

DOC. 111/96

VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ

LA VALORACIÓN POR EL MERCADO DE CAPITALES
ESPAÑOL DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA
Y DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES

**LA VALORACIÓN POR EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL DE LA
FINANCIACIÓN BANCARIA Y DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES**

Víctor Manuel González Méndez
Universidad de Oviedo

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto sobre el valor de mercado de las empresas de las emisiones de obligaciones y de las concesiones de préstamos bancarios. La participación de las entidades financieras en la financiación de las empresas presenta ventajas asociadas a la reducción de los problemas de selección adversa y de riesgo moral existentes entre prestatarios y prestamistas. Los resultados muestran la existencia de rentabilidades anormales positivas en torno al día de concesión de financiación bancaria y de emisiones de obligaciones. Además, la reacción experimentada por el mercado de capitales varía según el compromiso adquirido por la entidad financiera en la financiación de los proyectos de la empresa y en función de la necesidad de control de la actuación directiva.

1. Introducción

Estudios previos han mostrado que las emisiones públicas de títulos se encuentran asociadas con una respuesta negativa por parte del mercado de capitales, aunque no estadísticamente significativa (Mikkelson y Partch, 1986; Eckbo, 1986 y James, 1987). Este hecho contrasta con la evidencia existente sobre la reacción del mercado de valores ante la concesión de financiación bancaria (James, 1987; Lummer y McConnell, 1989; Slovin *et al.*, 1992; Best y Zhang, 1993; Preece y Mullineaux, 1994 y Billett *et al.*, 1995). La explicación teórica dada sobre la naturaleza de esta diferencia reside en que los prestamistas bancarios son capaces de obtener información privada sobre el valor de la empresa y/o tienen los incentivos y la capacidad para supervisar el comportamiento de la empresa de forma más efectiva que otros supervisores externos.

Otros trabajos han analizado el efecto de la relación entre las entidades financieras y las empresas sobre el volumen de fondos prestados, el tipo de interés y las garantías exigidas por los mismos (James y Wier, 1990; Slovin y Young, 1990; Petersen y Rajan, 1994 y Berger y Udell, 1995), sobre las restricciones al comportamiento inversor de la empresa derivadas de la generación de fondos internos (Hoshi *et al.*, 1990b y 1991 y Horiuchi y Okazaki, 1994) y sobre la resolución de las dificultades financieras (Hoshi *et al.*, 1990a; Gilson *et al.*, 1990 y Slovin *et al.*, 1993).

En un sentido similar a los primeros estudios mencionados, esta investigación analiza el efecto sobre el valor de mercado de las empresas de las emisiones de obligaciones y de concesiones de préstamos bancarios. El análisis realizado relaciona la reacción del mercado en torno al anuncio de concesión de préstamos bancarios con la comunicación de información por

parte de las entidades financieras y con la reducción de los costes de agencia asociados a la relación entre directivos y aportantes de fondos externos.

En la sección dos se desarrollan los argumentos teóricos que apoyan la reducción de las asimetrías informativas por parte de los intermediarios financieros y que sirven de base para el planteamiento de las hipótesis a contrastar. En la sección tres se describe la muestra y la metodología utilizada para el estudio de la reacción del mercado de valores español ante los anuncios de concesión de financiación intermediada y de emisiones de obligaciones. Los contrastes realizados y los resultados obtenidos se presentan en la sección cuatro. En la última sección se recogen las conclusiones más relevantes.

2. Las entidades financieras en la evaluación y supervisión de la empresa

La justificación para el deseo por parte de las empresas de acudir a las entidades financieras para la obtención de fondos ha de descansar sobre las imperfecciones que concurren en los mercados financieros ya que si éstos estuvieran libres de imperfecciones no existiría razón alguna para la intermediación financiera dado que ésta incorpora costes frente a la financiación mediante la emisión de activos financieros.

Los problemas de información presentes en los mercados financieros originan dificultades a la negociación directa entre demandantes y oferentes de fondos, en tanto que éstos son incapaces de valorar la calidad de los proyectos de inversión de la empresa y de predecir el comportamiento directivo con posterioridad a la obtención de financiación. Los problemas de selección adversa y de riesgo moral que tienen su origen en la existencia de información privada determinan que los suministradores de financiación externa se muestren

poco dispuestos a proveer fondos a aquellas empresas que mantienen un alto grado de información asimétrica.

En un contexto de asimetría en la información y donde los incentivos a realizar actividades de adquisición de información y de control de la gestión se encuentran seriamente dañados, las empresas tendrán dificultad para la obtención de fondos externos en función de su capacidad para mostrar a los inversores la calidad de sus proyectos de inversión y la honestidad de su comportamiento.

El estudio del papel desempeñado por las entidades financieras en la canalización de fondos desde el ahorro hacia la inversión debe centrarse en las actividades de evaluación y supervisión realizadas por las mismas. La delegación de estas actuaciones a las entidades financieras puede afectar a la información disponible por los inversores con respecto a la verdadera calidad de los proyectos de las empresas que reducirá el problema de selección adversa y a la reducción de los costes de agencia derivados de la relación entre los directivos y los suministradores de fondos externos. En este sentido, los intermediarios financieros realizan actividades de producción de información y de control de las acciones llevadas a cabo por las empresas demandantes de fondos ajenos que pueden reducir los problemas informativos y mitigar las dificultades de acceso a financiación externa.

Las entidades financieras disponen de los incentivos necesarios para comprometerse en actividades de obtención de información y disfrutan además de ventajas en tal proceso. En efecto, las entidades financieras tendrán un mejor y más amplio conocimiento sobre las perspectivas futuras de las empresas prestatarias que otros agentes participantes en los mercados financieros. Así, pueden disponer de experiencia y capacidades que les permitan

obtener mejor información que el resto de los inversores, en cuyo caso las entidades financieras entrarán en una relación de préstamo con ventajas en información con respecto a otros prestamistas. Por otra parte, las entidades financieras pueden tener acceso a mejor información sobre las empresas prestatarias como consecuencia del mantenimiento de una relación continuada de negocios, de tal forma que dispondrán de información más fiable sobre aquellas empresas con las que mantienen relaciones financieras estables¹ (Lummer y McConnell, 1989 y Best y Zhang, 1993). Ambas explicaciones sobre la forma de obtención de la información no son excluyentes, sino que pueden darse conjuntamente.

La visión de las entidades financieras desde una óptica de generadoras y procesadoras de información con la finalidad de tomar decisiones de inversión, determina que éstas sean interpretadas como valiosas señales por los agentes económicos menos informados. Así, las decisiones tomadas por las entidades financieras relativas a inversiones a realizar, tales como la concesión de préstamos bancarios, proporcionan información al mercado sobre la calidad de los proyectos de inversión de la empresa, según la valoración realizada por un agente con información interna (Leland y Pyle, 1977).

La actividad de obtención de información por parte de la entidad financiera permite no sólo la valoración de la calidad de los proyectos de inversión sino también el control de la actuación directiva. La supervisión de las empresas por parte de las entidades financieras se lleva a cabo con la finalidad de disciplinar a los directivos tratando de aunar sus intereses con los de los suministradores de fondos. Este control puede adoptar dos formas diferentes. Por una parte, las entidades financieras pueden supervisar directamente las actuaciones de la empresa tratando de asegurar el cumplimiento de sus obligaciones. Por otra parte, la supervisión directa puede ser sustituida por el establecimiento de una relación a largo plazo por

parte de la entidad financiera con el prestatario, en la cual se creen los incentivos para que ambas partes deseen la continuidad de los vínculos establecidos (Mayer, 1988 y Shleifer y Summers, 1988).

No obstante, la supervisión realizada por las entidades financieras no siempre será igualmente valorada, dado que pueden existir mecanismos de control alternativos que eliminen la necesidad de aquella. Los diferentes agentes económicos que se relacionan con la empresa pueden tener interés en realizar el control de la actividad empresarial, en cuyo caso la supervisión por parte de las entidades financieras tendrá menor relevancia que cuando no existen otros mecanismos que permitan disciplinar el comportamiento directivo.

