

EDUARDO JOSÉ MENÉNDEZ ALONSO
SILVIA GÓMEZ ANSÓN

Profesores de Economía Financiera. Universidad de Oviedo

Extracto:

ESTE trabajo analiza la posible influencia de los mercados de productos y trabajo sobre la estructura de capital de las empresas manufactureras españolas. Los resultados sugieren que la concentración del mercado de productos en el que las empresas desarrollan su actividad no constituye un factor determinante del nivel de endeudamiento. Sin embargo, se observa que las empresas que venden productos únicos o altamente especializados tienden a recurrir en menor medida a la financiación mediante deuda. En cuanto a la influencia de las características del mercado de trabajo sobre la estructura de capital, los resultados muestran la existencia de una relación negativa entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la proporción de trabajadores con contrato fijo. Esta evidencia es consistente con el papel disciplinario de la deuda sobre el comportamiento directivo en cuanto a las decisiones de política laboral adoptadas en la empresa.

Palabras clave: estructura de capital, mercado de productos, mercado de trabajo, concentración del mercado de productos, activos intangibles, contratos laborales.

Clasificación JEL: G30, G32, J50, L10

Sumario:

1. Introducción.
2. La relación entre la estructura de capital y los mercados de productos y trabajo.
 - 2.1. La estructura de capital y el mercado de productos.
 - 2.2. La estructura de capital y las características del mercado de productos.
 - 2.3. La estructura de capital y las características del mercado de trabajo.
 - 2.4. Resumen de las relaciones esperadas.
3. Base de datos, variables y metodología.
 - 3.1. Base de datos y muestra objeto de estudio.
 - 3.2. Variables utilizadas.
4. La estructura de capital y los mercados de productos y trabajo: evidencia empírica.
5. Conclusiones.

Bibliografía.

NOTA: Agradecemos a Xavier FREIXAS, Rafel CRESPI, Josep TRIBÓ y los participantes en el VIII Congreso Anual de la European Financial Management Association (París, 1999) y en las XV Jornadas de Economía Industrial (Madrid, 1999), sus comentarios y sugerencias sobre versiones previas de este trabajo. Agradecemos a la Fundación Empresa Pública que nos haya proporcionado la base de datos para realizar el estudio.

1. INTRODUCCIÓN

El estudio de los factores condicionantes de la decisión de financiación empresarial ha constituido un tema de enorme interés dentro de la Economía Financiera desde la publicación del trabajo precursor de MODIGLIANI y MILLER de 1958, relativo a la irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de mercado de la empresa, proposición formulada en un contexto de mercados de capitales perfectos. Desde entonces, la estructura de capital se ha estudiado desde distintos enfoques teóricos¹. Las teorías o modelos acerca de la decisión de financiación incluyen la teoría estática del equilibrio, modelos basados en la existencia de asimetrías de información entre la empresa y el mercado de capitales, en la existencia de costes de agencia, en la influencia de la estructura de capital sobre el mercado de control societario, así como los modelos que analizan la interrelación entre el nivel de endeudamiento y las características de los mercados de factores y productos en los que las empresas desarrollan su actividad.

La teoría estática del equilibrio pone su énfasis en el intercambio o *trade-off* existente entre las ventajas fiscales derivadas de la financiación mediante deuda y los costes de insolvencia financiera, lo que conduce a predecir una estructura de capital óptima (BRADLEY *et al.*, 1984). La teoría de la ordenación jerárquica de las fuentes de financiación o *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS y MAJLUF, 1984) no predice, por el contrario, la existencia de una estructura de capital óptima. La existencia de asimetrías de información entre los inversores y los directivos que tratan de maximizar el valor de la empresa determina que exista una jerarquía en la utilización de las distintas fuentes de financiación empresarial. Los directivos prefieren utilizar recursos generados internamente, y cuando resultan insuficientes apelan a la financiación ajena, quedando la emisión de nuevas acciones como último recurso. Aunque, también, es preciso mencionar que esta ordenación de las fuentes financieras en las empresas puede estar simplemente originada por el interés de los directivos en eludir el control y evaluación que el mercado de capitales ejerce sobre las decisiones adoptadas. Los modelos basados en la existencia de costes de agencia revelan que la estructura de capital está condicionada por los objetivos discrecionales u oportunistas de los gestores empresariales. La teoría de señales concibe la deuda como un mecanismo de transmisión de información acerca del valor de los activos empresariales y de las oportunidades de inversión, utilizado en contextos caracterizados por la presencia de asimetrías informativas. El enfoque del mercado de control societario considera a la estructura de capital como una posible medida inhibitoria de las operaciones de control, al afectar a la distribución del valor generado y, por tanto, a la probabilidad de éxito de estas operaciones de control.

¹ Para un análisis de los distintos enfoques teóricos a través de los que se ha estudiado la estructura de capital, véase, por ejemplo, HARRIS y RAVIV (1991).

Por último, recientemente ha adquirido una especial relevancia el enfoque relativo a la influencia de los mercados de factores y productos sobre la estructura de capital de las empresas. Como afirman HARRIS y RAVIV (1991): «los modelos que relacionan la estructura de capital con los mercados de productos y factores son los más prometedores... Esta línea de investigación está aún en su infancia». Nuestro trabajo se circunscribe dentro de este último enfoque.

Tradicionalmente, los estudios de la estructura de capital no han considerado de forma explícita la posible relevancia de las características de los mercados de factores y productos en los que las empresas desarrollan su actividad. A partir de los años ochenta, diferentes estudios teóricos han tratado de cubrir este vacío en el estudio de los determinantes de la decisión de financiación. Los modelos de BRANDER y LEWIS (1986, 1988) demuestran que, en un contexto de mercados oligopolísticos, el recurso al endeudamiento inducirá a las empresas a adoptar estrategias más agresivas. Los modelos de POITEVIN (1989, 1990), FUDENBERG y TIROLE (1986), BOLTON y SCHARFSTEIN (1990), DASGUPTA y TITMAN (1998), o MAURER (1999) constituyen ejemplos adicionales de los estudios orientados a analizar la interrelación entre las decisiones de financiación y las características del mercado de productos donde opera la empresa. En este mismo contexto del mercado de productos, y más específicamente, de las características de los productos ofrecidos por las empresas, TITMAN (1984) desarrolla un modelo que relaciona la especificidad de los productos ofrecidos por las empresas con su estructura de capital. Las empresas que venden productos únicos o altamente especializados emitirán menos deuda. Los clientes de las empresas que ofrecen productos únicos o altamente especializados incurrirían en costes sustanciales en caso de liquidación de la empresa ². Por este motivo, las empresas que ofrecen productos con estas características presentarán un menor nivel de deuda, dado su interés en transmitir a los clientes su compromiso de continuidad en el mercado de productos.

