquidez	1,000				
LIQCTE	< Liquidez	3,263	4,216	,774	,439	
DISPONIBLE	< Liquidez	59,820	78,131	,766	.444	
HERF	< Propiedad	,942	,116	8,141	***	
%5ACC	< Propiedad	1,000				
INST	< Inversionista	1,000				
AFP	< Inversionista	-2,750	,674	4,078	***	
RIE_VTA	< OP CRECIMIENTO	,636	,075	8,443	***	
DLP/ACT	< Deuda	1,954	,192	10,161	***	
DCP/ACT	< Deuda	1,000				
DFIN/ACT	C Deuda	2,583	,317	8,152	***	

Fuente: Datos de la Investigación.

Se debe mencionar que el modelo requiere una revisión de los supuestos de las variables, ya que la estimación del Chi-Cuadrado es baja (probabilidad = 0,60), bastante común en este tipo de estimación. Los índices de ajuste absoluto que miden la factibilidad del modelo presentan resultados aceptables, GFI 91%, RMSEA 8,5%. Los resultados de los índices de ajuste incremental, que compara el modelo propuesto con un modelo nulo o sin correlaciones son AGFI 87%, TLI 72%, NFI 76%, IFI 79%, CFI 79%. Los índices de parsimonia que miden la sobre identificación del modelo o la incorporación de demasiados parámetros, presentan estimaciones de PGFI 62%, PNFI 59%, PCFI 61%.

La estimación del modelo de medición se realizó en una primera etapa eliminando aquellas variables que presentaban una alta correlación. Este proceso dejó como resultado que las variables observables se redujeran de 16 a 12 para los "constructos exógenos" y de 5 a 4 para los "constructos endógenos". Esta práctica de perfeccionamiento de los modelos de ecuaciones estructurales es bastante común, siempre que este ajuste se realice con criterios econométricos, respaldados por la teoría, Anderson y Gerbing (1988).

En resumen el modelo de ecuaciones estructurales tiene un ajuste absoluto aceptable, de acuerdo a los criterios que se establecen en la literatura relacionada con este tipo de modelo, Bentler y Bonett (1980), Bentler (1990). Los resultados obtenidos en los índices incrementales son buenos, pero no definitivos, Bentler (1990). Situación similar se observa en los índices de parsimonia. A pesar de que algunos indicadores no presentan los resultados deseados y esperados, se puede decir que el ajuste total es aceptable. Sin embargo, dado la presencia de indicadores fuera de los rangos deseados, los resultados deben ser considerados con "cierta cautela" debido al indicio de no normalidad de algunas variables.

P = probabilidad de no significancia estadística o aceptar Ho

<sup>\*\*\* =</sup> no significancia estadística < 1%

Tabla 3. Índice de Evaluación del Ajuste

Índices de Ajuste Absoluto	
Índice de bondad del ajuste GFI	0,909
Índice raíz cuadrada media del error de aproximación RMSEA	0,085
Índices de Ajustes Incremental	
Índice de bondad del ajuste ponderado AGFI	0,868
Índice de ajuste no normalizado Tucker Lewis TLI	0,72
Índice de ajuste normalizado NFI	0,758
Índice de ajuste incremental IFI	0,792
Indice de ajuste comparativo CFI	0,789
Índices de Ajuste de Parsimonia	
Îndice de ajuste parsimonioso PGFI	0,622
Índice de ajuste parsimonioso normalizado PNFI	0,587
Índice de ajuste parsimonioso comparativo PCFI	0,611
E . D. III II	

Fuente: Datos de la Investigación.

## H<sub>1</sub>: Existe una relación inversa entre endeudamiento y oportunidades de crecimiento

Los resultados obtenidos deben ser tomados con cautela, dada la baja significancia estadística (**tabla 2**), ya que ratifican la hipótesis planteada y están en línea con el pensamiento de recientes investigaciones, especialmente en aquellos mercados que presentan las características que motivan este artículo, en donde, ante mayores oportunidades de crecimiento existe un mayor financiamiento con recursos propios, caso contrario, las empresas con menores oportunidades de crecimiento buscarán recursos externos, particularmente endeudamiento.

