

**XXIII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS 2006**

**Banco Central de Reserva del Perú**

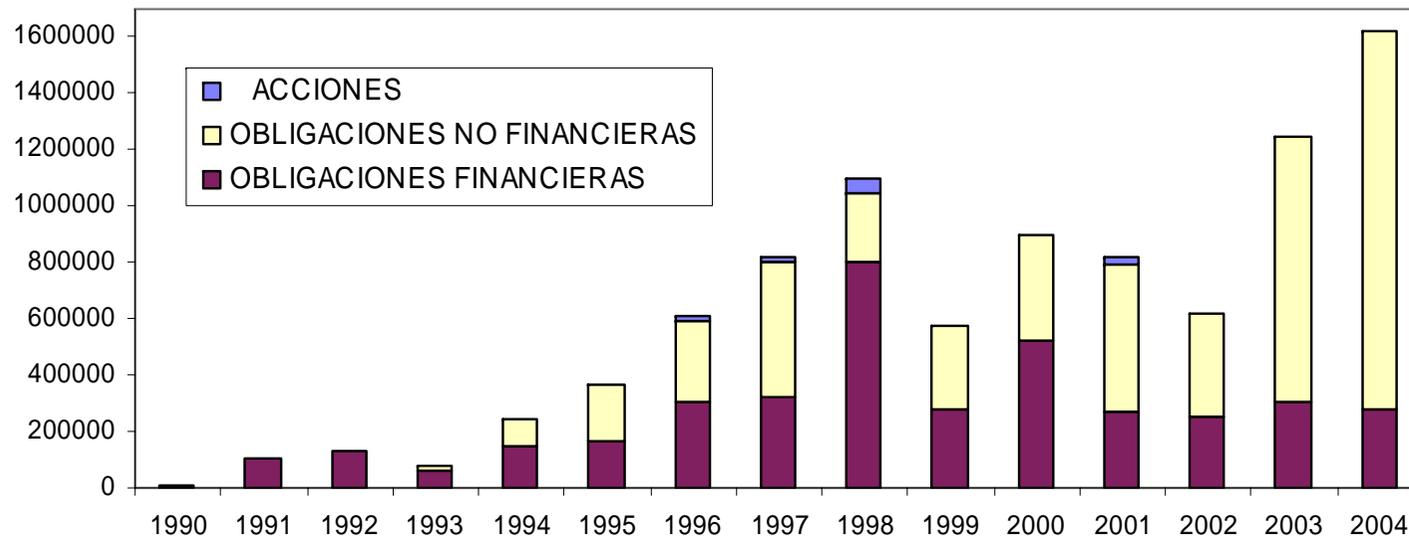
---

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

*Lucero Ruiz*

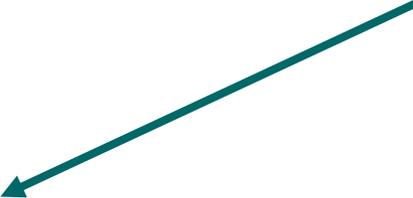
# Motivación

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



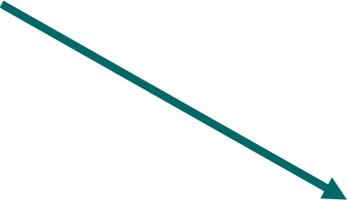
Los bonos constituyen la mayor parte de los instrumentos utilizados para captar recursos en el Mercado de Valores Peruano . Mostrándose así ,renuentes a emitir acciones