La obtención de información privada por parte de las entidades financieras posibilita una mejor evaluación de la calidad de los proyectos de inversión del prestatario en el caso de una asimetría informativa ex-ante y la realización de la supervisión de las actuaciones de la empresa que pueda permitir la normal ejecución de los contratos de endeudamiento, por lo que se refiere a los problemas de riesgo moral. Por lo tanto, se esperaría una respuesta más positiva del mercado ante el anuncio de concesión de financiación intermediada frente a las emisiones de títulos. Además, la evaluación y supervisión realizadas por las entidades financieras provocarían que el precio de las acciones de las empresas prestatarias ante anuncios de concesión de financiación intermediada variase según el compromiso que la entidad financiera adquiere en la financiación de las necesidades de inversión y en función de la necesidad de control de las actuaciones de la empresa.

La señal sobre las expectativas de la empresa será tanto más valiosa cuanto mayor sea el compromiso adquirido por la entidad financiera en la financiación de los proyectos de la

misma. La relación positiva entre la variación en el valor de mercado experimentada por las acciones de las empresas prestatarias y el importe relativo de la financiación concedida² justificaría la existencia de efectos informativos en las decisiones de concesión de préstamos bancarios por parte de las entidades financieras. La concesión del préstamo bancario muestra la buena calidad de los proyectos de inversión de la empresa y el importe relativo del mismo sería indicativo del compromiso adquirido por la entidad financiera con los proyectos de la empresa.

El papel supervisor desarrollado por los intermediarios financieros es especialmente valorado cuando la empresa demandante de financiación bancaria no está sometida a la supervisión de los mercados financieros. Así, la rentabilidad anormal positiva asociada a la concesión de préstamos bancarios estará relacionada con la reducción de conductas oportunistas por parte de los directivos de las empresas demandantes de fondos que pueden ser evitadas por la actuación supervisora de las entidades financieras. Sin embargo, la supervisión bancaria será menos valorada por los aportantes de fondos externos cuando existan otros agentes que tengan interés en controlar la actividad de la empresa.

La existencia de oportunidades de inversión rentables es capaz de disciplinar a los directivos mitigando los deseos de éstos de realizar comportamientos que sean contrarios a los intereses de los suministradores de fondos. La incapacidad de las empresas con elevadas oportunidades de inversión para financiar todos sus proyectos con recursos generados internamente implica que han de acudir a los mercados financieros. En esta situación, los mercados financieros proporcionarán una supervisión efectiva de las actividades de la empresa, disciplinando a la misma de forma más frecuente y reduciendo los costes de agencia.

Las empresas con altas tasas de inversión y elevada demanda de fondos externos utilizan frecuentemente de algún modo los mercados financieros, por lo cual los beneficios adicionales de incrementar la supervisión a través de préstamos bancarios será menor. Además, la necesidad futura de fondos para financiar las oportunidades de inversión proporciona los incentivos necesarios para que las empresas mantengan comportamientos tendentes a la devolución de los recursos utilizados. El mantenimiento de una buena reputación de pago permite que en el futuro los fondos puedan ser obtenidos en condiciones menos restrictivas.

Por otra parte, la existencia de escasas oportunidades de inversión dota a los directivos de mayor discrecionalidad en la toma de decisiones relativas a la asignación de recursos generados internamente. La utilidad de la supervisión bancaria para reducir los costes de agencia de la relación entre los directivos y los aportantes de fondos externos será especialmente útil cuando las oportunidades de inversión de la empresa sean menores.

Se utiliza el crecimiento del activo total del balance como variable proxy del grado de supervisión ejercida por los mercados financieros sobre el comportamiento directivo (Hansen *et al.*, 1994). Cuanto mayor sea el crecimiento de los activos de la empresa, en mayor grado acudirá ésta a los mercados financieros y mayor interés existirá por llevar a cabo una gestión acorde con los intereses de los suministradores de fondos que permita la obtención de financiación futura en buenas condiciones. Para estas empresas la supervisión realizada por parte de la entidad financiera proporciona escasas ventajas, mientras que para empresas con menores tasas de crecimiento la supervisión realizada por las entidades financieras será valorada positivamente por el mercado de capitales.

En consecuencia, la existencia de efectos informativos en las concesiones de préstamos bancarios provocaría una relación positiva entre la rentabilidad en exceso en torno al día del anuncio y el importe relativo de la financiación. Así mismo, el efecto de reducción de costes de agencia de la relación entre directivos y aportantes de fondos externos por la supervisión de las entidades financieras implicaría la existencia de una relación inversa entre la rentabilidad anormal en torno al día del anuncio del préstamo bancario y las oportunidades de inversión de la empresa, medidas a partir del crecimiento de los activos.

3. Muestra, base de datos y metodología

El contraste de las hipótesis propuestas de efectos informativos y de reducción de los costes de agencia se realiza sobre las empresas admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid y que durante el período comprendido entre enero de 1988 y diciembre de 1994 han emitido obligaciones no convertibles y han contratado préstamos bancarios. La muestra incluye treinta y siete empresas no financieras pertenecientes a los sectores eléctrico³, autopistas, alimentación, construcción, papel, inmobiliario, químico, construcción de maquinaria y material eléctrico, cementos y materiales de construcción, comunicaciones, automóviles, metálicas básicas, pesca y petróleo.

Las muestras de préstamos bancarios y de emisiones de obligaciones presentan algunas características diferenciadoras. El vencimiento medio de la muestra de préstamos bancarios es algo inferior al que presentan las emisiones de obligaciones, así mientras los préstamos bancarios presentan por término medio un vencimiento de cinco años y medio, las emisiones de obligaciones tienen un vencimiento medio ligeramente superior a los siete años –tabla 1–. Por lo que hace referencia al tamaño de los prestatarios, las empresas demandantes de préstamos

Tabla 1. Características de las muestras de préstamos bancarios y de emisiones de obligaciones

		Préstamos bancarios	Emisiones de obligaciones
Vencimiento	Media	5,59	7,10
	Mediana	6	6,50
	Desviación típica	2,18	3,13
Cuantía endeudamiento	Media	9650mill.	16028mill
	Mediana	5800	10000
	Desviación típica	11751	19737
Activo _{t-1}	Media	842097	1742942
	Mediana	771277	1282693
	Desviación típica	590766	1306416
Valor de mercado _{t-1}	Media	165468	452881
	Mediana	125036	315503
	Desviación típica	192077	355608
Cambio endeudamiento	Media	0,0032	0,0077
	Estadístico	(0,95)	(1,62)
	Desviación típica	0,040	0,047

bancarios tienen un tamaño inferior a la mitad que aquellas que emiten obligaciones, tanto si se utiliza como medida el volumen de activo o el valor de mercado de los fondos propios. Son, por tanto, las empresas de mayor tamaño las que tienen mayor facilidad para acceder a la financiación directa mediante las emisiones de títulos en los mercados financieros, mientras que las empresas de menor tamaño acuden en mayor medida a la financiación intermediada.

La modificación en el endeudamiento derivada de la contratación de nueva financiación ajena se ha definido como la diferencia en el total de deuda a largo y a corto plazo sobre el

total de activo de la empresa entre el treinta y uno de diciembre del año en que se ha obtenido la nueva financiación y el treinta y uno de diciembre del año anterior. El cambio en el endeudamiento originado como consecuencia del préstamo bancario y de la emisión de obligaciones no es estadísticamente significativo⁴.

