



XXIII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS 2006

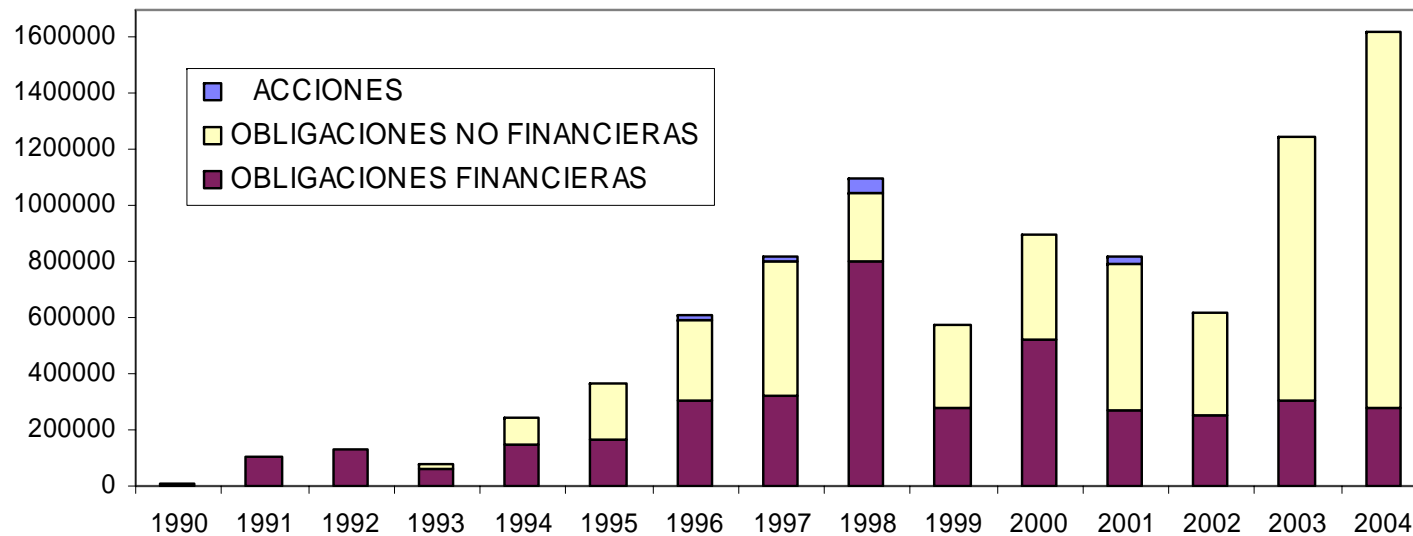
Banco Central de Reserva del Perú

**Efectos Subyacentes de la
Información Asimétrica sobre
las decisiones de
financiamiento vía Mercado de
Valores**


Lucero Ruiz

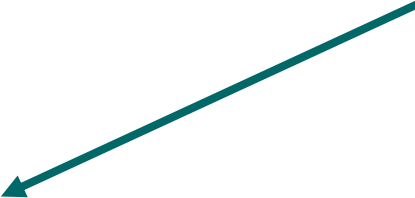
Motivación

EVOLUCIÓN DE LOS MONTOS INSCRITOS DE OFERTA PÚBLICA
PRIMARIA
1990-2004



Los bonos constituyen la mayor parte de los instrumentos utilizados para captar recursos en el Mercado de Valores Peruano . Mostrándose así ,renuentes a emitir acciones

- 
- Este hecho no es fortuito , sino más bien , una característica de nuestro Mercado de Valores a lo largo de su historia. Son muchas las explicaciones que se dan al respecto .



STATIC
TRADE-OFF
THEORY

FACTORES EXÓGENOS



PECKING
ORDER
THEORY (POT)

FACTORES ENDÓGENOS



Depende de costos y beneficios
relativos

- Costos de Emisión
- Costos de Liquidación
- Economía de Impuestos

**STATIC
TRADE-OFF
THEORY**

**PECKING
ORDER
THEORY (POT)**

*The Capital Structure
Puzzle : Myers(1984)*

Como la Información es Asimétrica

→ Jerarquía :

1. Fondos Internos
2. Emisión de Deuda
3. Emisión Acciones



¿Qué otras cosas se han hecho?