Estos resultados serían mas congruentes con la teoría de la jerarquía (POM), Myers (1984), Myers y Majluf (1984), ya que aumentaría el financiamiento con *autofinanciación*, asumiendo mayores riesgos, los cuales son recompensados por una mayor rentabilidad, siempre y cuando esto no signifique un incremento en el endeudamiento total, Fama y French (2002). En la misma línea argumental, Chen (2002) encontró para las empresas holandesas una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el ratio de endeudamiento. Huang y Song (2006) encuentran la misma relación para las empresas pertenecientes a la economía China, situación similar a la encontrada por Pandey (2001) para las empresas de

Malasia. En el mismo sentido, De Andrés et al. (2000) encuentran una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el ratio de endeudamiento de las empresas españolas. Maquieira et al. (2007) encuentran para las empresas chilenas una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento y el financiamiento a corto y largo plazo, lo que está en concordancia con la teoría de la jerarquía, reflejando que las empresas que enfrentan posibles problemas de sobre-inversión, prefieren emitir deuda de corto plazo. Azofra et al. (2007) encuentran que las empresas españolas financian sus oportunidades de crecimiento con deuda, pero una vez que han agotado los recursos propios.

# H<sub>2</sub>: Existe una relación inversa entre concentración de la propiedad y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento

Los resultados obtenidos respaldan la hipótesis planteada. La concentración de la propiedad es considerada por los mercados como una forma ineficiente de gestión de proyectos. Chen y Yur-Austin (2007) señalan que los accionistas controladores se preocupan de evitar que los recursos se utilicen en forma ineficiente, más que de aprovechar nuevas oportunidades de inversión. Por otra parte, la concentración de la propiedad no asegura beneficiarse de las oportunidades de crecimiento, particularmente por la es-

pecialización que se requiere para gestionar los proyectos, Burkat et al. (2006), y por las características de las oportunidades de crecimiento en cuanto al riesgo y especificidad de los activos, Vilasuso y Minkler (2001).

# H<sub>3</sub> : Existe una relación inversa entre el riesgo de la empresa y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento

Los resultados obtenidos respaldan la hipótesis planteada, ya que la relación entre los constructos oportunidades de crecimiento y riesgo es negativa. Este resultado es compatible o refleja la idea consensuada de una actitud conservadora de los controladores, considerando las características de la muestra, Vilasuso y Minkler (2001), De Andrés et al. (2000). Es interesante destacar la relación directa que existe entre la concentración de la propiedad y la actitud frente al riesgo de los controladores.

H<sub>4</sub>: Existe una relación directa entre la presencia de inversores institucionales y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento. Los resultados obtenidos respaldan la hipótesis planteada, ya que se obtuvo una relación positiva entre la presencia de las AFP y de otros inversionistas institucionales y el impacto sobre las oportunidades de crecimiento, situación que reafirma lo planteado por Wei et al. (2005), Almazan et al. (2005), Chen J (2001) y particularmente lo señalado para Chile por Agosin y Pasten (2003) y por Lefort (2003).

# ${ m H_5}$ : Existe una relación directa entre la liquidez de las empresas y el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento

Los resultados obtenidos carecen de la significancia estadística a nivel de ecuaciones estructurales y a nivel de ecuaciones de medida (tabla 2).

#### **CONCLUSIONES**

El presente artículo ha pretendido entregar una visión integral y simultánea de las relaciones de causalidad y efecto de las variables que perturban a las oportunidades de crecimiento. Este desafío resultó interesante debido a la necesidad de ponderar y analizar rigurosamente las teorías clásicas desarrolladas, ya que generalmente las características del mercado y de las empresas pueden alterar su aplicación y su impacto. Por otra parte, resulta relevante la aplicación de una metodología econométrica que permitió abordar en forma integral y simultánea las relaciones de causalidad del modelo.