La metodología utilizada consiste en el estudio de eventos y su aplicación exige seguir una serie de pasos. En primer lugar, se identificaron las fechas de anuncio de la financiación ajena. Por lo que se refiere a los préstamos bancarios, las fechas se han obtenido mediante la búsqueda en el diario económico Expansión de noticias relativas a la concesión de préstamos a empresas que cotizasen en la Bolsa de Madrid y a partir de la información suministrada por Unión Eléctrica, S.A. (UNESA)⁵. Por lo que respecta a las emisiones de obligaciones las fechas de anuncio se han obtenido mediante la búsqueda en el Boletín de cotización diario de la Bolsa de Madrid y a partir de los registros existentes en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.).

La selección de la muestra de anuncios a utilizar se ha realizado eliminando todos los anuncios que estuvieran acompañados de ampliaciones o reducciones de capital, de pago de dividendos y de intentos de toma de control. La depuración de cada una de las muestras nos llevó a eliminar los anuncios del otro evento considerado, de tal forma que para la muestra de obligaciones se eliminaron aquellos anuncios para los cuales existían noticias de la concesión de préstamos bancarios que pudieran confundir el efecto a analizar. Esta depuración de la muestra original fue llevada a cabo para evitar que la transmisión de información motivada por alguno de los anuncios mencionados incidiera sobre el análisis contaminando el efecto específico derivado de la financiación bien mediante la emisión de títulos o la concesión de préstamos bancarios. Una vez realizado este filtro en la muestra original dispusimos de ciento

cuarenta y siete anuncios de préstamos bancarios y de noventa y tres emisiones de obligaciones.

Las cotizaciones diarias de las entidades que componen la muestra y del índice general de la Bolsa de Madrid se ha obtenido de la Sociedad de Difusión de la Información de la Bolsa de Madrid.

La respuesta en el precio de las acciones en torno a los días de anuncio de financiación ajena se analiza a partir del cálculo de la rentabilidad anormal, que se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida en un día determinado y la rentabilidad esperada según el modelo de mercado. Las rentabilidades anormales son calculadas para cada uno de los días que componen la ventana del período de estudio⁶:

$$RA_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \bar{R}_{mt}) \quad [1]$$

donde RA_{jt} es la rentabilidad residual, en exceso o por defecto, del título k en el día t , que varía entre -10 y +10. El siguiente paso consiste en calcular la rentabilidad anormal media para el total de acontecimientos:

$$\overline{RA}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N RA_{jt} \quad [2]$$

siendo N , en cada caso, el número de préstamos bancarios y de emisiones de obligaciones. El exceso de rentabilidad acumulado se obtiene para cada título agregando las rentabilidades anormales de los días en que tiene lugar la mayor reacción del precio de las acciones, representamos los extremos de la ventana de estudio como (a, b) ⁷.

$$\overline{RA C} = \sum_{t=a}^b \overline{RA}_t \quad [3]$$

El estadístico utilizado para contrastar la hipótesis nula de que la rentabilidad anormal acumulada, durante los días en torno al evento, es igual a cero fue obtenido realizando los pasos siguientes. En primer lugar, y con la finalidad de obtener muestras idénticamente distribuidas, se normalizaron las rentabilidades anormales o en exceso diarias para cada acción, utilizando la desviación típica de cada una de ellas, esto es:

$$SRA_{jt} = \frac{RA_{jt}}{S_{jt}} \quad [4]$$

donde

$$S_{jt} = \left\{ V_j^2 \left[1 + \frac{1}{ED} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{t=-130}^{-11} (R_{mt} - \bar{R}_m)^2} \right] \right\}^{1/2} \quad [5]$$

siendo V_j^2 la varianza residual sobre el período de estimación del modelo de mercado (-130, -11) y ED el número de días que componen este período, esto es, 120 días, \bar{R}_m es la rentabilidad media de la cartera de mercado durante el período de estimación y R_{mt} es la rentabilidad proporcionada por la cartera de mercado en el día t . A continuación para cada título j se suman las rentabilidades anormales normalizadas experimentadas entre los días $t=a$ y $t=b$ que rodean al anuncio del hecho considerado como relevante para obtener de forma normalizada la rentabilidad anormal acumulada:

$$SRAC = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=a}^b \frac{SRA_{jt}}{\sqrt{b-a+1}} \quad [6]$$

Puesto que los excesos de rentabilidad diarios se suponen normales e independientes a través del tiempo⁸ se puede contrastar si el promedio de las rentabilidades anormales acumuladas es significativamente distinto de cero, utilizando el siguiente estadístico Z, que sigue una distribución normal de media nula y desviación típica igual a la unidad.

$$Z = \sqrt{N}(SRAC) \quad [7]$$

Cuando el tamaño muestral es reducido los estadísticos no paramétricos convencionales dan lugar a inconvenientes dado que para que su especificación sea correcta, las distribuciones estadísticas de rentabilidades anormales observadas han de ser simétricas, condición que no suele cumplirse (Brown y Warner, 1985). Para solucionar tal problema Corrado (1989) desarrolla un estadístico no paramétrico de rangos que transforma la posible asimetría de la distribución de las rentabilidades anormales en una distribución normal para los diferentes valores de los rangos considerados, siendo sus momentos, para tamaños muestrales mayores o iguales a diez, similares a los esperados de una distribución normal estándar.

Por esta razón cuando el tamaño muestral disponible es reducido⁹ se utilizó el estadístico no paramétrico de rangos desarrollado por Corrado (1989). El test de rango único considerado supone transformar la serie de rentabilidades anormales, calculadas como diferencia entre la rentabilidad real y la esperada medida ésta a partir del modelo de mercado, en su respectivo rango. Así, tendremos un rango para la rentabilidad anormal de cada anuncio y en cada momento del tiempo:

$$K_{jt} = \text{rango}(RA_{jt}) \quad t = -130, \dots, +10$$

siendo:

RA_{jt} = la rentabilidad anormal del momento t para el anuncio j ,

K_{jt} = el rango correspondiente para la rentabilidad anormal del anuncio j en el momento t , de tal forma que si $RA_{jt} > RA_{ji}$, entonces, $K_{jt} > K_{ji}$ para toda rentabilidad anormal del anuncio j para cualquier valor de t e i . Dado que el período de estimación de las rentabilidades esperadas va desde -130 a -11 y la ventana del evento comprende desde -10 a +10, el número de rentabilidades anormales utilizadas para calcular el rango, en nuestro caso, será 141, con lo cual el rango variará entre 1 y 141.

Una vez que se ha asignado un rango a cada una de las rentabilidades anormales tanto para el período de estimación como para la ventana del evento se sustituye dicho rango K_{jt} por la diferencia entre dicho rango y el rango medio, que será igual a un medio más la mitad del número de rentabilidades observadas. En nuestro caso el rango medio será 71, ($\bar{K} = 71$), dado que el número de rentabilidades utilizadas en el cálculo del mismo son 141. El estadístico a utilizar se construye como sigue:

$$Z = \frac{\left(\left(\frac{1}{N} \right) \sum_{k=1}^N \sum_{t=a}^b \frac{(K_{kt} - \bar{K})}{S(K)} \right)}{\sqrt{b-a+1}} \quad [8]$$

siendo $S(K)$ la desviación estándar que se calcula según la expresión siguiente:

$$S(K) = \left(\left(\frac{1}{141} \right) \sum_{t=-130}^{+10} \left(\left(\frac{1}{N} \right) \sum_{k=1}^N (K_{kt} - \bar{K}) \right)^2 \right)^{1/2} \quad [9]$$

Este procedimiento transforma la distribución de rentabilidades anormales observadas en una distribución normal para los posibles valores del rango, con independencia de la existencia de asimetría en la distribución original.

4. Resultados obtenidos

Los resultados obtenidos muestran la existencia de rentabilidades anormalmente positivas en torno al anuncio de concesión de financiación bancaria concentradas en el mismo día del anuncio –tabla 2–. Las acciones de las empresas prestatarias muestran por término medio una rentabilidad anormal de 0,30% en el mismo día del anuncio de la concesión del préstamo bancario y de 0,48% si consideramos también el día posterior, rechazándose la hipótesis nula de que ambas rentabilidades sean iguales a cero para un nivel de confianza superior al 95%.