- *Testing Trade- off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt* : Fama and French (2002)
- *Pecking Order Theory And The Financial Structure Of Manufacturing Smes From Australia's Business Longitudinal Survey* : Zoppa and McMahon (2002)
- *Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure in Brazilian Firms* : De Medeiros, Otavio R. y Daher , Cecílio (2004)



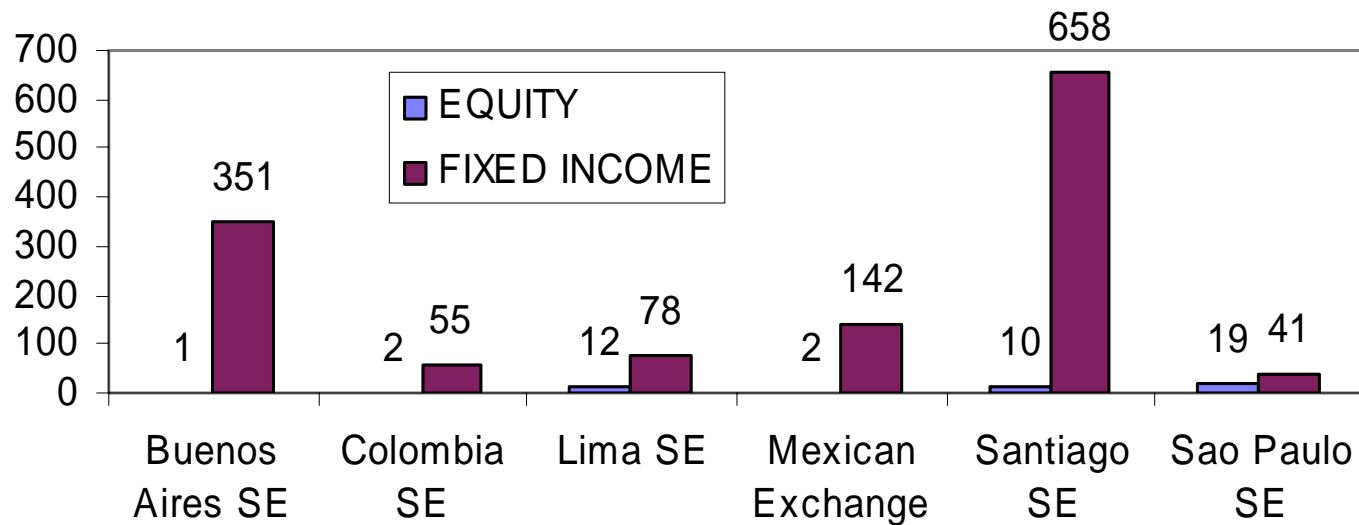
Objetivo Principal

El presente estudio busca presentar evidencia empírica sobre la propiedad de la teoría *Pecking Order* como un descriptor del comportamiento de financiación de las empresas en el Mercado de Valores Peruano

¿Por qué se da esta jerarquía?

○ *Perspectiva Regional*

NUEVAS ACCIONES Y BONOS LISTADOS EN LAS PRINCIPALES BOLSAS DE LA REGION DURANTE EL 2004





- *Factores Coyunturales*

STATIC
TRADE-OFF
THEORY

-
- *Programa Creadores de Mercado*
 - *Costos de transacción restrictivos*
 - *Tasas de Encaje exigidas a AFPs*