- 
- 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

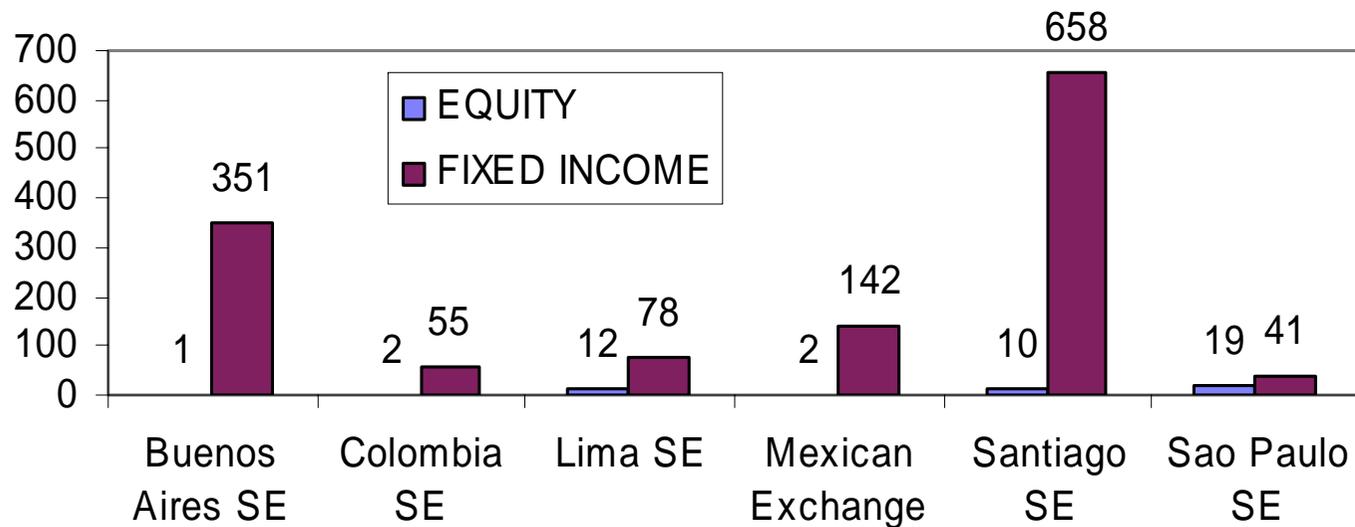
---

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*

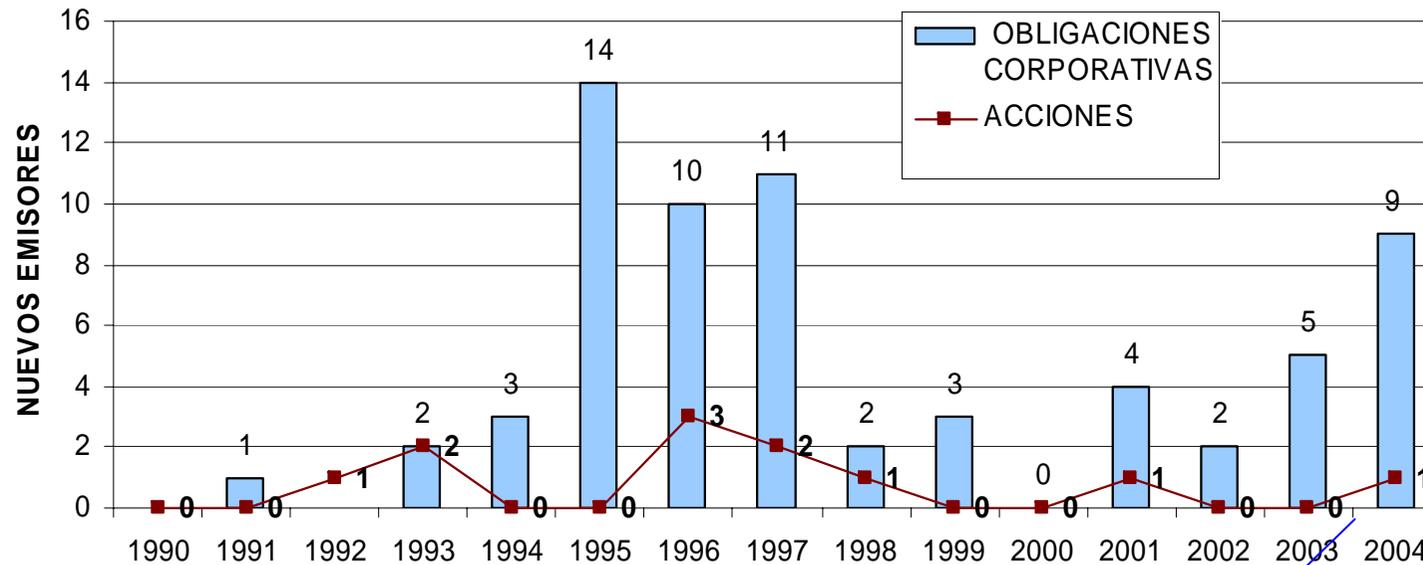
- *Factores Estructurales*

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

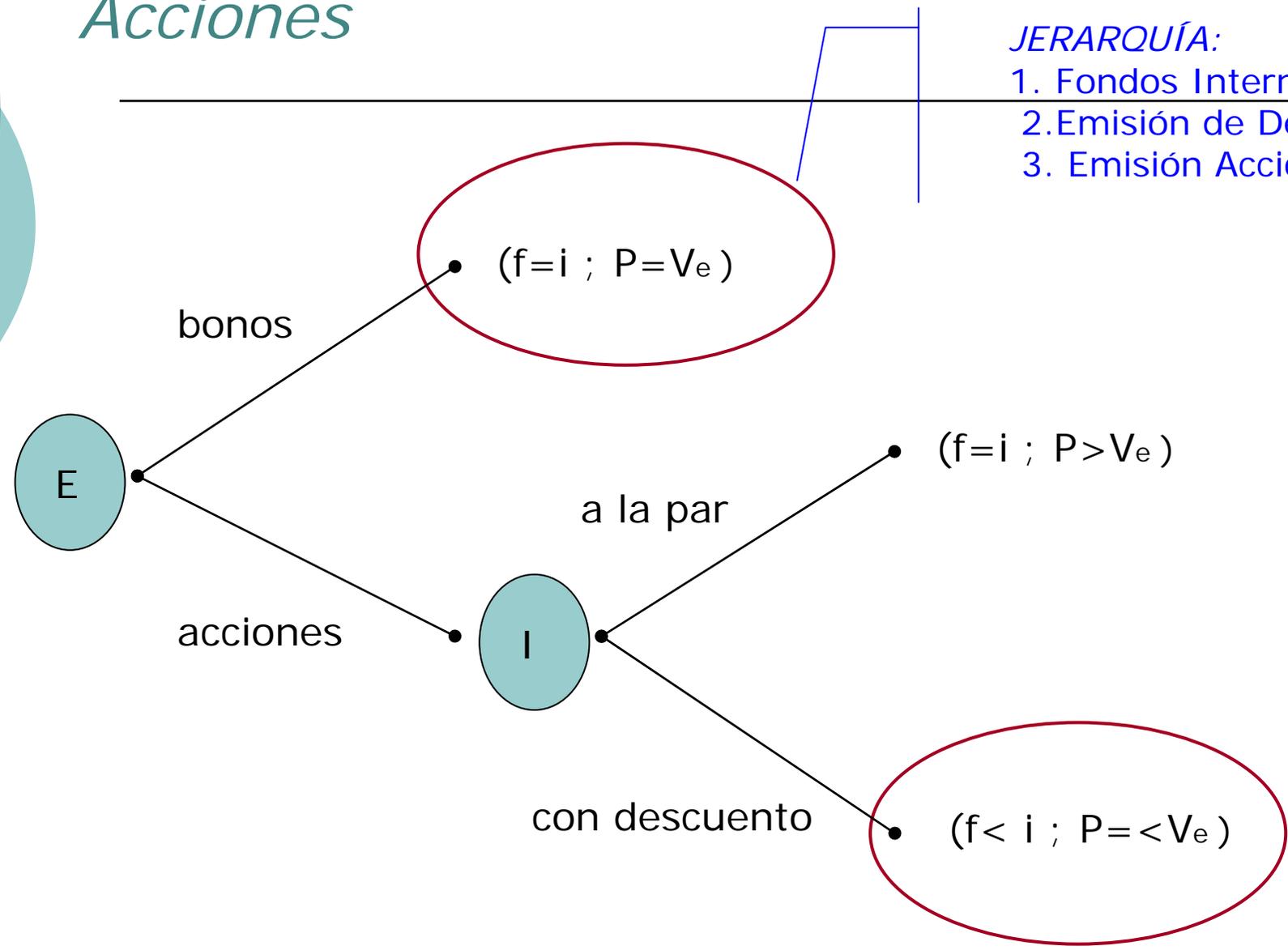
**NUEVOS EMISORES DE ACCIONES Y OBLIGACIONES CORPORATIVAS  
1990-2004**



*¿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*

<b>VARIABLES</b>	<b>COEFICIENTES</b>	
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?	+	+

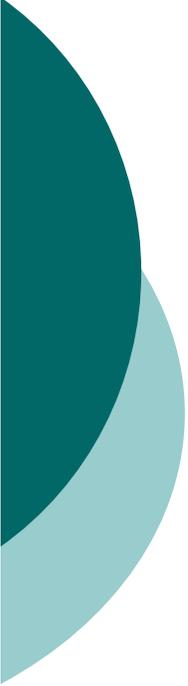
*¿Qué pasó?*



# 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*