La diferenciación dentro de la muestra total de aquellos anuncios de préstamos bancarios en los que existe una relación estable y continuada de préstamo nos permitió poner de manifiesto que las entidades financieras adquieren mayor información a lo largo de una relación con las empresas demandantes de fondos que permite una mejor evaluación de su calidad, a la vez que se crean los incentivos necesarios para un comportamiento acorde con los suministradores de fondos externos.

Tabla 2. Rentabilidad anormal para los anuncios de concesión de financiación bancaria según se trate de nuevas concesiones o de renovaciones

	Muestra total	Nuevas Concesiones	Renovaciones
RA_0	0,00300 (2,600)	0,00100 (1,144)	0,01092 (3,699)
$RAC_{(0,+1)}$	0,00484 (2,264)	0,00230 (1,416)	0,01273 (2,125)
$RAC_{(0,+2)}$	0,00520 (2,344)	0,00174 (1,335)	0,01584 (2,361)
$RAC_{(-2,+2)}$	0,00507 (2,216)	0,00151 (1,378)	0,01600 (2,050)
$RAC_{(-3,+2)}$	0,00486 (2,112)	0,00121 (1,291)	0,01644 (2,026)

La rentabilidad anormal positiva para la submuestra de renovaciones por parte de la misma entidad financiera alcanza un valor superior a la muestra global y se sitúa en un 1,09% en el día cero, valor que es estadísticamente significativo a un nivel de confianza superior al 99%. Por su parte, el análisis de la muestra de préstamos en los que no existe referencia sobre su carácter de renovación pone de manifiesto que no hay una reacción positiva estadísticamente significativa por parte del mercado.

Esta mayor respuesta en el precio de las acciones ante anuncios de renovaciones de préstamos bancarios es consistente tanto con la hipótesis de efectos informativos como con la de reducción de los costes de agencia. Por una parte, la mejor información de que disponen las entidades financieras por el mantenimiento de una relación continuada permite que la evaluación del riesgo del prestatario sea más fiable. Mientras que por otra parte, se facilita la realización de la actividad de supervisión por el deseo de ambas partes de mantener la relación

financiera, no deseando los prestatarios tomar decisiones que puedan terminar en la ruptura de las mismas.

Los resultados obtenidos para la muestra de emisiones de obligaciones contrastan con la evidencia empírica existente, ya que ponen de manifiesto la existencia de rentabilidades anormales positivas y significativas en torno al día del anuncio –tabla 3–.

Tabla 3. Rentabilidad anormal para los anuncios de emisión de obligaciones

	Muestra total	Aseguradas	No aseguradas
RA ₀	0,31%	0,31%	0,28%
	(2,198)	(2,008)	(1,123)

Ante la posibilidad de que este efecto se deba a la extensa participación que las entidades financieras toman en los procesos de emisión de títulos de renta fija de las empresas españolas¹⁰, realizando no sólo la colocación de los títulos sino también garantizando la misma, se ha contrastado la existencia de una reacción diferente por parte del mercado según se trate o no de una colocación asegurada. La rentabilidad anormal en torno al anuncio de emisiones de obligaciones cuya colocación se encuentra asegurada por alguna entidad financiera es positiva, estadísticamente significativa y con valor similar al obtenido para la muestra total. Por su parte, la submuestra de emisiones de obligaciones cuya colocación no se encuentra asegurada tiene una rentabilidad anormal positiva y de valor similar que para la muestra total, aunque no es estadísticamente significativo.

Estos resultados se revelan como no concluyentes a la hora de aportar evidencia favorable con respecto al proceso de evaluación y aseguramiento realizado por las entidades financieras. La similar reacción del mercado ante anuncios de emisiones de obligaciones independientemente de que la colocación se encuentre o no asegurada y el escaso tamaño muestral para las emisiones no aseguradas nos impide aceptar o rechazar definitivamente el hecho de que la rentabilidad anormal positiva sea debida a la participación de las entidades financieras en el proceso de emisión.

Una vez constatada la existencia de rentabilidades anormales positivas en torno al anuncio de concesiones de préstamos bancarios realizamos el contraste de las hipótesis propuestas de efectos informativos y de reducción de los costes de agencia.

El análisis de la hipótesis de efectos informativos se ha realizado a partir de la consideración del compromiso adquirido por parte de la entidad financiera con respecto a la empresa que se ha identificado mediante el importe relativo del préstamo bancario. Así, cuanto mayor fuese éste indicaría un mayor esfuerzo en la evaluación de la calidad del prestatario y la disponibilidad de información por parte de la entidad financiera que revela la buena calidad de los proyectos de inversión de la empresa.

La submuestra correspondiente a un importe relativo bajo presenta una rentabilidad anormal en el día de publicación del anuncio del préstamo bancario de signo positivo y valor igual a 0,2%, aunque no es estadísticamente significativo. Por su parte, el grupo de anuncios con un tamaño relativo elevado presenta una rentabilidad anormalmente positiva en el día cero igual a 0,42% y de 0,76% si acumulamos la rentabilidad anormal de los días cero y uno, ambos valores son estadísticamente significativos a un nivel de confianza superior al 95% –tabla 4–.

Tabla 4. Rentabilidades anormales para la muestra de préstamos bancarios según el importe relativo de la financiación

	<i>RAC</i>	<i>Z</i>	<i>Período</i>	<i>N</i>
<i>Bajo</i>	0,203%	1,504	0	82
<i>Alto</i>	0,424%	2,220	0	65
	0,763%	2,274	0,1	

La rentabilidad anormal para los grupos de alto y bajo importe relativo del préstamo es, respectivamente, mayor y menor que el valor obtenido para la muestra total de préstamos bancarios, lo cual parece mostrar evidencia favorable a la existencia de una relación positiva entre el exceso de rentabilidad y el importe relativo de la financiación bancaria siendo consistente con la hipótesis de efectos informativos en las concesiones de préstamos bancarios¹¹.

El contraste de la hipótesis que hemos asociado con la reducción de costes de agencia se ha realizado a partir de la diferenciación de la muestra en grupos de empresas según la necesidad de supervisión de su actuación. Un aumento en las oportunidades de inversión de la empresa incrementa el interés de los directivos por mantener comportamientos acordes con los objetivos de los suministradores de fondos externos, ya que en caso contrario serían penalizados por los mercados financieros mediante el encarecimiento o denegación de los fondos demandados. En la presente investigación se ha utilizado el crecimiento de los activos como medida de las oportunidades de inversión de la empresa, de tal forma que un elevado

crecimiento del activo será indicativo de la disposición por parte de la empresa de elevadas oportunidades de inversión. Se han seguido dos alternativas para la división de la muestra, se ha utilizado por una parte el crecimiento medio de los activos durante todo el período analizado y por otra el crecimiento anual del activo de las mismas en el año anterior y en el mismo año en el cual se produce la concesión del préstamo bancario¹².

Siguiendo la primera de las alternativas, el grupo de bajo crecimiento de los activos presenta una rentabilidad anormal en torno al anuncio de 0,88%, valor que es estadísticamente significativo a un nivel de confianza superior al 95%. Para aquellas empresas con un crecimiento de sus activos más próximo al crecimiento medio de la muestra total presentan una rentabilidad anormal de signo positivo, igual a 0,35%, y estadísticamente significativa, aunque sólo al 90%. Por su parte, el grupo de empresas con un alto crecimiento de sus activos presenta una rentabilidad anormal positiva acumulada en el período $t=(-2,+3)$ igual a 0,28%, aunque no estadísticamente significativa –tabla 5–.