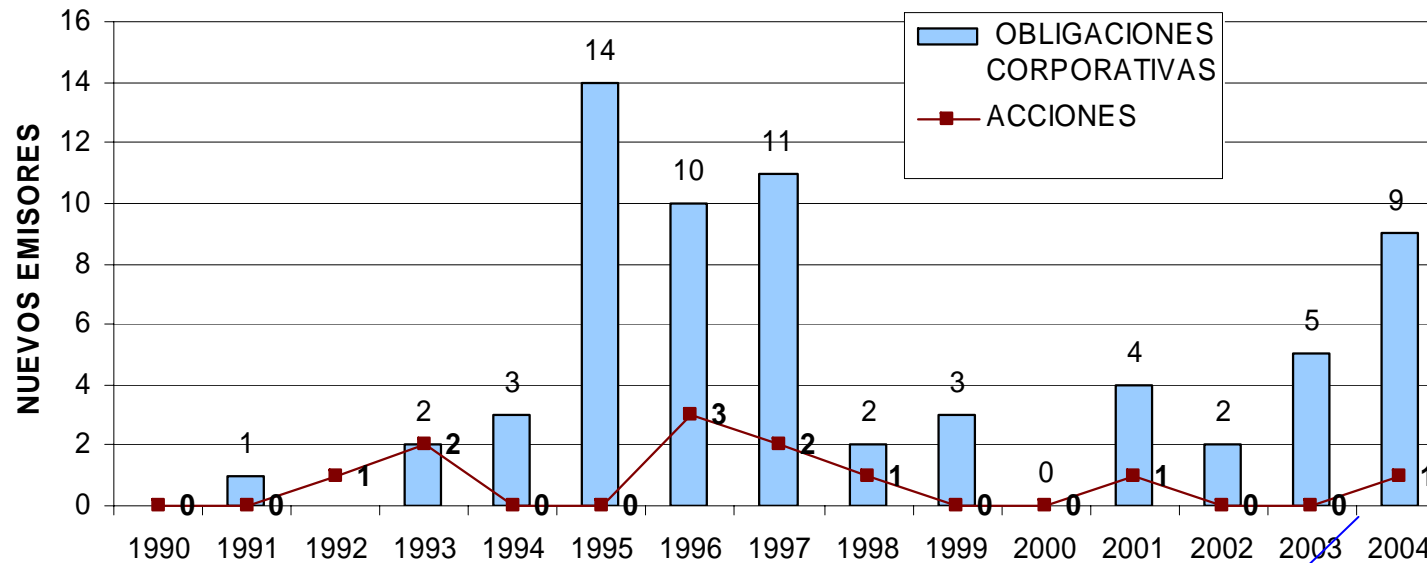
- *Factores Estructurales*

PECKING
ORDER
THEORY

- *Escasa profundidad del mercado de valores*
- *Mercado secundario ilíquido*
- *Demanda selectiva de inversionistas institucionales*
- *Problemas de Información Asimétrica*

o Emisión de Acciones y Bonos Corporativos

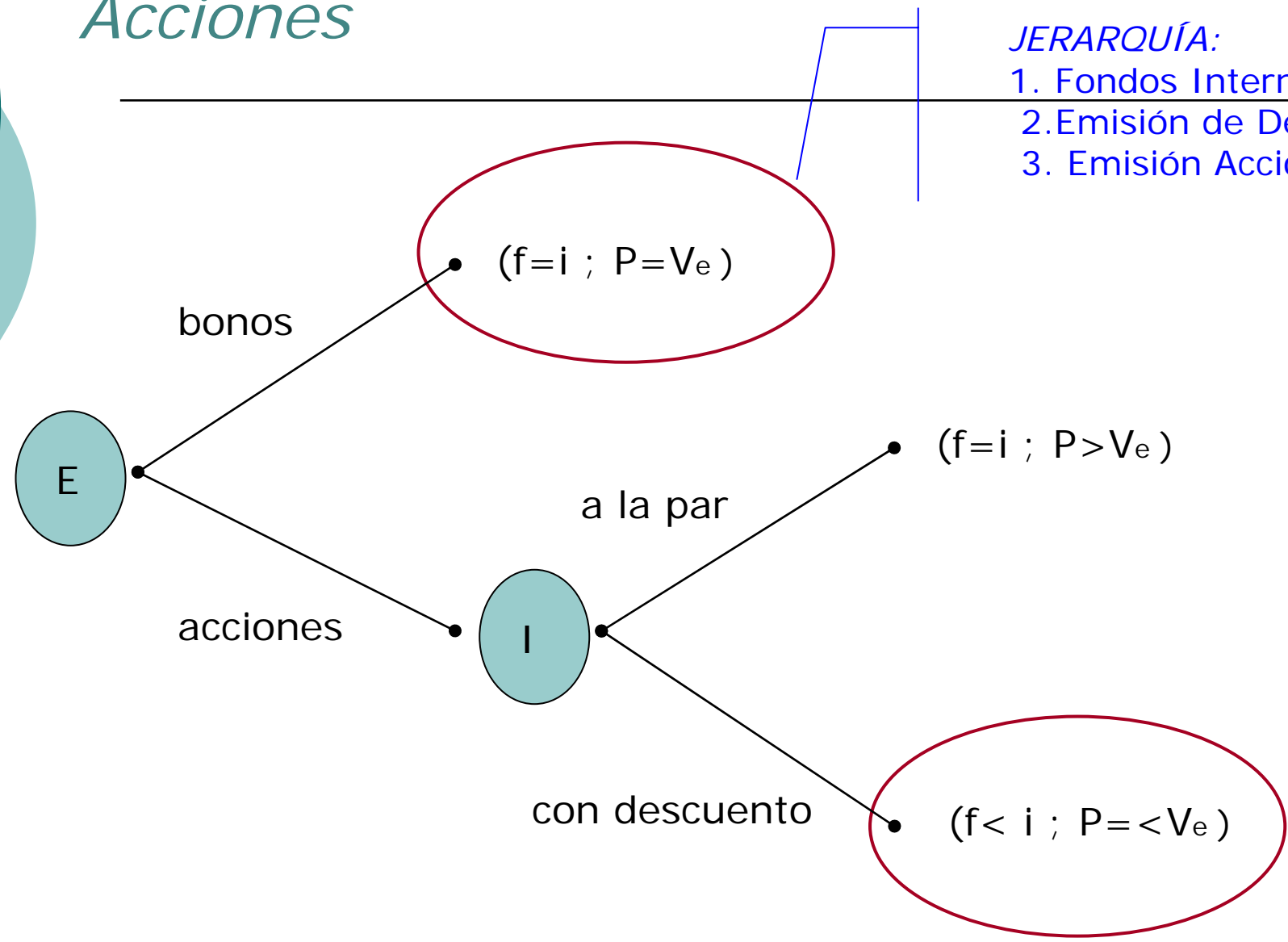
**NUEVOS EMISORES DE ACCIONES Y OBLIGACIONES CORPORATIVAS
1990-2004**



¿Por qué son menos las emisiones de acciones frente a los bonos ??