Los resultados muestran que las empresas financian sus oportunidades de crecimiento con recursos propios y buscan el financiamiento externo cuando estas oportunidades se reducen, resultado que se enmarca dentro de la línea de pensamiento planteada por Myers (1977), en donde las empresas enfrentan posibles problemas de sub-inversión con recursos propios y problemas de sobre-inversión con recursos externos.

Si analizamos la composición de las ecuaciones estructurales que afectan las oportunidades de crecimiento, observamos que la participación de los inversionistas institucionales afecta positivamente a las oportunidades de crecimiento, situación que parece razonable, ya que la presencia de los inversionistas institucionales contribuye al monitoreo y desarrollo de las organizaciones.

Además se observa que el riesgo y la concentración de la propiedad cargan negativamente a las oportunidades de crecimiento, situación que se puede explicar por las características particulares del mercado local, en donde existe un fuerte componente familiar de la propiedad, lo que genera actitudes conservadoras frente al riesgo, conjuntamente con la falta de especialización para abordar nuevos proyectos, lo que puede limitar el aprovechamiento de las oportunidades y el desarrollo de las empresas.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin, M. and Pastén, E. 2003. Corporate governance in Chile. Working Paper Central Bank of Chile, N° 209.
- Allen, F. 2001. Do financial institutions matter. *The Journal of Finance*. 56(4):1165-1175.
- Almazan, A., Hartzelly, J. and Starks, L. 2005. Active institutional shareholders and costs of monitoring. Evidence from executive compensation. *Financial Management*, 34(4):5-35.
- Almeida, H. and Wolfenzon, D. 2006. A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6):2637-2682.
- Anderson, J. and Gerbing, D. 1998. Structural equation modelling in practice: A review and recommended two step approach. *Psychological Bulletin*, 103(3):411-423.
- Ang, J., Cole R. and Wuh lin, J. 2000. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1):81-106.
- Antoniu, A., Gurey, Y. and Paudyal, K. 2002. The determinants of corporate debt maturity structure Working Paper, Department of Economics and

- Finance, University of Durham.
- Attig N., Fischer, K. and Gadhoum, Y. 2004. On the determinants of pyramidal ownership: evidence on dilution of minority interests. Working Paper, Saint Mary's University.
- Azofra, V., Saona, P. and Vallelado, E. 2007. Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 86:11-30.
- Azofra, V., Saona, P. and Vallelado, E. 2004. Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinante del endeudamiento de las empresas chilenas. *Revista Abante*, 7(2):105-145.
- Barclay, M., Marx, L. and Smith, C. 2003. The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*, 9:149-167.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. and Triantis, G. 2000. Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. Working Paper N° 6951. Harvard Law School Olin Discussion Paper N° 249.
- Bentler, P. 1990. Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin*, 107:238-246.
- Bentler, P. and Freeman, E. 1983. Tests for stability in linear structural equation systems. *Psychometrika*, 48:143-145.
- Bentler, P. and Bonett, D. 1980. Significance tests and goodness of fit in the analysis of covariance structures. *Psychological Bulletin*, 88:588-606.
- Burkart, M. and Panunzi, F. 2006. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15:1-31.
- Carvalhal da Silva, A. and Subrahmanyam, A. 2007. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, 13:1-24.
- Chang, Ch., Lee, A. and Lee, Ch. 2005. Determinants of capital structure choice: a structural equation modeling approach. Working Paper Graduate Institute of Finance National Chiao-Tung University Hsinchu, Taiwan R.O.C.
- Chen, K. 2002. The influence of capital structure on company value with different growth opportunities. Paper for EFMA 2002 Annual Meeting, FAME and University of Lausanne, 14p.
- Chen, X. and Yur-Austin, J. 2007. Re-measuring agency costs: the effectiveness of blockholders. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47:588-601.
- Childs, P., Mauer, D. and Ott, S. 2005. Interactions of

- corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflict. *Journal of Financial Economics*, 76:667-690.
- Chung, K. and Chareonwong, Ch. 1991. Investment options, assets in place, and the risk of stock. *Financial Management*, 20(3):21-33.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. and Lang, L. 1999. Expropriation of minority shareholders in east Asia. Working Paper University of Amsterdam Diciembre 1999.
- De Andres, P., Azofra, V. y Rodríguez, J. 2000. Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual. Un contraste empírico para el caso Español. *Investigaciones Económicas*, 24(3):641-679.
- De-Andres, P., San Martín, P. y Saona, P. 2004. Decisiones financieras en la empresa chilena. Una mirada a través de las oportunidades de crecimiento. *Revista Abante*, 7(1):3-34.
- De Angelo, H., De Angelo, L. and Stulz, R. 2006. Dividend policy, agency costs, and earned equity. *Journal of Financial Economics*, 81(2):227-254.
- Deshmukh, S. 2003. Dividends initiation and asymmetric information: a hazard model. *The Financial Review*, 38:351-368.
- Dittmar, A., Marht-Smith, J. and Servaes, H. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1):111-135.
- Easterbroock, F. 1984. Two agency cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4):650-659.
- Faccio, M., Lang, L. and Young, L. 2001. Debt and corporate governance Working Paper. The Chinese University of Hong Kong.
- Fama, E. and French, K. 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1):1-33.
- Filatotchev, I., Isachenkova, N. and Mickiewicz, T. 2007. Corporate Governance, Manager's Independence, Exporting, and Performance of Firms in Transition. Economies Emerging Markets Finance and Trade, 43(5):62-77.
- Giannetti, M. 2002. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference; EFA 0042.
- Harford, J. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6):1969-1997.
- Harris, M. and Raviv, A. 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46:297-355.

- Huang, G. and Song, F. 2006. The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review*, 17:14-36.
- Jacquier, E., Titman, S. and Yalcın, A. 2001. Growth opportunities and assets in place: implications for equity betas. Boston College Working Paper.
- James, C. and Smith, D. 2000. Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-rasing process. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1):52-63.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2):323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3):1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 59(1-2):3-27.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of finance*, 54(2):471-517.
- Lefort, F. 2003. Gobierno corporativo ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa? Cuadernos de Economía, 120:207-237.
- Lefort, F. 2005. Ownership structure and corporate governance in latin America. *Revista Abante*, 8(1):55-84.
- Lehn, K., Patro, S. and Zhao, M. 2004. Determinants of the size and Structure of corporate boards: 1935-2000. Working Paper, University of Pittsburgh.
- Levine, R. 2002. Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11:398-428.
- Lins, K.V. 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1):159-184.
- Majluf, N., Abarca, N., Rodriguez, D. and Fuentes, L. 1988. Governance and ownership structure in Chilean economics groups Revista Abante, 1(1):111-139.
- Mao, C. 2003. Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: theory and evidence.

- Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(2):399-423.
- Maquieira, C., Olvavarrieta, S. and Zutta, P. 2007. Determinantes de la estructura de financiación. Evidencia empírica para Chile. El Trimestre Económico, 74(1):161-193.
- Mascareñas, J. 2007. Contratos Financieros Principal-Agente. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 13. http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm.
- Modigliani, F. and Miller, M. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48:261-297.
- Morellec, E. and Smith, C. 2005. Agency conflicts and risk management. Simon School, University of Rochester, Research Paper Series, Forthcoming Available at SSRN.
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5:147-175
- Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3):575-592.
- Myers, S. and Majluf, N. 1984. Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13:187-221.
- Pandey, I. M. 2001. Capital structure and the firm characteristics. Evidence from an emerging markets. Working Paper Indian Institute of Management. Ahmedabad, India.
- Smith, C.W. and Watts, R.L.1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and financing policies. *Journal of Financial Economics*, 32:262-292.
- Stulz, R. 1990. Managerial discretions and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26:3-27.
- Thesmar, D. 2001. The governance of subsidiaries: how pyramidal ownership magnifies the separation of ownership and control. Working Paper 2001-14 INSEE-CREST.
- Titman, SH. and Wessels, R. 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1):1-19.
- Vilasuso, J. and Minkler, A. 2001. Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm. *Journal of Economic Behavior y Organization*, 44:55-69.
- Wei, Z., Xie, F. and Zhang, S. 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1):87-108.