Tabla 5. Rentabilidades anormales para la muestra de préstamos bancarios según el crecimiento de los activos

	<i>RAC</i>	<i>Z</i>	<i>Período</i>	<i>N</i>
<i>Bajo</i>	0,880%	2,405	0,1	49
<i>Medio</i>	0,353%	1,857	0	50
<i>Alto</i>	0,281%	0,845	(-2,+3)	48
<i>Bajo</i>	0,405%	2,361	0	80
	0,872%	2,701	0,1,2	
<i>Alto</i>	0,175%	1,271	0	67

Cuando consideramos la segunda de las alternativas, es decir, si utilizamos como criterio el crecimiento anual del activo, la rentabilidad anormal en torno al día del anuncio es de 0,87%, con un nivel de significación superior al 99%. Por contra, en la submuestra correspondiente a anuncios de empresas que mostraron un crecimiento elevado de sus activos se obtuvo una rentabilidad anormal positiva en el día del anuncio de un 0,175%, valor que no es estadísticamente significativo.

Los resultados, en consecuencia, muestran que existe una reacción mayor para el grupo de anuncios de préstamos bancarios con un menor crecimiento de los activos con respecto al total de la muestra, poniendo de manifiesto la existencia de un incremento mayor en el precio de las acciones de las empresas prestatarias cuando éstas tienen un bajo crecimiento, situación en la que la supervisión bancaria es más útil. El contraste de la hipótesis relativa a la utilidad de los préstamos bancarios para reducir los costes de agencia proporciona evidencia favorable a la existencia de una mayor rentabilidad anormal en torno al anuncio de préstamos bancarios a empresas con escasas oportunidades de inversión. Así, parece existir una relación inversa entre las oportunidades de inversión de la empresa y la rentabilidad anormal en el día de anuncio de los préstamos bancarios coherente con la hipótesis planteada de reducción de los costes de agencia.

El estudio conjunto de las hipótesis de efectos informativos y de reducción de los costes de agencia muestra que el grupo de préstamos bancarios que tiene un mayor importe relativo y un menor crecimiento de los activos es el que presenta mayores rentabilidades anormales positivas ($RA=1,23\%$) y estadísticamente significativas en torno al anuncio de la concesión de préstamos bancarios. En el otro extremo se encuentra el grupo de crecimiento alto e importe relativo bajo donde el escaso papel informador del préstamo concedido y la

poca utilidad de la supervisión bancaria se ponen de manifiesto al mostrar la menor rentabilidad anormal de todos los subgrupos ($RA=0,13\%$), no siendo además estadísticamente significativa –tabla 6–.

Tabla 6. Rentabilidades anormales para la muestra de préstamos bancarios según el importe relativo de la financiación y el crecimiento de los activos

		CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS	
		BAJO	ALTO
IMPORTE RELATIVO DEL PRÉSTAMO	BAJO	N=44 $RA_0=0,267\%$ $Z=1,35$ $RA_{0,1}=0,526\%$ $Z=1,53$ $RA_{(-1,2)}=0,582\%$ $Z=1,896$	N=38 $RA_0=0,129\%$ $Z=0,755$
		N=36 $RA_0=0,575\%$ $Z=2,025$ $RA_{0,1}=0,860\%$ $Z=1,856$ $RA_{(0,2)}=1,228\%$ $Z=2,160$	N=29 $RA_0=0,236\%$ $Z=1,068$ $RA_{0,1}=0,642\%$ $Z=1,337$

Los casos intermedios vienen representados por los subgrupos de bajo crecimiento y escaso importe relativo de la financiación por una parte y alto crecimiento y elevado importe relativo por otra, donde las rentabilidades anormales presentan valores situados entre las dos submuestras anteriores, 0,58% y 0,64%, respectivamente, aunque éstos no llegan a ser estadísticamente significativos a un nivel del 95%.

En definitiva, el cumplimiento exclusivamente de una de las condiciones, a saber, o bien efectos informativos o la importancia de los costes de agencia, no es suficiente para que la concesión de un préstamo bancario lleve asociada una respuesta positiva por parte de los

inversores sino que la reacción del mercado para que sea significativa exige la concurrencia de ambas condiciones. Únicamente cuando se da un peso importante de la financiación bancaria en los proyectos de la empresa y ésta tiene un crecimiento del activo inferior a la media los anuncios de préstamos bancarios muestran una rentabilidad anormal positiva y estadísticamente significativa.

Como un paso más en el estudio de las hipótesis propuestas se ha establecido una relación entre la rentabilidad anormal obtenida en torno al día del anuncio de concesión de los préstamos bancarios y el importe relativo de la financiación, el crecimiento de los activos y el carácter o no de refinanciación del préstamo bancario. Este análisis ha confirmado los resultados anteriormente obtenidos. El análisis de regresión que relaciona la rentabilidad anormal en torno al día del anuncio de los préstamos bancarios y una variable dummy que toma valor uno si se trata de una renovación y cero en otro caso da lugar a un coeficiente positivo y estadísticamente significativo. Además, existe una relación directa entre la rentabilidad anormal en torno a la fecha del anuncio del préstamo bancario y el importe relativo del préstamo, e inversa entre aquella y el crecimiento del activo de la empresa¹³ –tabla 7–.

Por otra parte, se analiza si ciertas características de la financiación determinan la rentabilidad anormal obtenida. Así, la respuesta del mercado podría encontrarse asociada al vencimiento de la financiación y al tamaño del prestatario.

Tabla 7. Relación entre la rentabilidad anormal en torno al anuncio de préstamos bancarios y las hipótesis propuestas

	1	2	3	4
Constante	0,0015 (0,989)	-0,0022 (-0,716)	0,0018 (0,950)	-0,0060 (-2,363)
Importe relativo	$5,148 \times 10^{-4}$ (8,171)	-	-	$4,762 \times 10^{-4}$ (7,772)
Crecimiento del activo	-	0,01053 (2,831)	-	0,00886 (2,927)
Refinanciación	-	-	0,014705 (3,421)	0,009357 (2,605)
R ² Ajustado	31,06%	4,59%	6,83%	37,75%

La elección del vencimiento puede proporcionar señales sobre la valoración que la dirección tiene de las perspectivas de beneficios futuros de la empresa y contribuye en la reducción de los costes de agencia (Flannery, 1986 y Easterbrook, 1984). En consecuencia, una mayor rentabilidad anormal podría encontrarse asociada a un menor vencimiento, debido a que se señalan mejores perspectivas por parte de los agentes internos a la empresa sobre los beneficios de la misma y además significa el compromiso por parte de la empresa a someterse a evaluación en un período de tiempo más corto.

Por otra parte, también el tamaño del prestatario podría influir sobre la rentabilidad anormal en torno al anuncio de financiación ajena. Las empresas de mayor tamaño disponen de más información pública y se beneficiarán en menor grado de las ventajas informativas de la financiación bancaria. Las empresas de menor tamaño y prestigio hacen frente a problemas de selección adversa y de riesgo moral más severos que dificultan la emisión de títulos en los mercados financieros (Slovin *et al.*, 1992). Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que

la reacción del mercado ante los anuncios de préstamos bancarios no se encuentra asociada ni al vencimiento de la financiación ni al tamaño de los prestatarios¹⁴ –tabla 8–.