o Racionalidad en la Emisión de Acciones

- JERARQUÍA:
1. Fondos Internos
 2. Emisión de Deuda
 3. Emisión Acciones





Efectos Subyacentes

SUPUESTO: Existe **información asimétrica** entre los gerentes que tienen más información a cerca de la empresa que inversionistas externos

- Gerentes prefieren emitir acciones cuando están sobrevaluadas
- Así, la emisión de acciones es señal para los inversionistas
- Quienes descuentan el precio que están dispuestos a pagar por los valores
- Entonces los gerentes evitan la emisión de acciones

¿Cómo probar la teoría ?

- Si las empresas siguen un comportamiento como el descrito por la POT:

*Regresión por Datos
de Panel*

$$PasNoCte_{it} = \alpha + \beta_1 Div_{it} + \beta_2 I_{it} + \beta_3 dW_{it} + \beta_4 C_{it} + \varepsilon_{it}$$

*Efectos Fijos
o Aleatorios*

Test Wald

$$H_0 : \beta_j = 1$$

$$H_1 : \beta_j < 1 \quad \forall j$$

RESULTADOS

*EFFECTOS
ALEATORIOS*

*EFFECTOS
FIJOS*

VARIABLES	COEFICIENTES	
DIV?	4.4093	4.4002
I?	0.5970	0.5978
D(W)?	0.0955	0.0927
C?	0.0510	0.0479
R-cuadrado	0.75547	0.7551

Significancia al 5% y al 1%



TEST HAUSSMAN

$$H_0 : E(\alpha_i / x_{it}) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i / x_{it}) \neq 0$$

$$S = \hat{q}' \left[V(\hat{q}) \right]^{-1} \hat{q} \rightarrow \chi^2(4) = 5.6057$$

donde: **Chi-Cuadrado (4g.l.) $p = 0.23058946$**

$$\hat{q} = \hat{\beta}_{ea} - \hat{\beta}_{ef}; \quad V(\hat{q}) = V(\hat{\beta}_{ef}) - V(\hat{\beta}_{ea})$$

No existe correlación entre los efectos no observados y los regresores, garantizándose la consistencia de la especificación del modelo de efectos aleatorios

TEST WALD

*Shyam-Sunder
and Myers (1999)*

$$PasNoCte_{it} = \alpha + \beta_1 Div_{it} + \beta_2 I_{it} + \beta_3 dW_{it} + \beta_4 C_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$H_0 : \beta_j = 1$$

$$H_1 : \beta_j < 1 \quad \forall j$$

Estadístico	valor	df	Probabilidad
Prueba F	196.9706	(4, 475)	0
Chi-cuadrado	787.8824	4	0

*Es válido afirmar que los déficits de fondos
de las empresas son financiados en su
mayor parte por Emisión de Deuda*

¿Qué nos dicen los signos?

Fama & French "las firmas ajustan los dividendos t.q. calcen en sus recursos autogenerados "

REGRESOR	SIGNO ESPERADO	SIGNO ESTIMADO
DIV?	+	+
I?	+	+
d(w)?	-	+
C?	+	+

¿Qué pasó?



CONCLUSIONES

- *Las empresas peruanas siguen una jerarquía preconcebida cuando deciden a través de qué instrumento financiarán sus inversiones.*
- *Las causas originarias de esta conducta son estructurales y están altamente correlacionadas con el nivel de información Asimétrica imperante en nuestro Mercado de Valores.*
- *La conducta de los inversionistas institucionales es un factor crítico para que las empresas muestren preferencia por emitir obligaciones antes acciones .*



AGENDA DE INVESTIGACIÓN

- *Ampliar la muestra tal que pueda incluir empresas que todavía no acceden al mercado primario .*
- *Controlar el modelo por tamaño de la empresa o por clasificaciones sectoriales .*



XXIII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS 2006

Banco Central de Reserva del Perú

**Efectos Subyacentes de la
Información Asimétrica sobre
las decisiones de
financiamiento vía Mercado de
Valores**

Lucero Ruiz