La relación entre el mercado de trabajo y la estructura de capital también ha sido abordada en diferentes investigaciones. En los estudios de BRONARS y DEERE (1991, 1993) la deuda es utilizada como un mecanismo eficaz para limitar el efecto del poder de negociación de los trabajadores en las empresas, preservando la riqueza de los accionistas. De estos estudios se deriva que las empresas expuestas a una mayor tasa de sindicación de sus trabajadores recurrirán en mayor medida al endeudamiento, como mecanismo para atenuar su poder de negociación frente a los accionistas. JENSEN (1986, 1993) se refiere igualmente al papel disciplinario de la deuda sobre las relaciones laborales en las empresas. La deuda obliga a las empresas a realizar cambios o a rescindir los contratos no óptimos con los trabajadores. Este papel beneficioso de la deuda es resaltado asimismo en el modelo desarrollado por GASTON (1997), donde la deuda controla la gestión de los contratos y acuerdos implícitos de la empresa con los trabajadores, reduciendo el riesgo de que los directivos, en un entorno de separación de propiedad y control, adopten decisiones incompatibles con el objetivo de maximización de la riqueza de los accionistas.

Nuestro estudio puede ser clasificado dentro de la literatura empírica cuyo objeto es el estudio de la interrelación entre la estructura de capital y los mercados de factores y productos. La mayoría de los estudios que analizan la influencia de los mercados de factores y productos sobre la estruc-

² Es preciso mencionar que la deuda también reduce el interés de los proveedores y trabajadores en realizar inversiones específicas a las empresas (BECKER, 1962).

tura de capital se refieren al mercado estadounidense. Nuestro estudio analiza estos aspectos en el mercado español, una economía continental con una regulación laboral sensiblemente más proteccionista que la estadounidense. Además, la utilización de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), realizada por la Fundación Empresa Pública, nos permite estudiar la interrelación entre la estructura de capital y los mercados de factores y productos, no sólo para el caso de grandes empresas industriales, como sucede en la mayor parte de los estudios existentes, sino también en el caso de las empresas pequeñas y medianas.

Los resultados de este estudio preliminar muestran la ausencia de una relación significativa entre el nivel de deuda adoptado por las empresas y el grado de concentración del mercado de productos en el que desarrollan su actividad. Por otra parte, los resultados reflejan la existencia de una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y la inversión en actividades de investigación y desarrollo, obteniéndose un mismo resultado cuando se utiliza la intensidad de la inversión en publicidad como variable *proxy* del nivel de activos intangibles. Esta evidencia sugiere la dificultad de financiar los activos intangibles mediante deuda, así como la importancia de las características de los productos ofrecidos por las empresas en el diseño de la estructura de capital. Las empresas que producen y venden productos únicos o altamente especializados tenderán a financiarse, en menor medida, recurriendo a la emisión de deuda.

En lo referente a la estructura de los contratos laborales, los resultados muestran la existencia de una relación negativa entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la proporción de trabajadores con contrato fijo. Este resultado es consistente con el argumento relativo a la posible utilización de la deuda como medida para evitar posibles decisiones oportunistas o discrecionales por parte de los directivos, en cuanto a la política de contratación y estabilidad en el empleo de los trabajadores.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: en la Sección 2 se presenta una revisión de la literatura que relaciona la estructura de capital con los mercados de productos y trabajo. La Sección 3 se dedica a describir la muestra, variables y metodología empleada en el estudio. En la Sección 4 se discuten los resultados del trabajo. Finalmente, la Sección 5 resume las principales conclusiones del estudio.

2. LA RELACIÓN ENTRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LOS MERCADOS DE PRODUCTOS Y TRABAJO

2.1. La estructura de capital y el mercado de productos.

La deuda puede inducir comportamientos estratégicos más agresivos por parte de las empresas competidoras en el mercado de productos. La emisión de deuda por la empresa entrante en el mercado de productos podría inducir comportamientos más agresivos por parte de las empresas que operan en el mercado. Estos comportamientos tienen como objetivo debilitar la situación financie-

ra de la empresa entrante y forzar su salida del mercado de productos. Si la empresa entrante recurre a la emisión de deuda con objeto de transmitir al mercado de capitales información relevante acerca de la calidad de sus activos, la empresa ya situada en el mercado podría explotar la mayor vulnerabilidad financiera del entrante, recurriendo a una guerra de precios que incremente de forma sustancial la probabilidad de quiebra del entrante, como consecuencia de la reducción de sus flujos operativos. De este modo, la transmisión de señales financieras por la empresa entrante a través de la estructura de capital, con el propósito de reducir la incertidumbre sobre su valor, podría afectar a la estructura del mercado de productos, al inducir comportamientos más agresivos en los competidores cuya finalidad es debilitar la posición financiera de la empresa entrante (TELSER, 1963; BENOIT, 1984; FUDENBERG y TIROLE, 1986; POITEVIN, 1989; FULGHIERI y NAGARAJAN, 1996; MAURER, 1999).

La pérdida de cuota de mercado experimentada por las empresas altamente endeudadas durante las fases recesivas del ciclo económico respecto a aquellos competidores más saneados desde el punto de vista financiero es consistente con un comportamiento más agresivo por parte de los competidores. Existen evidencias empíricas que muestran una mayor pérdida de cuota de mercado en las empresas altamente endeudadas que operan en industrias concentradas, donde es mayor el beneficio potencial derivado de la adopción de comportamientos más agresivos (OPLER y TITMAN, 1994).

La reacción del mercado de capitales ante los anuncios de declaraciones de quiebra en las empresas aporta una evidencia adicional sobre la posible ventaja estratégica que pueden obtener las empresas por el debilitamiento de la posición financiera de alguno de sus competidores en el mercado de productos (LANG y STULZ, 1992). El anuncio público de la declaración de quiebra de las empresas pertenecientes a industrias altamente concentradas conlleva una respuesta positiva en el precio de las acciones de los competidores que presentan reducidos niveles de endeudamiento. En este tipo de industrias, es mayor el beneficio derivado de la adopción de comportamientos más agresivos por los competidores. Además, el reducido nivel de endeudamiento de los competidores incrementa su capacidad para realizar las inversiones necesarias para explotar el debilitamiento financiero de la empresa quebrada (MYERS, 1977).

De acuerdo con el anterior análisis es posible relacionar el nivel de endeudamiento con el grado de concentración del mercado de productos. Un alto nivel de deuda en las empresas induce comportamientos más agresivos en los competidores en el mercado de productos. El incentivo de los competidores a debilitar la situación financiera de las empresas se acentúa en mercados concentrados, al ser mayores los beneficios potenciales derivados de esta estrategia competitiva. Por tanto, de acuerdo con este argumento, cabe esperar un menor nivel de endeudamiento en aquellas empresas que desarrollan su actividad en mercados concentrados, dado su interés en evitar comportamientos agresivos por parte de sus competidores.

La evidencia empírica existente respecto a la relación entre la estructura de capital de las empresas y el grado de concentración del mercado de productos es limitada. GUPTA (1969) considera la estructura del mercado de productos, aproximada a través del grado de concentración del mercado, como un factor determinante de las pautas de financiación de las empresas, aunque este factor no es objeto de contraste empírico en su estudio. El trabajo de SULLIVAN (1974), uno de los

precursores en el análisis de la relación entre la estructura de capital y el grado de concentración del mercado de productos, establece un vínculo entre el nivel de endeudamiento de las empresas y distintas variables relacionadas con la estructura del mercado de productos. La evidencia observada en su estudio muestra que las empresas pertenecientes a sectores altamente concentrados presentan, en promedio, un menor nivel de endeudamiento.

Es necesario mencionar que la posible relación existente entre la estructura de capital y el grado de concentración del mercado de productos podría explicarse, al menos parcialmente, a través de los factores que tradicionalmente han sido considerados como determinantes del nivel de endeudamiento. Entre estos factores destacan la rentabilidad, el tamaño o el nivel de riesgo económico al que están expuestas las empresas. De acuerdo con este razonamiento, podría observarse, por ejemplo, una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y el grado de concentración del mercado de productos si las empresas que desarrollan su actividad en mercados concentrados fuesen más rentables. En este sentido, la teoría clásica del oligopolio predice que las empresas que operan en mercados concentrados disponen de un cierto poder de mercado que les permite obtener una mayor rentabilidad ³.

2.2. La estructura de capital y las características del mercado de productos.

El modelo propuesto por TITMAN (1984) relaciona las características de los productos ofrecidos por las empresas con su estructura de capital. Propone que el nivel de endeudamiento de las empresas dependerá de los costes en que, potencialmente, podrían incurrir sus clientes, proveedores y trabajadores, en caso de liquidación de la empresa. Así, en aquellas empresas que produzcan bienes y servicios altamente especializados, y donde los trabajadores y proveedores hayan realizado inversiones específicas, o los clientes tengan dificultades para encontrar productos sustitutivos a los ofrecidos por la empresa, el coste de liquidación o quiebra será elevado. Por tanto, las empresas que ofrecen productos especializados presentarán un reducido nivel de endeudamiento, dado su interés en transmitir a sus proveedores, trabajadores y clientes, su compromiso de continuidad en el mercado de productos. De acuerdo con este argumento, los trabajos empíricos de TITMAN y WESSELS (1988), MACKIE-MASON (1990), o BALAKRISHNAN y FOX (1993), referidos al mercado norteamericano, muestran la existencia de una relación negativa entre el nivel de gasto en investigación y desarrollo, variable aproximada del nivel de activos intangibles de la empresa, y el nivel de endeudamiento.

Sin embargo, esta relación no se ha observado en otros mercados. Los resultados de los trabajos de PROWSE (1990) y BHAGAT y WELCH (1995) sugieren una relación positiva y significativa entre el nivel de gasto en investigación y desarrollo para las empresas japonesas, y una relación no significativa para las empresas europeas o canadienses, respectivamente.

³ Para una revisión de los estudios empíricos donde se observa una relación positiva entre la concentración del mercado y la rentabilidad de las empresas, véase CLARKE (1993).

Desde una óptica diferente, la teoría de recursos y capacidades resalta la importancia de los activos intangibles como factor determinante de la rentabilidad empresarial, y su influencia en la creación de ventajas competitivas en las empresas (AAKER, 1989; DIERICKX y COOL, 1989; GRANT, 1991; MAHONEY y PANDIAN, 1992; AMIT y SCHOEMAKER, 1993; HALL, 1993; PETERAF, 1993). Diferentes estudios apoyan este argumento mostrando la influencia positiva de las inversiones en activos intangibles en un período de tiempo sobre las ventas en períodos posteriores (FRANKO, 1989), o sobre la rentabilidad empresarial (CAPON *et al.*, 1990). Por tanto, desde esta perspectiva, y considerando que los activos intangibles pueden crear ventajas competitivas sostenibles que pueden servir como una garantía adicional a los acreedores, la relación esperada entre este tipo de activos empresariales y el nivel de deuda sería positiva.

También es posible relacionar el nivel de activos intangibles de la empresa y su nivel de deuda a través de la reputación de la empresa en el mercado de productos. La reputación de la empresa constituye un punto de referencia básico para los clientes, al transmitirles información acerca de la calidad de los productos y servicios ofrecidos por las empresas. La reputación, dada su alta tasa de depreciación, exige la realización de inversiones periódicas en publicidad (SHAPIRO, 1982, 1983). La señal de calidad transmitida por la reputación resulta creíble puesto que la empresa no podría recuperar estas inversiones si incumple sus compromisos de calidad con sus clientes. Por tanto, a pesar de su naturaleza intangible, la reputación de la empresa en el mercado de productos representa una garantía adicional para los acreedores, reforzando la capacidad de endeudamiento de las empresas. De acuerdo con este argumento, BALAKRISHNAN y FOX (1993) encuentran, para el mercado estadounidense, la existencia de una relación positiva entre el nivel de gasto en publicidad que realizan las empresas y su nivel de deuda.

2.3. La estructura de capital y las características del mercado de trabajo.

El nivel de endeudamiento también puede estar condicionado por la relación de la empresa con sus trabajadores, como proveedores de capital humano. Cuando el nivel de información que poseen los distintos participantes de la empresa se distribuye de manera asimétrica y los costes de diseñar, negociar y hacer cumplir los contratos laborales resultan elevados, los trabajadores pueden actuar de forma oportunista, y podrían apropiarse de parte de las rentas generadas por la actividad empresarial (WILLIAMSON, 1979), produciéndose en esta situación un conflicto de intereses entre los trabajadores y los accionistas acerca de la distribución de las rentas empresariales. También es preciso mencionar que las empresas pueden comportarse de forma oportunista con sus trabajadores, por ejemplo en materia de pensiones, sustituyendo planes de prestaciones definidas por planes de aportaciones definidas (IPPOLITO, 1985; IPPOLITO y JAMES, 1992; PETERSEN, 1992).

La existencia de una regulación laboral proteccionista, así como un elevado grado de sindicación, incrementará el poder de negociación de los trabajadores y, por tanto, su capacidad para extraer cuasi-rentas o beneficios de la empresa, en detrimento de los intereses de los accionistas. Así, una

regulación laboral que establezca elevadas indemnizaciones en caso de despido de los trabajadores con contrato fijo, incrementará el poder de negociación de los trabajadores, al hacer las inversiones desarrolladas por la empresa más específicas a los trabajadores actuales (ARRUÑADA, 1993, 1996). Por tanto, las empresas pertenecientes a países con regulaciones laborales proteccionistas podrían utilizar la deuda para limitar el poder de negociación de sus trabajadores, especialmente si el porcentaje de trabajadores con contrato laboral fijo es elevado. En este sentido, una de las singularidades del mercado de trabajo español es la apreciable importancia que han adquirido los contratos temporales (MARTÍN, 1997). A finales de 1998, el empleo temporal representaba un tercio de la población asalariada, frente al porcentaje medio del 10% en la Unión Europea, siendo España el país miembro con la mayor tasa de temporalidad en el empleo (GARCÍA PEREA, 1999). La sindicación también incrementa el poder de negociación de los trabajadores, lo que les permite extraer mayores cuasi-rentas de las empresas, tal como demuestra el trabajo de RUBACK y ZIMMERMAN (1984), entre otros, al encontrar como la sindicación tiene un impacto negativo sobre la riqueza accionarial. Respecto al caso español, cabe decir que la densidad sindical es reducida en comparación con el resto de países de la OCDE (16%, en 1985). Algunos autores argumentan que las razones últimas de la baja afiliación sindical de los trabajadores residen en las características del modelo de financiación sindical, y en el sistema de negociación colectiva. Los ingresos derivados de las cuotas de los afiliados representan un porcentaje reducido de los ingresos totales del sindicato, lo que no incentiva la búsqueda de nuevos afiliados por parte de éste. En cuanto al sistema de negociación colectiva, la extensión de los convenios colectivos a todos los trabajadores, con independencia de su afiliación o no a los sindicatos firmantes de los acuerdos, no estimula la afiliación del trabajador (RODRÍGUEZ, 1996).

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, las empresas tratarán de protegerse de la apropiación de la riqueza accionarial por parte de los trabajadores, pudiendo utilizar con este propósito la deuda. El endeudamiento obligará a las empresas a emplear parte de sus futuros beneficios en pagar a los acreedores y, por tanto, reducirá el nivel de rentas susceptibles de ser apropiadas por los trabajadores, si no quieren que su empresa entre en situación de insolvencia financiera, por lo que se reducirá el riesgo de apropiación de rentas (PEROTTI y SPIER, 1993). De acuerdo con este argumento, JOG *et al.* (1993) observan que las reestructuraciones empresariales imponen costes considerables sobre los trabajadores, en forma de despidos y de reducciones salariales. OFEK (1993) muestra que las empresas con problemas financieros tienden a incrementar los despidos, especialmente si presentan un elevado nivel de endeudamiento a corto plazo. NICKELL y WADHWANI (1990) o HANKA (1998) encuentran una relación negativa entre los salarios y el nivel de endeudamiento. En el mismo sentido debe mencionarse el modelo y los resultados empíricos de BRONARS y DEERE (1991), que revelan que las empresas más expuestas a la sindicación de sus trabajadores tenderán a elegir mayores *ratios* deuda/fondos propios. En cuanto a la evidencia empírica observada en el mercado español, destaca el trabajo de REQUEJO (1996). En su estudio, referido a una muestra de 417 empresas con problemas de viabilidad financiera a corto plazo en el período 1984-1992, se constata que la estructura de capital es una variable explicativa relevante en la decisión de reducción de plantilla. En particular, la probabilidad de reducir plantilla en las empresas con problemas de viabilidad financiera está relacionada positivamente con la *ratio* de exigible a corto respecto al exigible total.

También es posible relacionar el nivel de endeudamiento de las empresas con la estructura de los contratos laborales, a partir del papel disciplinario de la deuda sobre la discrecionalidad directiva (JENSEN, 1986, 1993). Los accionistas delegan en los directivos la administración de los acuerdos y contratos de la empresa con los trabajadores. Estos acuerdos, en ocasiones de carácter implícito, crean valor para la empresa, al contribuir a que el trabajador realice inversiones en capital humano específico. Los directivos pueden utilizar los acuerdos con los trabajadores para fomentar la paz social en la empresa, o para perseguir objetivos personales, en detrimento del objetivo de creación de valor para los accionistas. La deuda limita este riesgo, evitando que la política de contratación o estabilidad en el empleo de los trabajadores resulte incompatible con el objetivo de maximización de la riqueza de los accionistas (o de creación de valor). En este sentido, GASTON (1997) desarrolla un modelo en el que la deuda, por su efecto disciplinario, controla la discrecionalidad directiva, evitando que la administración de los acuerdos y contratos con los trabajadores afecte negativamente a la riqueza de los accionistas. De acuerdo, por tanto, con este efecto disciplinario de la deuda sobre el comportamiento directivo, cabe esperar una relación negativa entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la proporción de trabajadores con contrato fijo. Siguiendo esta línea argumental, HANKA (1998) observa, para el mercado norteamericano, una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la proporción de trabajadores con contratos temporales y a tiempo parcial.

2.4. Resumen de las relaciones esperadas.

Los modelos que analizan la interrelación entre la estructura de capital de la empresa y los mercados de productos y trabajo nos permiten establecer diferentes hipótesis. Los modelos de interrelación estratégica sugieren un reducido nivel de endeudamiento en aquellas empresas que actúen en mercados con un elevado nivel de concentración. Asimismo, es posible establecer una relación entre la *ratio* de endeudamiento y las características de los bienes y servicios ofrecidos por las empresas:

- i) Las empresas que venden productos únicos o altamente especializados tenderán a endeudarse en menor medida, dado su interés en transmitir a sus proveedores, trabajadores y clientes una señal creíble acerca de su compromiso de continuidad en el mercado de productos.
- ii) Si la inversión en activos intangibles permite a la empresa crear ventajas competitivas que sirvan de garantía adicional a sus acreedores, las empresas con un mayor nivel de gasto en investigación y desarrollo presentarán una mayor *ratio* de endeudamiento.
- iii) De forma análoga, si la reputación de la empresa en el mercado de productos sirve como garantía adicional para los acreedores, cuanto mayor sea la reputación adquirida por la empresa, mayor será la *ratio* de endeudamiento.

Del análisis de la influencia de las relaciones laborales en las empresas sobre su estructura de capital se pueden deducir las siguientes hipótesis:

- i) Las empresas con una mayor proporción de trabajadores con contrato fijo presentarán un mayor nivel de deuda, para limitar así el poder de negociación de sus trabajadores, y reducir el riesgo de apropiación de rentas.
- ii) Las empresas con una mayor proporción de trabajadores con contrato fijo presentarán un menor nivel de endeudamiento, dado el papel disciplinario de la deuda sobre el comportamiento discrecional de los directivos en cuanto a la política de contratación y estabilidad en el empleo de los trabajadores.

3. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

3.1. Base de datos y muestra objeto de estudio.

En este estudio hemos utilizado una muestra de 480 empresas manufactureras españolas durante el período comprendido entre 1991 y 1994. Este panel de empresas se ha obtenido de la base de datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales elaborada por el Ministerio de Industria y la Fundación Empresa Pública. A partir de esta base de datos, en la selección de las empresas de la muestra se han considerado aquellas que adoptan la forma jurídica de sociedad anónima, para las que se disponía de información durante los cuatro años considerados, con lo que se ha construido un panel de datos completo con un total de 1.920 observaciones. Como puede observarse en el Panel A de la **tabla 1** las empresas de la muestra pertenecen a 17 sectores de actividad, de acuerdo con la clasificación CNAE de 1974 (Clasificación Nacional de Actividades Económicas). Su tamaño no está limitado a grandes empresas, sino que comprende pequeñas empresas, definidas como aquellas con menos de 100 empleados (860 observaciones), empresas de tamaño mediano, definidas como aquellas cuyo volumen de empleo está comprendido entre 100 y 500 empleados (852 observaciones), y empresas grandes, definidas como aquellas con más de 500 empleados (208 observaciones), tal como figura en el Panel B de la **tabla 1**.

TABLA 1. Nivel de endeudamiento empresarial según sector de actividad y tamaño

La muestra incluye 480 empresas manufactureras españolas referidas al período 1991-1994, elaborada a partir de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) de la Fundación Empresa Pública. Se han incluido aquellas empresas con forma jurídica de sociedad anónima para las que se disponía de una serie temporal completa para el período de referencia. Las medidas de deuda incluyen la *ratio* de endeudamiento total (TDEUDA), definida como el volumen de deuda total dividido por el valor contable del activo total. El Panel A se refiere a la adscripción sectorial, mientras que el Panel B corresponde a las características de endeudamiento por tamaño empresarial.

SECTOR	NÚMERO EMPRESAS	NÚMERO DE OBSERVAC.	TDEUDA
Producción y primera transformación de metales.	16	64	0,472
Industrias de productos minerales no metálicos.	34	136	0,439
Industria química.	31	124	0,483
Fabricación de productos metálicos (excepto máquinas y material de transporte).	53	212	0,505
Construcción de maquinaria y equipo mecánico.	30	120	0,522
Construcción de maquinaria y material eléctrico.	30	120	0,568
Fabricación de material electrónico (excepto ordenadores). .	11	44	0,565
Construcción de vehículos automóviles y sus piezas de repuesto.	28	112	0,495
Construcción naval, reparación y mantenimiento de buques.	4	8	0,201
Construcción de otro material de transporte.	4	16	0,531
Fabricación de instrumentos de precisión, óptica y similares.	4	16	0,518
Industrias de productos alimenticios, bebidas y tabaco.	54	216	0,501
Industria del azúcar.	22	88	0,373
Industria textil.	34	136	0,549
Industria del calzado y vestido y otras confecciones textiles. .	50	200	0,575
Industria del papel y fabricación de artículos de papel, artes gráficas y edición.	39	156	0,586
Industrias de transformación del caucho y materias plásticas.	32	128	0,487
TOTAL	480	1.920	0,518

Panel B: Nivel de deuda atendiendo al tamaño de las empresas

TIPO DE EMPRESA	NÚMERO EMPRESAS	NÚMERO DE OBSERV.	TDEUDA
Pequeña	215	860	0,509
Mediana	213	852	0,516
Grande	52	208	0,563
TOTAL	480	1.920	

3.2. Variables utilizadas.

Definimos en este apartado las variables utilizadas en el estudio:

Ratio de endeudamiento: la variable dependiente es el nivel de endeudamiento de la empresa, definido como la *ratio* entre el total de deuda de la empresa dividido por el valor contable de los activos (TDEUDA). Esta variable toma valores entre cero y uno. Una medida alternativa es la transformación logística de la *ratio* de endeudamiento total (LOGDEUDA) definida como el logaritmo de $(TDEUDA/1-TDEUDA)$. Esta transformación permite asumir la normalidad del término de error y, por tanto, la utilización de estimaciones lineales, a la vez que evita la aparición de un posible sesgo derivado de una excesiva concentración de las observaciones en torno a los valores extremos de su intervalo de definición. Los resultados obtenidos no se ven alterados con la utilización de esta transformación logística como variable dependiente del modelo.

Nivel de concentración del mercado de productos: los modelos de interrelación estratégica predicen que las empresas que operan en mercados concentrados tenderán a utilizar un menor nivel de endeudamiento para evitar comportamientos agresivos por parte de sus competidores, orientados a debilitar su situación financiera, y provocar así su salida del mercado. Como variable indicativa del nivel de concentración del mercado de productos utilizamos un índice de concentración, definido como la suma de la cuota de mercado de las cuatro empresas con mayor cuota.

Activos intangibles y reputación de la empresa en el mercado de productos: las características de los activos empresariales son importantes desde el punto de vista de las decisiones de financiación. Como indicadores del nivel de activos intangibles, hemos utilizado dos variables aproximativas: la *ratio* de investigación y desarrollo sobre el total de activos (I+D), y la *ratio* de gasto en publicidad sobre el volumen total de activos (PUBLICIDAD). Diferentes estudios emplean *ratios* similares como indicadores de la especificidad de los activos empresariales. Así, la *ratio* I+D es utilizada por MEHRAN (1992) o PROWSE (1990), mientras que BRADLEY *et al.* (1984), y TITMAN y WESSELS (1988) utilizan la *ratio* de investigación y desarrollo sobre total de ventas de la empresa. La *ratio* PUBLICIDAD puede también ser considerada como una medida indicativa de la reputación de la empresa en el mercado de productos, siendo de esperar en este caso, dado que la reputación de la empresa servirá como una garantía adicional para los acreedores, una relación positiva entre la inversión en publicidad y el nivel de endeudamiento.

Estructura de los contratos laborales: la deuda también resulta relevante en las relaciones de la empresa con sus trabajadores, en este caso, analizamos la relación existente entre el nivel de endeudamiento y la estructura de los contratos laborales. Como variable indicativa de dicha estructura empleamos la proporción de trabajadores con contrato fijo (LABORAL).

4. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LOS MERCADOS DE PRODUCTOS Y TRABAJO: EVIDENCIA EMPÍRICA

En este estudio preliminar, el contraste de las relaciones previamente analizadas consiste en estimar la posible existencia de diferencias significativas entre las *ratios* de endeudamiento total de las empresas, al dividir la muestra total en dos estratos, utilizando como punto de corte el valor medio de las variables explicativas (**tabla 2**). Se puede observar como las empresas que operan en sectores más concentrados (CON) presentan una *ratio* de endeudamiento total menor que las empresas que operan en sectores menos concentrados (50,4% y 53,9%, respectivamente), siendo esta diferencia estadísticamente significativa a un nivel del 1%.

Las empresas que poseen mayores niveles de activos intangibles, medidos a través del nivel de inversión en investigación y desarrollo (I+D), presentan una menor *ratio* de endeudamiento (50,7%) que las empresas con un menor nivel de inversión (53,4%), siendo la diferencia de medias entre ambos estratos estadísticamente significativa al nivel del 5%, lo que sugiere que la relación entre el nivel de endeudamiento empresarial y el nivel de activos intangibles es negativa. Un resultado similar se observa al dividir la muestra en función del nivel de gasto en publicidad. Empresas con un nivel de gasto (PUBLICIDAD) menor a la media muestran una *ratio* de endeudamiento total del 53,5%, valor que es superior al que presentan las empresas del otro estrato (50,9%), siendo la diferencia estadísticamente significativa para un nivel de confianza del 5%.

Finalmente, cuando dividimos la muestra en función de la variable representativa de la estructura de los contratos laborales, observamos que las empresas que presentan un nivel de trabajadores fijos mayor a la media están menos endeudadas (51,3%) que las empresas con contratos laborales más flexibles (54,9%), siendo esta diferencia estadísticamente significativa para un nivel de confianza del 1%.

TABLA 2. Contraste de diferencia de medias

Esta tabla recoge los contrastes de diferencias de medias para la *ratio* de deuda total (TDEUDA), utilizando las variables explicativas como variables de clasificación: (CON) concentración del mercado de productos; (I+D) *ratio* de inversión en investigación y desarrollo; (PUBLICIDAD) gasto anual en publicidad; (LABORAL) porcentaje de trabajadores con contrato fijo.

VARIABLE	INFERIOR A LA MEDIA	SUPERIOR A LA MEDIA	VALOR DEL ESTADÍSTICO T
(CON)	53,9	50,4	- 3,239***
Observaciones.....	(906)	(1.014)	
(I+D)	53,4	50,7	- 2,386**
Observaciones	(1.475)	(445)	
(PUBLICIDAD)	53,5	50,9	- 2,305**
Observaciones	(1.478)	(442)	
(LABORAL)	54,9	51,3	- 3,403***
Observaciones.....	(723)	(1.197)	

*** Significativo al 1%.

** Significativo al 5%.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo de carácter preliminar se analiza la posible influencia de los mercados de productos y trabajo sobre la estructura de capital de las empresas manufactureras españolas. La muestra está integrada por 480 empresas, referidas al período de estudio 1991-1994. En este estudio hemos observado que el grado de concentración del mercado de productos donde las empresas desarrollan su actividad no influye de forma significativa sobre su nivel de endeudamiento, resultado que contrasta con los estudios previos de SULLIVAN (1974) y SPENCE (1985) referidos al mercado norteamericano.

Consistente con los estudios previos de TITMAN y WESSELS (1988) y de BALAKRISHNAN y FOX (1993), referidos al mercado norteamericano, los resultados indican que las empresas que ofrecen productos únicos o altamente especializados, en las que los clientes, proveedores y trabajadores incurrirían en costes sustanciales en caso de liquidación, siguiendo la línea argumental del modelo de TITMAN (1984), presentan un menor nivel de endeudamiento.

Los resultados obtenidos al utilizar la inversión en publicidad como variable *proxy* de la importancia de los activos intangibles, así como de la reputación de la empresa en el mercado de productos, no difieren de los observados al emplear la *ratio* de inversión en actividades de investigación y desarrollo. Por tanto, a diferencia de los estudios norteamericanos de MACKIE-MASON (1990) y de BALAKRISHNAN y FOX (1993), no observamos la existencia de una influencia significativa de la reputación de la empresa en el mercado de productos sobre su capacidad de endeudamiento.

Por último, en cuanto a la influencia de las relaciones laborales sobre la estructura de capital de las empresas, observamos, en línea con el trabajo de HANKA (1998), que existe una relación negativa entre el nivel de endeudamiento de las empresas y la proporción de trabajadores con contrato fijo. Esta evidencia es consistente con el efecto disciplinario de la deuda sobre el comportamiento directivo respecto a la política de contratación y estabilidad en el empleo de los trabajadores, evitando que se adopten decisiones de naturaleza laboral, que pudiesen resultar incompatibles con la creación de valor para el accionista.

En síntesis, los resultados de este estudio preliminar nos revelan que las decisiones de financiación están en cierta medida condicionadas por las características de los mercados de factores y productos en los que las empresas desarrollan su actividad. Para estimar la influencia de estos mercados en el diseño de la estructura de capital resulta necesario realizar contrastes adicionales, con la finalidad de estudiar la robustez de estos resultados ante la inclusión de distintas variables de control, relativas al tamaño, el nivel de riesgo económico, la rentabilidad o la clasificación sectorial de las empresas.

BIBLIOGRAFÍA

- AAKER, D. A. (1989): «Managing Assets and Skills: The Key to a Sustainable Competitive Advantage». *California Management Review*, invierno 1989, págs. 91-106.
- AMIT, R.; SCHOEMAKER, P. J. H. (1993): «Strategic Assets and Organizational Rent». *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 33-46.
- ANG, J.; CHUA, J.; MCCONNELL, J. (1982): «The administrative costs of corporate bankruptcy: A note». *Journal of Finance*, marzo 1982, págs. 219-226.
- ARRUÑADA, B. (1993): «Pintando la Caja Negra. Notas a *La Empresa en el Análisis Económico* de Vicente Salas». *Papeles de Economía Española*, n.º 57, págs. 156-169.
- ARRUÑADA, B. (1996): «Análisis Contractual de la Empresa: una Introducción Aplicada». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, n.º 3 (1996), págs. 41-56.
- BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. (1993): «Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure». *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 3-16.
- BECKER, G. S. (1962): «Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis». *Journal of Political Economy*, vol. 70, págs. 9-44.
- BENOIT, J. (1984): «Financially Constrained Entry in a Game with Incomplete Information». *RAND Journal of Economics*, vol. 15, n.º 4, invierno 1984, págs. 490-499.
- BHAGAT, S.; WELCH, I. (1995): «Corporate Research & Development Investments International Comparisons». *Journal and Accounting and Economics*, 19, págs. 443-470.
- BOLTON, P.; SCHARFSTEIN, D. S. (1990): «A Theory of Predation based on Agency Problems in Financial Contracting». *The American Economic Review*, vol. 80, n.º 1, marzo 1990, págs. 93-106.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. (1984): «On the Existence of an Optimal Capital structure: Theory and Evidence». *The Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 3, julio 1984, págs. 857-880.
- BRANDER, J. A.; LEWIS, T. R. (1986): «Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect». *The American Economic Review*, diciembre 1986, págs. 956-970.
- BRANDER, J. A.; LEWIS, T. R. (1988): «Bankruptcy Costs and the Theory of Oligopoly». *Canadian Journal of Economics*, 21, págs. 221-243.
- BRONARS, S. G.; DEERE, D. R. (1991): «The Threat of Unionization, the Use of Debt, and Preservation of Shareholder Wealth». *The Quarterly Journal of Economics*, febrero 1991, págs. 231-254.
- BRONARS, S. G.; DEERE, D. R. (1993): «Unionization, Incomplete Contracting, and Capital Investment». *Journal of Business*, vol. 66, n.º 1, págs. 117-132.
- CAPON, N.; FARLEY, J. U.; HOENIG, S. (1990): «Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis». *Management Science*, vol. 36, n.º 10, octubre 1990, págs. 1.143-1.159.
- CLARKE, R. (1993): *Economía Industrial*. Celeste Ediciones.
- DASGUPTA, S.; TITMAN, S. (1998): «Pricing Strategy and Financial Policy». *The Review of Financial Studies*, vol. 11, n.º 4, invierno 1998, págs. 705-737.
- DIERICKX, I.; COOL, K. (1989): «Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage». *Management Science*, vol. 35, n.º 12, diciembre 1989, págs. 1.504-1.514.
- FRANKO, L. G. (1989): «Global Corporate Competition: Who's winning, Who's losing, and the R&D Factor as one Reason Why». *Strategic Management Journal*, vol. 10, págs. 449-474.
- FUDENBERG, D.; TIROLE, J. (1986): «A "Signal-jamming" Theory of Predation». *RAND Journal of Economics*, vol. 17, n.º 3, otoño 1986, págs. 366-376.

- FULGHIERI, P.; NAGARAJAN, S. (1996): «On the Strategic Role of High Leverage in Entry Deterrence». *Journal of Banking & Finance*, 20 (1996), págs. 1-23.
- GARCÍA PEREA, P. (1999): «Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma». *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto 1999, págs. 55-67.
- GASTON, N. (1997): «Efficiency Wages, Managerial Discretion, and the Fear of Bankruptcy». *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 33 (1997), págs. 41-59.
- GRANT, R. M. (1991): «The Resource-based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation». *California Management Review*, primavera 1991, págs. 114-135.
- GUPTA, M. C. (1969): «The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial structure of Manufacturing Companies». *The Journal of Finance*, págs. 517-529.
- HALL, R. (1993): «A Framework linking Intangible Resources and Capabilities to Sustainable Competitive Advantage». *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 607-618.
- HANKA, G. (1998): «Debt and the terms of employment». *Journal of Financial Economics*, 48, págs. 245-282.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991): «The Theory of Capital Structure». *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n.º 1, marzo 1991, págs. 297-355.
- IPPOLITO, R. A. (1985): «The Labor Contract and True Economic Pension Liabilities». *The American Economic Review*, diciembre 1985, págs. 1.031-1.043.
- IPPOLITO, R. A.; JAMES, W. H. (1992): «LBOs, Reversions and Implicit Contracts». *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n.º 1, marzo 1992, págs. 139-167.
- JENSEN, M. C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *AEA Papers and Proceedings*, vol. 76, n.º 2, mayo 1986, págs. 323-329.
- JENSEN, M. C. (1993): «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems». *The Journal of Finance*, vol. XLVIII, julio 1993, págs. 831-880.
- JOG, V. M.; KOTLYAR, I.; TATE, D. G. (1993): «Stakeholder Losses in Corporate Restructuring: Evidence from four Cases in the North American Steel Industry». *Financial Management*, otoño 1993, págs. 185-201.
- KIM, E. H.; MCCONNELL, J. J. (1977): «Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt». *The Journal of Finance*, vol. 32, n.º 2, mayo 1977, págs. 349-365.
- KIM, W. S.; SORENSEN, E. H. (1986): «Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, n.º 2, junio 1986, págs. 131-144.
- LANG, L. H. P.; STULZ, R. M. (1992): «Contagion and Competitive Intra-industry Effects of Bankruptcy Announcements». An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 32, págs. 45-60.
- LONG, M.; MALITZ, I. (1985): «The investment-financing nexus: Some empirical evidence». *Midland Corporate Finance Journal*, vol. 3, págs. 53-59.
- MACKIE-MASON, J. K. (1990): «Do Taxes affect Corporate Financing Decisions?». *The Journal of Finance*, vol. XLV, n.º 5, diciembre 1990, págs. 1.471-1.493.
- MAHONEY, J. T.; PANDIAN, J. R. (1992): «The Resource-based View within the Conversation of Strategic Management». *Strategic Management Journal*, vol. 13, págs. 363-380.
- MARTÍN, C. (1997): «El mercado de trabajo español en perspectiva europea: un panorama». *Papeles de Economía Española*, n.º 72, págs. 2-20.
- MAURER, B. (1999): «Innovation and investment under financial constraints and product market competition». *International Journal of Industrial Organization*, 17, págs. 455-476.
- MEHRAN, H. (1992): «Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n.º 4, diciembre 1992, págs. 539-560.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1958): «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment». *American Economic Review*, vol. 48, págs. 261-297.

- MYERS, S. (1977): «Determinants of corporate borrowing». *Journal of Financial Economics*, noviembre 1977, págs. 147-175.
- MYERS, S. (1984): «The capital structure puzzle». *Journal of Finance*, 39, julio 1984, págs. 575-592.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics*, 13, págs. 187-221.
- NICKELL, S.; WADHWANI, S. (1990): «Insider Forces and Wage Determination». *The Economic Journal*, 100, junio 1990, págs. 496-509.
- OFEK, E. (1993): «Capital Structure and Firm Response to Poor Performance». *Journal of Financial Economics*, 34, págs. 3-30.
- OPLER, T. C.; TITMAN, S. (1994): «Financial Distress and Corporate Performance». *The Journal of Finance*, vol. XLIX, n.º 3, julio 1994, págs. 1.015-1.040.
- PEROTTI, E. C.; SPIER, K. E. (1993): «Capital structure as a bargaining tool: The role of leverage in contract renegotiation». *The American Economic Review*, vol. 83, n.º 5, págs. 1.131-1.141.
- PETERAF, M. A. (1993): «The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-based View». *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 179-191.
- PETERSEN, M. A. (1992): «Pension Reversions and Worker-Stockholder Wealth Transfers». *Quarterly Journal of Economics*, pág. 1.033.
- POITEVIN, M. (1989): «Financial Signalling and the "Deep-pocket" Argument». *RAND Journal of Economics*, vol. 20, n.º 1, primavera 1989, págs. 26-40.
- POITEVIN, M. (1990): «Strategic Financial Signalling». *International Journal of Industrial Organization*, 8, págs. 499-518.
- PROWSE, S. D. (1990): «Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan». *Journal of Financial Economics*, 27, págs. 43-66.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. (1995): «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *The Journal of Finance*, vol. 50, n.º 5, diciembre 1995, págs. 1.421-1.460.
- REQUEJO, A. (1996): «Reducción de Plantilla y Problemas de Viabilidad Financiera: El Papel de la Estructura de Capital». *Investigaciones Económicas*, vol. XX (1), enero 1996, págs. 43-70.
- RODRÍGUEZ, C. (1996): «Determinantes de la afiliación sindical en España». *Moneda y Crédito*, n.º 203, págs. 149-174.
- RUBACK, R. S.; ZIMMERMAN, M. B. (1984): «Unionization and Profitability: Evidence from the Capital Market». *Journal of Political Economy*, vol. 92, n.º 6, págs. 1.134-1.157.
- SHAPIRO, C. (1982): «Consumer Information, Product Quality, and Seller Reputation». *The Bell Journal of Economics*, págs. 20-35.
- SHAPIRO, C. (1983): «Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations». *Quarterly Journal of Economics*, págs. 659-679.
- SPENCE, M. (1985): «Capital Structure and the Corporation's Product Market Environment», en B. Friedman (ed.), *Corporate Capital Structure in the United States*, University of Chicago Press, 1985, págs. 353-377.
- SULLIVAN, T. G. (1974): «Market Power, Profitability and Financial Leverage». *The Journal of Finance*, págs. 1.407-1.414.
- TELSEER, L. G. (1964): «Advertising and Competition». *Journal of Political Economy*, vol. LXXII, n.º 6, págs. 537-562.
- TITMAN, S. (1984): «The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision». *Journal of Financial Economics*, 13, págs. 137-151.
- WARNER, J. B. (1977): «Bankruptcy costs: Some evidence». *Journal of Finance*, mayo 1977, págs. 337-347.
- WILLIAMSON, O. (1979): «Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations». *Journal of Law and Economics*, 22, págs. 233-261.