Tabla 8. Relación entre la rentabilidad anormal en torno al anuncio y el vencimiento y el tamaño de la empresa

	1	2	3	4	5	6
Constante	0,0071 (2,145)	0,0027 (1,349)	0,0024 (1,516)	$3,66 \times 10^{-4}$ (0,122)	0,0042 (2,075)	0,0047 (2,419)
Vencimiento	$-7,7 \times 10^{-4}$ (-1,409)	-	-	$3,19 \times 10^{-5}$ (0,992)	-	-
Tamaño	-	$2,09 \times 10^{-10}$ (0,122)	$2,64 \times 10^{-9}$ (0,414)	-	$-4,87_{10} \times 10^{-}$ (-0,537)	$-3,27 \times 10^{-9}$ (-0,978)
R ² Ajustado	0,83%	-0,68%	-0,57%	-0,02%	-0,78%	-0,05%

Columna 2 y 5: Activo total de la empresa

Columna 3 y 6: Capitalización bursátil

5. Conclusiones

En síntesis, el análisis realizado sobre una muestra de empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid durante el período 1988-1994 confirma que los anuncios de préstamos concedidos por entidades financieras están asociados con incrementos en el valor de mercado de las acciones de las empresas prestatarias. Este resultado se encuentra en consonancia con la evidencia empírica con respecto a los anuncios de financiación bancaria reportada por James (1987), Lummer y McConnell (1989), Slovin *et al.* (1992), Best y Zhang (1993) Preece y Mullineaux (1994) y Billett *et al.* (1995). Por otra parte y de forma contraria a estudios previos existentes (Mikkelson y Partch, 1986; Eckbo, 1986 y James, 1987) las

emisiones de obligaciones dan lugar a un incremento en el precio de las acciones de valor similar al obtenido para los préstamos bancarios.

El estudio confirma que existe una mayor reacción por parte del mercado ante las renovaciones de préstamos bancarios con respecto a las nuevas concesiones, resultado similar al mostrado por Lummer y McConnell (1989) y Best y Zhang (1993). Así mismo, los resultados obtenidos permiten corroborar que las actividades de evaluación y supervisión realizadas por las entidades financieras son relevantes en la explicación del incremento del valor de mercado de las empresas no financieras españolas en torno al anuncio de obtención de financiación bancaria. En conclusión, el porcentaje en que la entidad financiera participa en la financiación de los proyectos de inversión de la empresa y la necesidad de control de las actuaciones de los directivos resultan determinantes en la creación de valor obtenida por los accionistas de las empresas prestatarias en torno al anuncio de concesión de préstamos bancarios por parte de las entidades financieras. Determinadas características tales como el vencimiento de los préstamos o el tamaño de los prestatarios no resultan relevantes para explicar las rentabilidades anormales obtenidas en torno al anuncio de los préstamos bancarios.

¹ El mantenimiento de relaciones a largo plazo capacita a las entidades financieras para el aprovechamiento temporal de la información obtenida como consecuencia de un producto o servicio financiero anterior.

² El importe se relativiza con respecto al total de financiación ajena utilizada por la empresa.

³ Existe un predominio de las empresas del sector eléctrico dentro de la muestra. Por otra parte, tanto los anuncios de emisiones de obligaciones como de concesión de financiación bancaria presentan una cierta concentración –en torno al 40%– en los años 1991 y 1992.

⁴ Para contrastar si la diferencia en el endeudamiento de las empresas antes y después del anuncio de financiación ajena analizado es significativamente distinta de cero se ha utilizado el siguiente estadístico:

$$t = \frac{\bar{d}}{Sd / \sqrt{n}}$$

donde \bar{d} indica la diferencia de medias entre las dos variables, Sd representa la desviación típica de esta diferencia y n indica el tamaño muestral.

⁵ En la búsqueda se identificaron también las concesiones de préstamos en los que la noticia señalaba que se trataba de la renovación de la financiación anterior con la misma entidad financiera bien actuase ésta como prestamista único o como líder de un sindicato de entidades.

⁶ La estimación del modelo de mercado se realizó utilizando cotizaciones en un intervalo de 120 días que tenía su comienzo 130 días antes de la fecha del anuncio y finalizaba 11 días antes de esa misma fecha.

⁷ Las reacciones experimentadas por el precio de las acciones en el caso español nos ha llevado a calcular las rentabilidades anormales en diferentes períodos, todos ellos comprendidos entre $a=-3$ hasta $b=+3$, al ser este el período de tiempo en el que se concentra la mayor respuesta, aunque en muchos casos la mayor reacción del mercado se concentra en el mismo día del anuncio.

⁸ Se comprobó que todos los anuncios utilizados en la muestra analizada fueron realizados en días diferentes.

⁹ En concreto, este estadístico no paramétrico de rangos ha sido utilizado para determinar la significación estadística de las rentabilidades anormales debidas a anuncios de emisiones de obligaciones cuya colocación no fue asegurada por alguna entidad financiera.

¹⁰ Slovin et al. (1988) constataron la existencia de rentabilidades anormales positivas ante las emisiones de pagarés realizadas con respaldo bancario, efecto que fue asociado por los autores a un papel de certificación realizado por las entidades financieras.

¹¹ Los resultados obtenidos no son sensibles ante definiciones alternativas utilizadas para la construcción de los subgrupos, en función del importe relativo de la financiación bancaria.

¹² El crecimiento del activo en el año anterior y en el mismo año de concesión del préstamo bancario indica el grado de presencia de la empresa en los mercados financieros mientras que el crecimiento medio es una medida de las oportunidades de inversión de la empresa durante el período de análisis.

¹³ El crecimiento del activo se expresa mediante una variable dummy que toma valor uno si el crecimiento del activo es inferior a la media y cero si es superior.

¹⁴ La totalidad de la muestra está compuesta por empresas grandes. En este sentido, sería interesante disponer de una muestra de empresas más pequeñas que nos permitiese contrastar más adecuadamente la hipótesis del tamaño.

Referencias

- BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1995): "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance". *Journal of Business*, vol. 68, n° 3, pp. 351-381.
- BEST, R. y ZHANG, H. (1993): "Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans". *Journal of Finance*, vol. 48, n° 4, pp. 1507-1522.
- BHATTACHARYA, S. y THAKOR, A. (1993): "Contemporary Banking Theory". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 3, pp. 2-50.
- BILLETT, M.Y.; FLANNERY, M.J. y GARFINKEL, J.A. (1995): "The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return". *Journal of Finance*, vol. 50, n° 2, pp. 699-718.
- BROWN, S. J. y WARNER, J. (1985): "Using Daily Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3-31.
- CHAN, Y. S. (1983): "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information". *Journal of Finance*, vol. 38, pp. 1543-1568.
- CHAN, Y.S.; GREENBAUM, S. y THAKOR, A. (1986): "Information Reusability, Competition and Bank Asset Quality". *Journal of Banking and Finance*, vol. 10, pp. 243-253.
- DIAMOND, D.W. (1984): "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- DIAMOND, D.W. (1991): "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt". *Journal of Political Economy*, 99, n° 4, pp. 689-721.
- EASTERBROOK, F.H. (1984): "Two Agency Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, vol. 74, pp. 650-659.
- FAMA, E. (1985): "What's Different about Banks?". *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 29-39.
- FLANNERY, M.J. (1986): "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice". *Journal of Finance*, vol. 41, pp. 19-38.

-
- GONZÁLEZ, F. (1995): ‘La Reacción de los Precios de las Acciones ante Anuncios de Dividendos: La Evidencia Empírica en el Mercado Español de Valores’. *Investigaciones Económicas*, vol. 19, nº 2, pp. 249-268.
- HANSEN, R. S.; KUMAR, R. y SHOME, D.K. (1994): ‘Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the Regulated Electric Utility Industry’. *Financial Management*, vol. 23, spring, pp. 16-22.
- HOSHI, T, KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1990a): ‘The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan’. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 67-88.
- HOSHI, T, KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1990b): ‘Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship’. En HUBBARD, G. (ed.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. University of Chicago Press, pp. 105-126.
- HOSHI, T, KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1991): ‘Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups’. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, pp.33-60.
- JAMES, C. (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.
- JAMES, C. y WIER, P. (1990): ‘Borrowing Relationships, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities’, *Journal of Financial Economics*, vol 28, pp. 149-171.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): ‘Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation’. *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-387.
- LUMMER, S.L. y McCONNELL, J.J. (1989): ‘Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Market Response to Bank Loan Agreements’. *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 99-122.

-
- MAYER, C. (1990): "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development". En HUBBARD, G. (ed.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. University of Chicago Press, pp. 307-332.
- PETERSEN, M. y RAJAN, R. (1994): "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data". *Journal of Finance*, vol. 49, nº 1, pp. 3-37.
- PREECE, D.C. y MULLINEAUX, D.J. (1994): "Monitoring by Financial Intermediaries: Banks vs. Nonbanks". *Journal of Financial Services Research*, vol. 8, pp. 193-202.
- REPULLO, R. y SUAREZ, J. (1995): "Monitoring, Liquidation, and Financial Intermediation". *Comunicación presentada a las II Jornadas de Economía Financiera, Bilbao*.
- 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.
- SLOVIN, M.; 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.; SUSHKA, M. E. y POLONCHEK, J. A. (1993): "The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders". *Journal of Finance*, vol. 48, nº 1, pp. 247-266.
- SLOVIN, M. y YOUNG, J.E. (1990): "Bank Lending and Initial Public Offerings". *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, pp. 729-740.

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
RELACIÓN DE DOCUMENTOS DE TRABAJO:

- Doc. 001/88 JUAN A. VAZQUEZ GARCIA.- Las intervenciones estatales en la minería del carbón.
- Doc. 002/88 CARLOS MONASTERIO ESCUDERO.- Una valoración crítica del nuevo sistema de financiación autonómica.
- Doc. 003/88 ANA ISABEL FERNANDEZ ALVAREZ; RAFAEL GARCIA RODRIGUEZ; JUAN VENTURA VICTORIA.- Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales.
- Doc. 004/88 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- Una propuesta para la integración multijurisdiccional.
- Doc. 005/89 LUIS JULIO TASCÓN FERNANDEZ; JOSE MANUEL DIEZ MODINO.- La modernización del sector agrario en la provincia de León.
- Doc. 006/89 JOSE MANUEL PRADO LORENZO.- El principio de gestión continuada: Evolución e implicaciones.
- Doc. 007/89 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- El gasto público del Ayuntamiento de Oviedo (1982-88).
- Doc. 008/89 FELIX LOBO ALEU.- El gasto público en productos industriales para la salud.
- Doc. 009/89 FELIX LOBO ALEU.- La evolución de las patentes sobre medicamentos en los países desarrollados.
- Doc. 010/90 RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.- Investigación de las preferencias del consumidor mediante análisis de conjunto.
- Doc. 011/90 ANTONIO APARICIO PEREZ.- Infracciones y sanciones en materia tributaria.
- Doc. 012/90 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; CONCEPCION GONZALEZ VEIGA.- Una aproximación metodológica al estudio de las matemáticas aplicadas a la economía.
- Doc. 013/90 EQUIPO MECO.- Medidas de desigualdad: un estudio analítico
- Doc. 014/90 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- Una estimación de las necesidades de gastos para los municipios de menor dimensión.
- Doc. 015/90 ANTONIO MARTINEZ ARIAS.- Auditoría de la información financiera.
- Doc. 016/90 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ.- La población como variable endógena
- Doc. 017/90 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- La redistribución local en los países de nuestro entorno.
- Doc. 018/90 RODOLFO GUTIERREZ PALACIOS; JOSE MARIA GARCIA BLANCO.- "Los aspectos invisibles" del declive económico: el caso de Asturias.
- Doc. 019/90 RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.- La política de precios en los establecimientos detallistas.
- Doc. 020/90 CANDIDO PAÑEDA FERNANDEZ.- La demarcación de la economía (seguida de un apéndice sobre su relación con la Estructura Económica).

- Doc. 021/90 JOAQUIN LORENCES.- Margen precio-coste variable medio y poder de monopolio.
- Doc. 022/90 MANUEL LAFUENTE ROBLEDO; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- El T.A.E. de las operaciones bancarias.
- Doc. 023/90 ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- Amortización y coste de préstamos con hojas de cálculo.
- Doc. 024/90 LUIS JULIO TASCÓN FERNÁNDEZ; JEAN-MARC BUIGUES.- Un ejemplo de política municipal: precios y salarios en la ciudad de León (1613-1813).
- Doc. 025/90 MYRIAM GARCIA OLALLA.- Utilidad de las teorías de las opciones para la administración financiera de la empresa.
- Doc. 026/91 JOAQUIN GARCIA MURCIA.- Novedades de la legislación laboral (octubre 1990 - enero 1991)
- Doc. 027/91 CANDIDO PAÑEDA.- Agricultura familiar y mantenimiento del empleo: el caso de Asturias.
- Doc. 028/91 PILAR SAENZ DE JUBERA.- La fiscalidad de planes y fondos de pensiones.
- Doc. 029/91 ESTEBAN FERNÁNDEZ SANCHEZ.- La cooperación empresarial: concepto y tipología (*)
- Doc. 030/91 JOAQUIN LORENCES.- Características de la población parada en el mercado de trabajo asturiano.
- Doc. 031/91 JOAQUIN LORENCES.- Características de la población activa en Asturias.
- Doc. 032/91 CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.- Política económica regional
- Doc. 033/91 BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.- La conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: De cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude.
- Doc. 034/91 BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.- Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas.
- Doc. 035/91 NURIA BOSCH; JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.- Seven Hypotheses About Public Choice and Local Spending. (A test for Spanish municipalities).
- Doc. 036/91 CARMEN FERNÁNDEZ CUERVO; LUIS JULIO TASCÓN FERNÁNDEZ.- De una olvidada revisión crítica sobre algunas fuentes histórico-económicas: las ordenanzas de la gobernación de la cabecera.
- Doc. 037/91 ANA JESUS LOPEZ; RIGOBERTO PÉREZ SUÁREZ.- Indicadores de desigualdad y pobreza. Nuevas alternativas.
- Doc. 038/91 JUAN A. VÁZQUEZ GARCIA; MANUEL HERNÁNDEZ MUÑOZ.- La industria asturiana: ¿Podemos pasar la página del declive?.
- Doc. 039/92 INÉS RUBÍN FERNÁNDEZ.- La Contabilidad de la Empresa y la Contabilidad Nacional.
- Doc. 040/92 ESTEBAN GARCIA CANAL.- La Cooperación interempresarial en España: Características de los acuerdos de cooperación suscritos entre 1986 y 1989.
- Doc. 041/92 ESTEBAN GARCIA CANAL.- Tendencias empíricas en la conclusión de acuerdos de cooperación.
- Doc. 042/92 JOAQUIN GARCIA MURCIA.- Novedades en la Legislación Laboral.

- Doc. 043/92 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.-** El comportamiento del consumidor y la estrategia de distribución comercial: Una aplicación empírica al mercado de Asturias.
- Doc. 044/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.-** Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales.
- Doc. 045/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.-** Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado.
- Doc. 046/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.-** Influencia relativa de la evolución demográfica en le futuro aumento del gasto en pensiones de jubilación.
- Doc. 047/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.-** Aspectos demográficos del sistema de pensiones de jubilación español.
- Doc. 048/92 **SUSANA LOPEZ ARES.-** Marketing telefónico: concepto y aplicaciones.
- Doc. 049/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.-** Las influencias familiares en el desempleo juvenil.
- Doc. 050/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.-** La adquisición de capital humano: un modelo teórico y su contrastación.
- Doc. 051/92 **MARTA IBAÑEZ PASCUAL.-** El origen social y la inserción laboral.
- Doc. 052/92 **JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.-** Estudio del sector comercial en la ciudad de Oviedo.
- Doc. 053/92 **JULITA GARCIA DIEZ.-** Auditoría de cuentas: su regulación en la CEE y en España. Una evidencia de su importancia.
- Doc. 054/92 **SUSANA MENENDEZ REQUEJO.-** El riesgo de los sectores empresariales españoles: rendimiento requerido por los inversores.
- Doc. 055/92 **CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.-** Una valoración económica de la obtención de productos derivados del petroleo a partir del carbón
- Doc. 056/92 **IGNACIO ALFREDO RODRIGUEZ-DEL BOSQUE RODRIGUEZ.-** Consecuencias sobre el consumidor de las actuaciones bancarias ante el nuevo entorno competitivo.
- Doc. 057/92 **LAURA CABIEDES MIRAGAYA.-** Relación entre la teoría del comercio internacional y los estudios de organización industrial.
- Doc. 058/92 **JOSE LUIS GARCIA SUAREZ.-** Los principios contables en un entorno de regulación.
- Doc. 059/92 **M^a JESUS RIO FERNANDEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.-** Cuantificación de la concentración industrial: un enfoque analítico.
- Doc. 060/94 **M^a JOSE FERNANDEZ ANTUÑA.-** Regulación y política comunitaria en materia de transportes.
- Doc. 061/94 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.-** Factores determinantes de la afiliación sindical en España.
- Doc. 062/94 **VICTOR FERNANDEZ BLANCO.-** Determinantes de la localización de las empresas industriales en España: nuevos resultados.

- Doc. 063/94 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- La crisis de la estructura multidivisional.
- Doc. 064/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Metodología de la investigación econométrica.
- Doc. 065/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Análisis Cualitativo de la fecundidad y participación femenina en el mercado de trabajo.
- Doc. 066/94 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- La supervisión colectiva de los actos de contratación: la Ley 2/1991 de información a los representantes de los trabajadores.
- Doc. 067/94 **JOSE LUIS GARCIA LAPRESTA; M^a VICTORIA RODRIGUEZ URÍA.**- Coherencia en preferencias difusas.
- Doc. 068/94 **VICTOR FERNANDEZ; JOAQUIN LORENCES; CESAR RODRIGUEZ.**- Diferencias interterritoriales de salarios y negociación colectiva en España.
- Doc. 069/94 **M^a DEL MAR ARENAS PARRA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Programación clásica y teoría del consumidor.
- Doc. 070/94 **M^a DE LOS ÁNGELES MENÉNDEZ DE LA UZ; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Tantos efectivos en los empréstitos.
- Doc. 071/94 **AMELIA BILBAO TEROL; CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Matrices especiales. Aplicaciones económicas.
- Doc. 072/94 **RODOLFO GUTIÉRREZ.**- La representación sindical: Resultados electorales y actitudes hacia los sindicatos.
- Doc. 073/94 **VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- Economías de aglomeración y localización de las empresas industriales en España.
- Doc. 074/94 **JOAQUÍN LORENCES RODRÍGUEZ; FLORENTINO FELGUEROSO FERNÁNDEZ.**- Salarios pactados en los convenios provinciales y salarios percibidos.
- Doc. 075/94 **ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.**- La internacionalización de la empresa.
- Doc. 076/94 **SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES.**- Análisis de los efectos regionales de la terciarización de ramas industriales a través de tablas input-output. El caso de la economía asturiana.
- Doc. 077/94 **VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES.**- Tipos de variables y metodología a emplear en la identificación de los grupos estratégicos. Una aplicación empírica al sector detallista en Asturias.
- Doc. 078/94 **MARTA IBÁÑEZ PASCUAL; F. JAVIER MATO DÍAZ.**- La formación no reglada a examen. Hacia un perfil de sus usuarios.
- Doc. 079/94 **IGNACIO A. RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE RODRÍGUEZ.**- Planificación y organización de la fuerza de ventas de la empresa.
- Doc. 080/94 **FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.**- La reacción del precio de las acciones ante anuncios de cambios en los dividendos.

- Doc. 081/94 **SUSANA MENÉNDEZ REQUEJO.**- Relaciones de dependencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos.
- Doc. 082/95 **MONTSERRAT DÍAZ FERNÁNDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ; M^a del MAR LLORENTE MARRÓN.**- Una aproximación empírica al comportamiento de los precios de la vivienda en España.
- Doc. 083/95 **M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Matrices semipositivas y análisis interindustrial. Aplicaciones al estudio del modelo de Sraffa-Leontief.
- Doc. 084/95 **ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- La forma contractual en las alianzas domésticas e internacionales.
- Doc. 085/95 **MARGARITA ARGÜELLES VÉLEZ; CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.**- La incidencia de la política de la competencia comunitaria sobre la cohesión económica y social.
- Doc. 086/95 **VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- La demanda de cine en España. 1968-1992.
- Doc. 087/95 **JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.**- Discriminación salarial de la mujer y movilidad laboral.
- Doc. 088/95 **M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA.**- La teoría del caos. Nuevas perspectivas en la modelización económica.
- Doc. 089/95 **SUSANA LÓPEZ ARES.**- Simulación de fenómenos de espera de capacidad limitada con llegadas y número de servidores dependientes del tiempo con hoja de cálculo.
- Doc. 090/95 **JAVIER MATO DÍAZ.**- ¿Existe sobrecualificación en España?. Algunas variables explicativas.
- Doc. 091/95 **M^a JOSÉ SANZO PÉREZ.**- Estrategia de distribución para productos y mercados industriales.
- Doc. 092/95 **JOSÉ BAÑOS PINO; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- Demanda de cine en España: Un análisis de cointegración.
- Doc. 093/95 **M^a LETICIA SANTOS VIJANDE.**- La política de marketing en las empresas de alta tecnología.
- Doc. 094/95 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE; AGUSTÍN RUÍZ VEGA.**- Expectativas y percepciones del consumidor sobre la calidad del servicio. Grupos estratégicos y segmentos del mercado para la distribución comercial minorista.
- Doc. 095/95 **ANA ISABEL FERNÁNDEZ; SILVIA GÓMEZ ANSÓN.**- La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español.
- Doc. 096/95 **ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.**- Partidos, electores y elecciones locales en Asturias. Un análisis del proceso electoral del 28 de Mayo.
- Doc. 097/95 **ANA M^a DÍAZ MARTÍN.**- Calidad percibida de los servicios turísticos en el ámbito rural.
- Doc. 098/95 **MANUEL HERNÁNDEZ MUÑIZ; JAVIER MATO DÍAZ; JAVIER BLANCO GONZÁLEZ.**- Evaluating the impact of the European Regional Development Fund: methodology and results in Asturias (1989-1993).

- Doc. 099/96 **JUAN PRIETO; M^a JOSÉ SUÁREZ.-** ¿De tal palo tal astilla?: Influencia de las características familiares sobre la ocupación.
- Doc. 100/96 **JULITA GARCÍA DíEZ; RACHEL JUSSARA VIANNA.-** Estudio comparativo de los principios contables en Brasil y en España.
- Doc. 101/96 **FRANCISCO J. DE LA BALLINA BALLINA.-** Desarrollo de campañas de promoción de ventas.
- Doc. 102/96 **ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.-** Una explicación de la ausencia de la Democracia Cristiana en España.
- Doc. 103/96 **CÁNDIDO PAÑEDA FERNÁNDEZ.-** Estrategias para el desarrollo de Asturias.
- Doc. 104/96 **SARA M^a ALONSO; BLANCA PÉREZ GLADISH; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.-** Problemas de control óptimo con restricciones: Aplicaciones económicas.
- Doc. 105/96 **ANTONIO ÁLVAREZ PINILLA; MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ; RAFAEL ÁLVAREZ CUESTA.-** Eficiencia de las Cajas de Ahorro españolas. Resultados de una función de beneficio.
- Doc. 106/96 **FLORENTINO FELGUEROSO.-** Industrywide Collective Bargaining, Wages Gains and Black Labour Market in Spain.
- Doc. 107/96 **JUAN VENTURA.-** La competencia gestionada en sanidad: Un enfoque contractual
- Doc. 108/96 **MARÍA VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA; ELENA CONSUELO HERNÁNDEZ.-** Elección social. Teorema de Arrow.
- Doc. 109/96 **SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA.-** Grupos de interés y corrupción política: La búsqueda de rentas en el sector público.
- Doc. 110/96 **ANA M^a GUILLÉN.-** La política de previsión social española en el marco de la Unión Europea.
- Doc. 111/96 **VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ.-** La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones.