

PABLO DE ANDRÉS ALONSO*
VALENTÍN AZOFRA PALENZUELA*

La estructura contractual de la gran empresa española. Factores determinantes del apalancamiento contractual**

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Un modelo financiero de la estructura contractual. 3. La estructura contractual de la gran empresa española. Análisis empírico. 4. Conclusiones.

RESUMEN: La explicación de una amplia gama de fenómenos relacionada con los contratos financieros de la empresa ha centrado el interés de la teoría positiva de la agencia durante los últimos veinte años. Recientemente, sin embargo, algunas investigaciones han comenzado a centrar su atención en el análisis conjunto de las distintas relaciones de cooperaciones explícitas e implícitas —y no sólo financieras— que se establecen en la empresa y configuran su red contractual. En línea con algunas de estas propuestas, el presente trabajo ofrece una primera aproximación y caracterización de la empresa española en términos contractuales a través de una serie de variables previamente introducidas en el análisis: contratos de pagos fijos, variables y mixtos, contratos internos y externos, apalancamiento contractual, concentración de la propiedad, naturaleza del accionista principal, etcétera. A estos efectos, analizamos en primer lugar la estructura de contratos de una muestra de ciento treinta y dos empresas representativa de la gran empresa española no financiera, para seguidamente proceder a explicar cuáles son sus factores determinantes.

Palabras claves: Teoría de la Agencia; estructura de pagos; apalancamiento contractual; estructura de propiedad y control.

ABSTRACT: During the last twenty years, positive agency theory has been focused on the study of a broad range of phenomena associated with the financial contracts of the firm. More recently, however, new lines of research within the agency theory have switched their attention to the joint analysis of both the explicit and implicit cooperation relationships existing within the firm. This broader perspective does not restrict itself to financial relationships, but instead it considers all kinds of cooperative relationships that determine the contractual structure of the firm. Following these proposals, this paper presents a characterization of the Spanish firm in terms of its contractual structure. We identify a number of

(*) Universidad de Valladolid. Departamento de Economía y Administración de Empresas.

(**) Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en las XII Jornadas de Economía Industrial. Los autores agradecen los comentarios de los participantes, así como de A. Cuervo, J. J. Durán, A. I. Fernández, J. Hernangómez, A. Miguel y J. A. Rodríguez.

Pablo de Andrés Alonso y Valentín Azofra Palenzuela

variables that were previously introduced in the analysis: fixed, variable and mixed payoff contracts; internal and external contracts; contractual leverage; ownership concentration; nature of the main shareholder etc. For this purpose, we first analyze the contractual structure of a sample of one hundred and thirty two firms, which are representative of the large, non financial, Spanish corporate firm. We then proceed to try to characterize the Spanish corporate firm and explain the main determinants of their contractual leverage.

Key words: Agency Theory; Payoffs structure; contractual leverage; ownership and control structure. JEL Classification: G3 (Corporate Finance and Governance); G32 (Capital and Ownership Structure).

1. Introducción

El modelo de empresa que inspiró el trabajo de JENSEN y MECKLING (1976) ha favorecido la evolución de una corriente de la literatura contractual —la teoría positiva de la agencia— que ha contribuido a explicar una amplia gama de fenómenos relacionados con los contratos financieros de las empresas, como son: el papel que juegan los accionistas principales como supervisores de los directivos (GROSSMAN y HART, 1986; SHLEIFER y VISNHY, 1986); la dependencia de las fuentes internas de financiación y el recurso al endeudamiento por parte de los directivos como mecanismo para transmitir información al mercado y revelar sus esquemas de incentivos a los inversores (MYERS, 1977; ROSS, 1977; MYERS y MAJLUF, 1977; HARRIS y RAVID, 1990); la función de la deuda como mecanismo de gobierno empresarial (HART, 1995; JENSEN, 1986); o el papel que cumplen las instituciones financieras como productores y transmisores de información sobre la solvencia de las empresas y como supervisores de la rentabilidad de sus proyectos de inversión (LELAND y PYLE, 1977; DRAPER y HOAG, 1978; CAMPBELL y KRACAW, 1980; BATTACHARYA y THAKOR, 1993).

En los últimos años, sin embargo, algunos trabajos integrados en la teoría positiva de la agencia han intentado ampliar el marco de análisis (JENSEN, 1993; HILL y JONES, 1992; FAMA, 1990; CORNELL y SHAPIRO, 1987), considerando no sólo los contratos con los inversores sino también los contratos con el resto de agentes que conforman el nexo contractual que define la empresa (JENSEN y MECKLING, 1976). El estudio de los contratos con participantes inversores y no inversores —clientes, proveedores, empleados, Estado, etc.— persigue, de un lado, comprender mejor las características de los contratos financieros y, de otro, explicar la naturaleza de las relaciones de cooperación explícitas e implícitas que se establecen en las organizaciones.

Una de las principales contribuciones a esta línea de trabajo es la realizada por FAMA (1990) distinguiendo entre contratos de pagos fijos y contratos de pagos variables, cualesquiera que sea la naturaleza de los mismos. La clasificación de los contratos según la estructura de sus pagos surge de una percepción no suficientemente tenida en cuenta: en la mayor parte de las transacciones internalizadas dentro de la empresa se observa la presencia de contratos que, en lo sustancial, apenas se diferencian de los contratos estándares de deuda. Como los obligacionistas, muchos agentes contratan con la empresa en términos de pagos fijos. A partir de esta observación es posible caracterizar todas las relaciones contractuales que se establecen entre los agentes —comerciales, laborales, directivas, políticas, etc.— en función de la clase de pagos que comprometen. Ello permite alcanzar una visión más amplia del entramado contractual que la tradicionalmente contemplada por las

finanzas, centrada en los contratos con los aportantes de fondos. A éstos, aun jugando un papel relevante, sólo corresponde una pequeña parte del total de flujos financieros. Desde esta perspectiva, surgen incluso nuevos argumentos a la hora de explicar por qué las empresas combinan determinados contratos financieros dentro de su estructura de capital.

En consonancia con estos antecedentes, la presente investigación tiene como objetivo procurar una primera aproximación a la estructura de contratos de la gran empresa española. A tal fin, el trabajo se articula en dos partes claramente diferenciadas. En la primera se discute la naturaleza de los pagos característicos de las empresas —fijos, variables y mixtos— y la conveniencia de unos u otros en función de las circunstancias contractuales específicas, para concluir que la relación entre pagos y contratos permite delinear la estructura contractual de las organizaciones. En la segunda parte del trabajo, de naturaleza empírica, se proyecta el análisis anterior sobre una muestra de grandes empresas españolas, con el objeto de determinar cuáles son sus contratos más característicos, el grado de apalancamiento contractual, y los factores que explican ese apalancamiento.

2. Un modelo financiero de la estructura contractual

Común a todos los contratos que se realizan en las organizaciones es su exposición a la incertidumbre, tanto en los términos de la relación contractual como en los problemas relativos a los recursos que incorporan. Por ejemplo, los accionistas no tienen certeza sobre qué bienes producir, sobre los *inputs* necesarios para obtenerlos y cómo combinarlos, o sobre si el *output* será vendido y a qué precio; sobre si los activos se están utilizando eficientemente, o qué políticas se deben seguir para comercializar los productos con éxito. Del mismo modo, los proveedores se enfrentan a la incertidumbre en la renovación de sus contratos, en el precio de éstos, en la rentabilidad de sus inversiones en capital humano y físico específico a la relación, en la compensación del servicio prestado, etc. Por su parte, en los contratos con los clientes, la incertidumbre se manifiesta en la existencia o no de servicio postventa, en la dificultad de calibrar la relación calidad-precio, en la posibilidad de repetir esa relación contractual, en la experiencia adquirida, etc. E igualmente, los prestamistas se enfrentan a la incertidumbre en la devolución del principal y el abono de los intereses, en el oportunismo de la dirección que puede utilizar su financiación para inversiones distintas de las pactadas, en la ejecución de proyectos subóptimos de inversión que expropian su riqueza, etc.

Omnipresente en las relaciones contractuales, la incertidumbre expone pues a los agentes a problemas de selección adversa y riesgo moral, cuestiones ambas tratadas con profusión en la literatura contractual. Aun cuando abundan las manifestaciones de falta de información, los pagos prometidos en la mayor parte de los contratos son fijos. Básicamente, están presentes en aquellas relaciones contractuales que configuran la esencia de la actividad empresarial —laborales, comerciales, políticas y de endeudamiento—, ya que sin ellas no habría bienes ni servicios que producir y ofrecer (FAMA, 1990). El peso de los pagos fijos en los contratos —cuando es relativizado por los pagos totales— constituye una medida del grado en que las estructuras contractuales están apalancadas. Es decir, un índice de la magnitud de las obligaciones contractuales contraídas por la empresa con sus

participes así como de su capacidad para satisfacerlas. Dicha relación es denotada nada apalancamiento contractual.

Pero no todos los pagos presentes en las relaciones contractuales son fijos. hecho, por contraposición a éstos, es posible distinguir los pagos variables o pagados ligados al *cash flow*. Son aquellos ligados al flujo de tesorería neto resultante de actividad de la empresa. Es decir, pagos de carácter incierto y naturaleza residuo como —por ejemplo— los dividendos y ganancias de capital y los impuestos. Además, de la combinación de pagos fijos y variables se identifica una tercera clase de pagos en los contratos, pagos mixtos, caracterizados por ser en parte fijos y parte ligados al *cash flow*. De esta naturaleza son la remuneración al equipo directivo cuando toma forma de esquema de incentivos ligados a resultados, algunos impuestos pagados al Estado o a las Comunidades locales, y —con carácter generalidad— todos aquellos pagos estipulados en los sistemas de incentivos que vinculan la remuneración de los agentes a los resultados obtenidos.

Los tres tipos de pagos parecen estar presentes en todas las organizaciones, pero lo que conviene ahondar en las razones que justifican su existencia. Para ello resulta inevitable referirse a las consideraciones contractuales habituales que inciden en forma elegida para relacionarse los individuos en la empresa —actitud frente al riesgo, especialización vs. diversificación, incentivos e información—. Indudablemente, las características de la estructura de propiedad y control elegida para gestionar los recursos desempeña un papel principal para explicar la presencia de las características de los contratos de pagos fijos, mixtos y variables. Ello es debido a los derechos de propiedad y decisión que incorpora y a su función como mecanismo de asignación de esos derechos por el entramado contractual (FAMA y JENSEN, 1983; JENSEN y MECKLING, 1992).

2.1. ESTRUCTURA CONTRACTUAL EN TÉRMINOS DE PAGOS

2.1.1. Contratos de pagos variables

Desde el punto de vista contractual, los contratos de capital perduran porque orientan la organización hacia la supervivencia, debido a que proporcionan a sus titulares un interés común en las decisiones sin distinción —diferenciación— permiten distribuir el riesgo entre los diferentes poseedores de los títulos. La supervivencia de este tipo de contratos es un indicio de los beneficios que proporciona la separación entre asunción del riesgo y especialización en la toma de decisiones cuando éstas requieren un cierto grado de complejidad (FAMA y JENSEN, 1983). La ponderación de los beneficios de la especialización de funciones como los problemas —costes— que origina la separación, es lo que propicia la evolución de los contratos de capital y, por ende, la elección de diversas formas organizativas —contractuales—.

La posesión de las acciones da a sus titulares un derecho residual sobre el flujo de tesorería de la empresa una vez satisfechos todos los pagos resultantes del resultado de obligaciones contractuales. Al ser de naturaleza residual, la distribución de resultado se realiza sin diferenciación proporcionando a los aportantes de capital un incentivo común en la toma de decisiones: conseguir el mayor pago posible, es decir, maximizar la riqueza de los accionistas.

En el interés de los accionistas está la disminución de costes contractuales de modo que las decisiones tomadas orienten la organización hacia la supervivencia. Cabe preguntarse pues, por qué existen contratos de pagos fijos o mixtos para otros agentes que no tienen incentivos en común en la toma de decisiones y que, por lo tanto, pueden ser origen de costes contractuales.

2.1.2 *Contratos de pagos fijos*

Una de las explicaciones de la prevalencia de contratos de pagos fijos en las organizaciones resulta también de las ventajas de separar especialización y asunción del riesgo. Los contratos de pagos fijos permiten evitar los altos costes de asumir el riesgo para los agentes que los suscriben, permitiéndoles centrarse de hecho en la realización de sus labores —comerciales, aprovisionamiento, producción, comercialización, etc.— y en los problemas específicos de las mismas. Por ello reciben su compensación, independientemente de la ocurrencia de distintos estados de la naturaleza, es decir, independientemente del flujo de tesorería resultante de la actividad (1).

Obviamente, las relaciones basadas en contratos de pagos fijos, aunque proporcionan a los agentes un incentivo para centrarse en los cometidos específicos de sus contratos, no están exentas de problemas de agencia. De hecho, una vez realizado el pago, el agente puede tener incentivos para eludir sus obligaciones y dedicarse con menor intensidad a cumplir lo pactado en el contrato. No obstante, existe una amplia variedad de mecanismos que ayudan a solventar esos problemas de agencia (FAMA, 1990):

— Cuando el comportamiento del agente puede ser controlado a bajo coste el problema se atenúa. Ello es posible cuando el trabajo estipulado en la relación contractual está claramente definido y los costes de información sobre el comportamiento de los agentes no son elevados. También, como ALCHIAN y DEMSETZ (1972) precisaron, los conflictos de intereses pueden ser atajados cuando existe un mercado laboral interno activo en el que los trabajadores cooperan y compiten,

— Cuando el agente anticipa una relación a largo plazo con la organización con recontractación periódica y con revisión de los pagos fijos fundamentada en la información sobre el comportamiento pasado, es posible disciplinar el comportamiento de los agentes (2).

— Cuando el agente desarrolla recursos específicos a la empresa, es probable que su comportamiento no se desvíe del pactado, generando una estrecha relación de dependencia (WILLIAMSON, 1988).

— Cuando el agente con su comportamiento va forjando una buena reputación es posible que disminuya la probabilidad de que se comporte de forma oportunista.

(1) Es decir, no esperan que su retribución sea una fracción del flujo de tesorería aunque, obviamente, es necesario que la empresa en su actividad genere recursos suficientes para remunerar a todos los agentes. En este sentido, el flujo de tesorería es una variable relevante para todos los agentes con contratos de pagos fijos ya que garantiza su compensación.

(2) Esta situación facilita la inversión en activos específicos a la relación contractual por parte de los individuos, siendo uno de los motivos que justifican la supervivencia de las relaciones y por tanto de la empresa (JENSEN y MECKLING, 1992).

— Cuando contratar repetidamente con la misma organización disminuye los costes contractuales, es probable que se alivien los problemas de agencia inherentes a la relación.

Por tanto, los bajos costes de control del comportamiento de los agentes, las economías resultantes de contratar repetidamente con la misma organización, el efecto aprendizaje y la reputación, así como la inversión en activos específicos facilitan la existencia de contratos fijos para proveedores de bienes y servicios y para gran parte de las relaciones laborales, es decir, para los contratos a los que corresponde la mayor parte de los flujos financieros de las organizaciones (FAMA, 1990). Además, los contratos de pagos fijos permiten eximir a los agentes de la incertidumbre a corto plazo sobre aspectos que ellos no pueden —o no quieren— controlar, como son las decisiones financieras, el precio de los productos y los costes de producción, distribución y venta, y les proporciona un incentivo para centrarse en los aspectos que ellos verdaderamente dominan: la oferta eficiente de bienes, servicios y mano de obra. Es decir, buena parte de los recursos de la empresa, los cuales no son sino el objeto de su relación contractual.

Dentro del conjunto de contratos de pagos fijos, resulta interesante distinguir aquellos que se realizan en el interior de la empresa y los que se realizan en el exterior. La importancia de la diferenciación radica en que las consecuencias de contratar dentro y fuera de la empresa no son en modo alguno idénticas. En este sentido, la forma elegida para gobernar cada relación contractual, es decir, la naturaleza de los recursos que se comprometen, los mecanismos de control y el sistema de incentivos diseñado para garantizar su eficiente utilización, pueden variar enormemente en función del lugar en que se realicen (3).

Contratos de pagos fijos hacia el interior y el exterior de la empresa

Según el razonamiento contractual, sólo aquellas relaciones contractuales que al internalizarlas conlleven un ahorro de costes se realizarán dentro de la empresa. Básicamente constituyen lo más nuclear del apartado productivo, la mano de obra cualificada y sin cualificar, el personal directivo y, por supuesto, los aportantes de fondos.

El asignar determinadas relaciones contractuales dentro o fuera de la empresa en función de las economías que generen lleva a advertir un gran espectro de combinaciones de contratos externos e internos que se rigen por pagos fijos y una dificultad cierta de demarcación. Así, lo que para alguna empresa es necesario que se internalice, no lo es para otras. Mientras en algunas empresas todo el aprovisionamiento puede formar parte del conjunto de contratos internos —empresas integradas verticalmente—, en otras es contratado al exterior. Igualmente, la contratación de mano de obra puede formar parte de los contratos internos en algunas empresas y de los contratos externos en otras, dependiendo de las necesidades de la actividad de la empresa y de los costes que origina. Aunque ambas situaciones permiten a los agentes eximirse del riesgo al contratar en términos de pagos fijos,

(3) Para algunos autores (HENNART, 1994; KAY, 1991; REVE, 1990), el éxito organizativo se encuentra precisamente en establecer el conjunto de contratos —transacciones— externas e internas que reduzcan los costes contractuales y, por tanto, permitan crear valor.

las consecuencias no son idénticas. Así, la contratación interna supone una estabilidad en la relación contractual que favorece la inversión en activos específicos; mientras que la contratación externa no implica estabilidad, disuade la inversión en activos específicos y proporciona una mayor flexibilidad a la empresa.

En todo caso, la contratación en términos de pagos fijos implica no desplazar el riesgo a los agentes que no desean asumirlo, dándoles un incentivo para centrarse en sus labores. Por último, podemos suponer que se internalizarán todas aquellas relaciones que formen parte del núcleo básico o competitivo de la empresa. Núcleo que, por definición, es ventaja comparativa y está en continua variación. En este sentido, lo que hoy puede ser rentable internalizar puede no serlo mañana, aunque debe tenerse en cuenta que reasignar las relaciones contractuales —al interior o al exterior de la empresa— requiere una elevada flexibilidad de modo que puedan renegociarse las cláusulas contractuales.

2.1.3. Contratos de pagos mixtos

Como la teoría contractual predice, cuando el comportamiento de los agentes no puede ser controlado a bajo coste y cuando sus acciones influyen directamente en el flujo de tesorería, los contratos con una mezcla de pagos fijos y pagos ligados al *cash flow* o a los resultados son más eficientes (JENSEN y MURPHY, 1990). Este es el contrato típico, aunque no exclusivo, de los directivos de las grandes empresas. Esta forma de contratación tiene la virtud de generar una fuerte relación entre la riqueza de los agentes y el resultado de la empresa, ya que se suele plasmar en forma de opciones sobre acciones, acciones restringidas y otros incentivos directamente encaminados a maximizar el valor de las acciones de la firma (4).

La utilización de este tipo de contratos ha sido justificada en empresas donde los derechos residuales están muy dispersos. En estas situaciones, si bien se obtienen los beneficios de la especialización entre asunción del riesgo y toma de decisiones eficientes, se incurre en los problemas derivados de la separación entre propiedad y control. Así las cosas, redactar contratos de pagos mixtos da un incentivo a los agentes al permitirles participar en los beneficios económicos de la empresa que son resultado de su actividad. A la postre, estos contratos no dejan de constituir una distribución alternativa del riesgo. En este sentido, en aquellas empresas donde el éxito está ligado a la actividad o a las decisiones de agentes especializados, parece razonable pensar que existan más contratos de pagos mixtos que vinculen esfuerzo y remuneración. Estas consideraciones permiten plantear algunas hipótesis de comportamiento fundamentales en la literatura de incentivos y aplicadas a la estructura contractual en términos de pagos:

— En las empresas con accionariado disperso, los contratos de pagos mixtos están presentes en mayor proporción que en las empresas sin especialización de propiedad y control. La racionalidad subyacente a esta hipótesis estriba en la

(4) GILSON y VETSUYPEN (1993) contrastan empíricamente esta relación para el caso particular de sistemas de remuneración de la alta dirección. Sus conclusiones refuerzan la relación entre riqueza del agente y valor de la empresa, especialmente cuando la firma se encuentra en períodos de dificultades y los directivos internos son reemplazados por directivos externos. Véase también el trabajo más amplio de BAKER, JENSEN y MURPHY (1988).

conveniencia de disminuir los problemas de agencia que estas situaciones generan —incentivo inversión, información asimétrica—.

— En las empresas en las que la obtención del flujo de tesorería está ligado a las decisiones de unos pocos agentes que tienen los derechos de decisión delegados, la mayor presencia de pagos en parte fijos y en parte ligados al *cash flow* obtenido (5) vincula la riqueza del agente con la de la empresa incentivando así su actuación.

La vinculación entre esfuerzo y remuneración está cada vez más presente en las relaciones contractuales que tradicionalmente incorporaban únicamente pagos fijos (EISENHARDT, 1989). Así, es práctica empresarial que los incrementos de productividad de los trabajadores tengan su compensación en una mayor remuneración, o que el suministro eficiente de bienes y servicios se vea incentivado por descuentos. Aunque no resulte fácil precisar todos los contratos que se rigen por pagos mixtos, sí es posible identificar algunos debido a su mayor utilización en la empresa, caso de la remuneración a los directivos y consejeros.

2.2. ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Para finalizar con el marco teórico desarrollado, plantearemos algunas relaciones —esbozadas previamente— que se pueden establecer entre la estructura de pagos, el apalancamiento financiero y la estructura de propiedad. En la raíz de estas relaciones se encuentra el interés común de todos los participantes —sean inversores o no— en la supervivencia de su relación contractual y, por tanto, en la supervivencia de la empresa. Para ello consideraremos un riesgo común a todos los participantes, el riesgo de fracaso o quiebra, y los mecanismos que tienen a su disposición para garantizar la calidad y supervivencia de las relaciones contractuales.

En garantizar ese control juega un importante papel la estructura de capital, en sus dos vertientes: la clásica, el nivel de fondos ajenos puestos a disposición de la empresa, y la moderna, como mecanismo de control o más bien como elemento integrador de dos mecanismos de transferencia de control: la deuda y el capital propio (6) (BERGLÖF, 1990). Así considerada, la estructura de capital —propiedad/control— no sólo permite estimar la probabilidad de que no puedan ser atendidas las cargas financieras, sino que también indica el camino en que pueden ser resueltos los problemas de insolvencia y, lo que es más importante, los problemas derivados de la existencia de intereses divergentes y de información asimétrica (7).

(5) Un caso típico es el de los agentes con conocimientos y habilidades muy especializados, de los cuales depende en buena parte el resultado de la actividad. Entre las actividades de estas características pueden incluirse las basadas en el conocimiento en sentido amplio —investigación y desarrollo, publicidad, creatividad, etc.— y las de los servicios profesionales como despachos de abogados, consultoras, asesorías, etc.

(6) Parafraseando a WILLIAMSON (1988), la estructura de capital representa a nivel nanoeconómico aquel otro binomio más general de organización y mercado. En este sentido, la deuda y el capital propio se consideran como dos mecanismos alternativos de gestión —gobierno— de las transacciones en función de la especificidad de los recursos.

(7) Debe advertirse que el eje de la estructura contractual se corresponde con la estructura de capital en su doble vertiente: la relación entre fondos propios y ajenos, y la naturaleza de los derechos que incorpora la deuda y el capital propio. La estructura de propiedad y control desempeña un papel crucial en la disminución de los costes contractuales para todos los agentes en la organización ya que además

En este contexto examinaremos las relaciones entre el apalancamiento contractual y el apalancamiento financiero, la naturaleza del accionista principal, la concentración de la propiedad y la concentración de la deuda (8).

Desde un punto de vista teórico, la relación entre el apalancamiento financiero y el apalancamiento contractual es positiva. Ello es debido a que en la medida en que la empresa esté endeudada y asuma mayores niveles de riesgo parece lógico que la mayor parte de individuos, especialmente si son adversos al riesgo, contraten en términos de pagos fijos para no hacer depender su remuneración del resultado —«ciertamente incierto»— de la actividad de la empresa. La pertinencia de tal forma de contratación tiene su razón de ser en que los agentes —proveedores, empleados, suministradores, dirección, etc.— pueden, de esta manera, centrarse en la oferta eficiente de recursos o servicios que le han contratado y en los problemas asociados a estas labores, sin asumir otros riesgos que no pueden o no quieren soportar (9). Cuando la interpretación teórica discurre por caminos de incentivos, la relación puede ser distinta, ya que el contratar en términos de pagos fijos puede propiciar numerosos problemas contractuales. No obstante y como ya ha sido puesto de manifiesto, existen varios mecanismos de control que reducen los costes de agencia en esas situaciones y que, por lo tanto, facilitan la contratación en términos de pagos fijos.

Según la naturaleza del accionista principal es habitual distinguir cinco grupos de empresas: empresas con control público, empresas con control exterior, empresas propiedad de otras empresas, empresas controladas por familias y particulares y empresas controladas por entidades financieras. En la medida en que una clase sea la dominante, es conveniente estimar los posibles conflictos de objetivos, las distintas formas de gestión y cómo inciden en el resultado de la actividad. *A priori* es difícil establecer una relación directa entre los tipos de accionistas y el apalancamiento contractual. Esta, más bien, debiera buscarse en el modo en que las distintas clases de accionistas diversifican su riesgo, toman decisiones y ejercen el control sobre esas decisiones.

Con respecto a la concentración del accionariado, ya fue puesto de manifiesto anteriormente que en la medida en que exista separación entre propiedad y control es conveniente contratar en términos de pagos mixtos, con el fin de alinear los intereses divergentes de los partícipes y reducir los costes contractuales que esa situación propicia. Es razonable pensar, por tanto, que en las empresas con un accionariado diversificado los pagos fijos debieran tener menor peso que en las

de guiar las transacciones y actuar como mecanismo de control, proporciona un sistema de información centralizado válido para todos los partícipes que tengan un interés en la supervivencia de la organización a largo plazo. Aspecto que sólo será posible si la empresa alcanza, en el espíritu de FAMA y JENSEN (1983b), una combinación de tecnología —recursos— y una estructura contractual que le permita desarrollar productos y servicios a un precio de mercado que cubra los costes.

(8) Por grado de concentración de la deuda se entiende el porcentaje que representa la financiación crediticia con respecto a la financiación ajena total (BERGLÖF, 1990; HART, 1989).

(9) Una explicación adicional de la relación positiva entre el apalancamiento contractual y financiero es proporcionada por el papel de la deuda como mecanismo disciplinario del comportamiento directivo propuesta por JENSEN (1986). En la medida en que el endeudamiento reduzca el nivel de recursos discrecionales, el control sobre la dirección es más estrecho, no haciendo tan necesaria la contratación en términos de pagos mixtos. No obstante, para verificar esa hipótesis es necesario evaluar la calidad de los proyectos de inversión y la forma de gobierno elegida para gestionarlos en la empresa. Aspectos que exceden el alcance de nuestro trabajo.

empresas con control mayoritario. Además la existencia de un accionariado concentrado o la participación de la propiedad en la dirección constituyen una garantía para el resto de partícipes (10), que pueden valorar esa situación como una menor predisposición a los comportamientos oportunistas por parte de los directivos y una señal positiva de cumplimiento de sus demandas —pagos fijos, principalmente, y la satisfacción de los acuerdos implícitos.

En cuanto al porcentaje de deuda concedida por entidades bancarias (concentración de la deuda), debe tenerse en cuenta que estas entidades están muy interesadas en controlar el riesgo de quiebra. En la realización de esa labor tienen cierta pericia, ya que el control se manifiesta en la imposición de cláusulas restrictivas, en el conocimiento de la historia financiera del prestatario y, en ocasiones, en la participación en los órganos de supervisión y control de las empresas, ya sea en calidad de propietarios o de acreedores principales. En la medida en que el grado de concentración de la deuda sea elevado, el control de los bancos sobre las decisiones de las empresas es más estrecho (11), constituyendo una señal positiva para el resto de partícipes con contratos de pagos fijos. Además, esa labor de supervisión y control hace menos necesaria la implantación de otros mecanismos que garanticen el comportamiento eficiente del equipo directivo.

A modo de resumen, en la tabla 1 se explicitan algunas de las relaciones que al hilo del marco teórico es posible establecer entre la estructura de pagos y la estructura de propiedad y control (12). Estas relaciones servirán de apoyo en el próximo apartado para describir y explicar la naturaleza de los contratos más característicos de la empresa española.

La clasificación de las estructuras contractuales de las organizaciones en función de los pagos satisfechos realizada anteriormente, así como su correspondencia con la estructura de propiedad y control, no pretende ser un modelo contractual óptimo de la empresa, sino más bien un intento de caracterización de la estructura contractual que pone de manifiesto la importancia de todos los agentes en la empresa y el modo en que contratan, permite describir las diferentes regularidades empíricas observadas en las relaciones contractuales, examina el grado en que están apalancadas y, por último, proporciona hipótesis contrastables en términos de costes contractuales que permiten explicar la estructura contractual de la empresa. Con estos fundamentos, en la segunda parte del trabajo proyectaremos el planteamiento teórico sobre una muestra de grandes empresas españolas.

(10) Similar razonamiento puede hacerse cuando entre el accionariado destaca la presencia de inversores institucionales que tienen el suficiente poder y recursos para disciplinar al equipo directivo. No obstante, las hipótesis de alineación estratégica y convergencia de intereses con el equipo directivo pueden invertir los supuestos de control (POUND, 1988). Con el fin de no ser exhaustivos no abordaremos las distintas posibilidades que proporciona la presencia de estos grandes accionistas.

(11) Tal puede llegar a ser el control que propicia la deuda bancaria que algunos autores la han denominado *crypto capital* (HART, 1989).

(12) Obviamente, muchos otros aspectos no son estudiados —como el papel de los mercados de capitales acciones y obligaciones—, la labor de agentes especializados —sindicos, auditores, *ratings*— o la naturaleza de los recursos.

TABLA 1.—Relaciones entre la estructura de pagos y la estructura de propiedad y control

	Relación hipotética	Variables	Racionalidad subyacente
Apalancamiento Contractual	+	Apalancamiento Financiero	Aversión al riesgo de los agentes. Especialización de funciones.
»	?	Naturaleza del accionista principal	Divergencia de intereses. Participación en la gestión. Control ejercido.
»	+	Propiedad concentrada	Garantía. Ausencia de separación entre propiedad y control.
»	—	Propiedad diversificada	Especialización de la propiedad y la gestión. Disminución de los problemas de agencia.
»	+	Concentración de la deuda	Garantía. Control de la deuda bancaria o del grupo.

3. La estructura contractual de la gran empresa española. Análisis empírico

El objeto del análisis empírico no va más allá de intentar delinear la estructura contractual de la empresa española, determinar su grado de apalancamiento contractual y explicar qué factores inciden en este apalancamiento. Para esclarecer este último punto, seguiremos de cerca las relaciones que a modo de hipótesis hemos ido desgranando en el apartado teórico.

3.1. METODOLOGÍA

El trabajo empírico se articula en varios apartados que de forma sistemática pretenden recoger los objetivos de la investigación: descriptivos, en primer lugar, y con proyección explicativa. Antes de proceder a la exposición de las estimaciones realizadas, describiremos brevemente la muestra de empresas españolas elegida, las variables utilizadas y las técnicas de análisis empleadas.

3.1.1. Muestra

El conjunto muestral se compone de ciento veintiocho grandes empresas españolas no financieras que cotizaban en el mercado de valores en el período 1992/1993. La facturación global y la inversión del conjunto de empresas seleccionadas representan el 37,11 por 100 y el 34,05 por 100 del producto interior bruto. Asimismo, el conjunto de empresas dan empleo a 341.236 personas. La información fue obtenida del Registro de Empresas, del Registro de Participaciones Significati-

vas en el Capital y de los Estados Financieros Auditados, todos ellos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

3.1.2. Variables

Se seleccionaron ocho variables que pretenden caracterizar a las empresas de la muestra según la estructura de pagos definida en el apartado anterior: pagos fijos, pagos variables, pagos mixtos y los desgloses correspondientes que más adelante se detallan. La estructura de pagos que describiremos es bastante básica, ya que no disponemos de datos que nos permitan delimitar exactamente cada relación contractual y el tipo de pago/s por el que se rige. La información básica para elaborar las variables de pagos procede de las cuentas de resultados de las empresas, aunque para algunas variables fue necesario obtener información adicional (13). En concreto, en los pagos mixtos se incluye información de dos partidas entresacadas de los Estados Financieros Auditados depositados en la CNMV: la retribución satisfecha a los miembros del Consejo de Administración y la dotación al Fondo de Pensiones, ya que no son detalladas en los estados financieros normalizados.

Los pagos variables o, más precisamente, ligados al *cash flow* neto de la empresa, contienen la dotación a la amortización y provisiones y el beneficio resultante después de abonar los intereses de la deuda y satisfacer el impuesto de sociedades. Estas dos últimas partidas, debido a su importancia, configuran otras dos variables: pagos de intereses y pagos de impuestos, indicativas de las relaciones contractuales de endeudamiento y políticas.

Los pagos fijos vienen comprendidos por todos los pagos referentes al núcleo productivo —gastos de explotación y otros gastos—, pagos al personal y todos los pagos relativos al aprovisionamiento (compras más diferencia interanual de proveedores). Los dos primeros pagos corresponden a contratos tradicionalmente considerados como internos a la empresa, y el tercero a contratos externos a la empresa. La distinción no es trivial desde el momento en que los sistemas de control y de incentivos varían —permaneciendo otras cosas igual— en función de dónde se lleve a cabo la relación contractual. Todas las variables de pagos son calculadas como porcentaje de los pagos totales.

Otro conjunto de variables son introducidas en el trabajo con el fin de analizar las relaciones entre las variables de pagos, el nivel de endeudamiento y la estructura de propiedad y control. Las variables seleccionadas miden la naturaleza del accionista principal, la concentración de la propiedad, el tipo de control, la participación en el capital propio de los accionistas consejeros, el nivel de endeudamiento y el grado de concentración de la deuda. Por último, también se definen variables *dummies* que indican la adscripción sectorial de las empresas de la muestra según la clasificación bursátil. En la tabla 2 se presentan los valores que alcanzan para el período considerado.

(13) El hecho de utilizar la cuenta de resultados como origen principal de información, sugiere que los pagos definidos se corresponden con las rentas percibidas por cada partícipe en su relación contractual.

TABLA 2.—Glosario de variables independientes

1992		N.º em- presas	Media	Desv. est.
CI	Porcentaje de acciones del accionista principal	128	44,80	26,23
ALFA	Participación de los consejeros-accionistas en el capital	128	22,20	26,19
ALFA-AJ	Particip. de los consejeros-accionistas (sólo individuos)	128	10,20	18,34
CONMAYO	Tipo de control mayoritario (CI > 50 %) (v. <i>dummy</i>)	128	0,43	0,50
CONMINO	Tipo de control minoritario (CI < 20 %) (v. <i>dummy</i>)	128	0,22	0,42
PUBL	Empresa Pública (variable <i>dummy</i>)	128	0,12	0,32
MULT	Empresa Multinacional (variable <i>dummy</i>)	128	0,24	0,43
OEN	Grupo de otras empresas nacionales (variable <i>dummy</i>)	128	0,25	0,43
FA_PA	Grupo de Familias/Particulares (variable <i>dummy</i>)	128	0,23	0,43
BA	Grupo de Entidades Crediticias (variable <i>dummy</i>)	128	0,16	0,36
DTAT	Deuda Total/Activo Total	128	0,293	0,175
DBDT	Deuda Entidades Crédito Total/Deuda Total	128	0,695	0,300
OTROS_SE	Otros servicios	128	0,05	0,21
AUTOMOVI	Automóvil	128	0,05	0,21
MINERO_S	Mínero siderúrgico	128	0,06	0,24
TXTE_COM	Transporte y comunicaciones	128	0,07	0,26
INMOBILI	Inmobiliario	128	0,07	0,26
QUIM_Y	Químicas y energías	128	0,08	0,27
TEXTILES	Textiles y papeleras	128	0,09	0,28
METAL_ME	Metal-mecánica	128	0,09	0,29
ALIMENTA	Alimentación	128	0,10	0,30
ELECTRIC	Eléctrico	128	0,11	0,31
CEM_Y_C	Cementos y construcciones	128	0,20	0,40

3.1.3. Etapas y técnicas de análisis

Una vez acotada la muestra objeto de estudio y seleccionadas las variables, sólo resta apuntar brevemente la metodología empírica a seguir en el trabajo. El análisis empírico se aborda en dos etapas íntimamente relacionadas. En la primera, de naturaleza descriptiva, se calculan los distintos tipos de pagos y se clasifican en función de la relación contractual a la que pertenecen. Además, a partir de algunas variables —naturaleza del accionista principal, tipo de control y apalancamiento financiero— se construyen grupos de empresas con el fin de encontrar si existen diferencias entre las magnitudes del apalancamiento contractual en cada grupo. A este respecto, se realizan análisis de la varianza en cada una de las agrupaciones. El análisis univariante es el punto de partida de la segunda etapa, ya de naturaleza explicativa, en la que mediante procedimientos de regresión se buscan los factores determinantes del apalancamiento contractual de las empresas españolas.

De acuerdo con las hipótesis planteadas, el modelo básico a contrastar relaciona —en un primer estadio— el apalancamiento contractual con el apalancamiento financiero, la financiación bancaria, la concentración de la propiedad y la participación de los consejeros en el accionariado. Analíticamente, responde a la siguiente expresión:

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 CI + \epsilon \quad (1)$$

Posteriormente se amplía el número de variables independientes al incluir las representativas de la naturaleza del accionista principal y de la adscripción sectorial de las empresas. La inclusión de este último grupo de variables permitirá conocer si el apalancamiento contractual es determinado también por la naturaleza de los negocios en los que operan las empresas de la muestra. Analíticamente:

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 CI + \beta_5 (\text{Nat. Acc. Princ.}) + \epsilon \quad (2)$$

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 CI + \beta_5 (\text{Sector}) + \epsilon \quad (3)$$

3.2. DETERMINACIÓN DEL APALANCAMIENTO CONTRACTUAL Y ANÁLISIS DESCRIPTIVO

A diferencia de la estructura de propiedad y control, ampliamente estudiada en trabajos teóricos y empíricos (14), la estructura de pagos y el ratio de apalancamiento contractual apenas han sido caracterizados. Tan sólo FAMA (1990) realiza una estimación a partir de un conjunto de empresas no financieras norteamericanas utilizando datos agregados. Los valores del apalancamiento contractual así como su descomposición y del resto de las variables de pagos de las grandes empresas españolas se presentan en la tabla 3. En términos medios, los contratos que incor-

TABLA 3.—Estructura de pagos de la gran empresa española

1992		N.º	Media	σ
PGFI/PGTOT	% Pagos Fijos. Apalancamiento contractual	128	0,80	0,20
% FProv	% Pagos a Proveedores (Aprovisionamiento)	128	0,40	0,25
% FProd	% Pagos Proceso Productivo	128	0,20	0,14
% FPers	% Pagos al Personal	128	0,20	0,13
PGMIX/PGTOT	% Pagos Mixtos	128	0,01	0,01
PGVA/PGTOT	% Pagos Variables	128	0,10	0,18
INT/PGTOT	% Pagos Intereses	128	0,07	0,07
IMP/PGTOT	% Pagos Impuestos	128	0,02	0,03

Fuente: CNMV. Elaboración Propia.

(14) Para una revisión de estos trabajos puede verse GALVE GÓRRIZ (1992) y RODRÍGUEZ SANZ (1993).

poran pagos fijos recogen el 80 por 100 de los pagos totales en la gran empresa española. Ello es debido, en gran medida, a la magnitud de los pagos relativos a las relaciones comerciales (proveedores) frente a los pagos relativos al proceso productivo y al personal. El 20 por 100 restante se distribuye casi en su totalidad entre pagos variables, remuneración a los acreedores —un 7 por 100— y cargas impositivas. Por su parte, los pagos mixtos representan el 1 por 100 de los pagos totales de las empresas.

El elevado grado de apalancamiento contractual de la empresa española se evidencia cuando segmentamos la muestra en función de los niveles de pagos (tabla 4). Ciertamente, los últimos tramos del apalancamiento contractual (entre el 80 por 100 y el 100 por 100) son los que caracterizan al 52,8 por 100 de empresas de la muestra, a las que se añade un 10 por 100 adicional de empresas cuyo porcentaje de pagos fijos sobre pagos totales excede el nivel umbral de la unidad. Claramente, el apalancamiento medio de la empresa española se ve forzado a la baja por un pequeño porcentaje de empresas con un nivel de pagos fijos por debajo del 50 por 100.

El desglose de los pagos fijos en sus tres componentes básicos (tabla 4) ratifica la importancia de los pagos relativos a los contratos con proveedores. Para casi dos tercios de las empresas los pagos a proveedores superan el 30 por 100 de los pagos totales e incluso para un tercio de empresas puede decirse que conforman casi exclusivamente el apalancamiento contractual, lo que da una idea de la importancia

TABLA 4.—Porcentaje de empresas en función de algunos ratios de Pagos

	Apalancamiento Contractual		Pagos Internos		P. Externos Proveedores			
	PFij/PT] [Personal	Producción	Prov/PT			
			Pers/PT	Prod/PT				
0%-20%] [] [60,0	54,4	23,2			
20%-30%			26,4	18,4	14,4			
30%-40%			8,8] [] [] [
40%-50%			11,2				21,6	24,0
50%-60%			15,2] [] [
60%-70%] [] [] [28,0		
70%-80%						12,8	2,8	5,6
80%-90%			32,0] [] [] [] [
90%-100%			20,8					10,4
>1	10,4							

Fuente: CNMV. Elaboración propia.

de esos contratos en el seno de estas organizaciones. Los pagos relativos al proceso productivo alcanzan cotas elevadas en los tramos medio-inferiores. Por último, los pagos al personal presentan un perfil más concentrado en los tramos inferiores, por debajo del 30 por 100. Cuando consideramos los pagos al personal y los relativos al proceso productivo conjuntamente —pagos satisfechos en contratos internos—, la preponderancia de los pagos a proveedores —contratos externos— se reduce considerablemente.

Si bien los datos anteriores son útiles para conocer a primera vista el grado de apalancamiento contractual de la empresa española, la agrupación de las empresas en clases determinadas *a priori* y la realización de análisis de la varianza para las variables de pagos en cada clase enriquecen la descripción de la estructura contractual que es más característica de estas empresas. Así, se procede a clasificar a las empresas en función de la naturaleza del accionista principal (empresa multinacional, empresa nacional, empresa pública, grupo familiar y entidad bancaria), el tipo de control y el nivel de apalancamiento financiero (15). En la tabla 5 se detallan las clasificaciones efectuadas así como los resultados del análisis de la varianza.

En primer lugar, se detectan diferencias significativas entre los pagos que caracterizan a las clases de empresas según la naturaleza de su accionariado. En efecto, contrasta el elevado apalancamiento contractual de las empresas familiares y multinacionales con respecto al resto de los grupos, especialmente el de empresas públicas. Las relaciones contractuales en las que se plasma el apalancamiento también son origen de diferencias significativas: predominio de las relaciones comerciales —aprovisionamiento— en las multinacionales y de los pagos relativos al personal en los grupos familiares. Es decir, primacía de los contratos externos en las multinacionales y de los contratos internos en las familiares. Por su parte, las empresas públicas se diferencian del resto de empresas por el peso de los pagos variables y mixtos en su estructura de pagos, situación que se concreta en un apalancamiento contractual significativamente menor.

Al considerar los dos grupos de empresas más apalancadas contractualmente, multinacionales y familiares, se observa que su estructura de propiedad es significativamente distinta. Mientras en las empresas de naturaleza transnacional existe un estrecho control por parte de la matriz —en términos medios posee casi el 60 por 100 del capital propio (C1)—, en las empresas familiares la concentración de su accionariado es significativamente inferior a la del resto de grupos. Sin embargo, los datos de propiedad deben ser valorados conjuntamente con la forma de gobierno característica de estas empresas. En efecto, cuando se considera la participación de los accionistas en los órganos de supervisión y vigilancia e incluso en la dirección de la empresa (ALFA-AJ), los grupos familiares alcanzan unos niveles muy superiores a los del resto de grupos, lo que permite hablar de un estrecho control por parte de los propietarios. Si bien la ausencia de separación entre propiedad y control que manifiestan estas dos situaciones reducen los problemas de agencia, el elevado nivel de pagos fijos comprometidos podría poner en entredicho el cumplimiento de

(15) Se ha optado por clasificar a las empresas en tres grupos en función del nivel de endeudamiento: bajo (DTAT1), medio (DTAT2) y alto (DTAT3). El contraste de medias revela que los tres grupos son significativamente diferentes.

TABLA 5.—Análisis de la varianza

Para realizar los análisis de la varianza (ANOVA) se utilizan diez variables categóricas, cinco de ellas indican la naturaleza del accionista principal (BA, FA, PA, OEMU, OEN y PU), tres el nivel de apalancamiento financiero (bajo, DTAT1, intermedio, DTAT2, y elevado, DTAT3) y dos el tipo de control (CONMAYO y CONMINO). Estas dos últimas variables toman valor 1 cuando la participación en el capital del accionista principal supera el 50 por 100 y no excede el 20 por 100, respectivamente. Como variables independientes se utilizan algunos de los ratios anteriormente definidos: el apalancamiento contractual (PFIJ) y su descomposición (PROV, PPIERS y PPRD), el porcentaje de pagos mixtos (PMIX) y el porcentaje de pagos variables (PVAR). A efectos ilustrativos se incluye el porcentaje de acciones en manos de los consejeros-individuos (ALFA-AJ) y el grado de concentración de la propiedad (CI). En la tabla se detallan la media y la desviación típica para cada variable en cada grupo, así como la F de Fisher (la significación entre paréntesis) con el fin de apreciar la significación de la diferencia de medias.

	N.º	Media	PFIJ	Prov	Pers	Pprod	PMIX	PVAR	Alfa-aj	ci
Todas	128	Media σ	0.801 0.202	0.400 0.250	0.197 0.134	0.204 0.142	0.010 0.013	0.096 0.178	10.197 18.342	44.802 26.235
Ba	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.751 0.251 1.48(0.22) 0.811 0.192	0.361 0.281 0.57(0.44) 0.407 0.245	0.205 0.156 0.08(0.77) 0.195 0.130	0.184 0.148 0.44(0.50) 0.207 0.141	0.007 0.006 1.21(0.27) 0.010 0.014	0.140 0.191 1.43(0.23) 0.088 0.175	1.403 2.153 5.64(0.01) 11.825 19.529	38.900 16.795 1.20(0.27) 45.896 27.552
Fa-pa	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.859 0.113 3.25(0.07) 0.784 0.220	0.381 0.227 0.22(0.63) 0.406 0.258	0.267 0.172 11.37(0.00) 0.113 0.186	0.211 0.108 0.09(0.75) 0.201 0.151	0.009 0.009 0.37(0.54) 0.010 0.014	0.045 0.155 3.34(0.06) 0.112 0.182	33.231 23.775 119(0.00) 3.145 7.466	27.562 23.725 19.3(0.0) 50.080 24.754
Oemu	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.869 0.138 4.73(0.03) 0.780 0.215	0.489 0.242 5.35(0.02) 0.372 0.247	0.186 0.104 0.26(0.60) 0.200 0.143	0.193 0.128 0.21(0.64) 0.207 0.146	0.009 0.013 0.24(0.61) 0.010 0.013	0.050 0.124 2.76(0.10) 0.111 0.190	3.469 6.622 5.70(0.01) 12.347 20.300	59.119 25.271 13.3(0.0) 40.227 24.972
Oen	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.771 0.235 0.97(0.32) 0.812 0.190	0.359 0.253 1.14(0.28) 0.414 0.250	0.172 0.099 1.43(0.23) 0.205 0.144	0.239 0.176 2.62(0.108) 0.192 0.127	0.010 0.016 0.01(0.90) 0.100 0.012	0.203 0.203 0.91(0.33) 0.088 0.169	5.306 10.861 3.08(0.08) 11.827 20.013	45.164 25.699 0.01(0.92) 44.682 26.543

Pablo de Andrés Alonso y Valentin Azofra Palenzuela.

	N.º	Media	PFIJ	Prov	Pers	Pprod	PMIX	PVAR	Alfa-aj	ci
Pu	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.678 0.256 6.60(0.0) 0.818 0.192	0.393 0.253 0.01(0.91) 0.401 0.251	0.122 0.075 5.49(0.02) 0.207 0.137	0.162 0.138 1.44(0.23) 0.209 0.142	0.018 0.019 6.84(0.01) 0.009 0.012	0.181 0.204 3.85(0.05) 0.085 0.172	0.187 0.399 5.22(0.02) 11.525 19.138	56.796 23.848 3.62(0.05) 43.210 26.220
Conmayo	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.846 0.159 4.81(0.03) 0.768 0.225	0.400 0.265 0.00(0.99) 0.400 0.241	0.217 0.144 2.27(0.17) 0.181 0.125	0.227 0.150 2.71(0.102) 0.186 0.134	0.011 0.017 1.18(0.27) 0.009 0.010	0.068 0.148 2.40(0.12) 0.118 0.196	7.783 21.743 1.67(0.19) 12.015 15.201	70.212 15.854 311(0.0) 25.659 12.678
Conmino	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.828 0.135 0.60(0.43) 0.794 0.217	0.416 0.199 0.13(0.71) 0.396 0.264	0.218 0.154 0.86(0.35) 0.191 0.128	0.193 0.146 0.18(0.67) 0.206 0.141	0.009 0.009 0.17(0.67) 0.010 0.014	0.081 0.132 0.26(0.60) 0.101 0.189	17.702 14.618 6.24(0.01) 8.095 18.876	11.79 4.11 101(0.00) 54.04 21.99
Dtat1	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.733 0.229 7.72(0.00) 0.836 0.179	0.360 0.272 1.63(0.20) 0.430 0.238	0.174 0.096 1.87(0.17) 0.208 0.149	0.198 0.145 0.10(0.75) 0.206 0.141	0.010 0.012 0.01(0.91) 0.010 0.014	0.187 0.180 19.11(0.00) 0.051 0.159	4.97 13.69 5.43(0.02) 12.84 19.86	45.97 27.05 0.12(0.72) 44.21 25.95
Dtat2	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.836 0.139 1.79(0.18) 0.785 0.225	0.388 0.244 0.14(0.70) 0.406 0.255	0.206 0.149 0.31(0.57) 0.192 0.127	0.240 0.156 4.23(0.04) 0.186 0.132	0.011 0.017 0.35(0.55) 0.009 0.011	0.075 0.140 0.94(0.33) 0.107 0.193	19.26 22.76 17.21(0.00) 5.77 13.86	41.38 26.12 1.06(0.30) 46.47 26.27
Dtat3	1 0	Media σ F (sign.) Media σ	0.836 0.212 1.91(0.16) 0.784 0.196	0.452 0.230 2.75(0.09) 0.374 0.258	0.210 0.150 0.64(0.42) 0.190 0.126	0.173 0.118 2.94(0.08) 0.219 0.151	0.008 0.010 0.47(0.48) 0.010 0.015	0.027 0.174 10.49(0.00) 0.131 0.170	6.57 14.20 2.56(0.11) 12.03 19.94	46.97 25.78 0.44(0.50) 43.70 26.54

todas las obligaciones contractuales contraídas (16). Parece, por tanto, que un control estrecho de la gestión por parte de la propiedad está positivamente relacionado con el nivel de pagos fijos.

De hecho, cuando clasificamos a las empresas en función del tipo de control ejercido, la variable que más poder discriminatorio tiene es el apalancamiento contractual. En las empresas con control mayoritario, el porcentaje de pagos fijos es significativamente superior a la media muestral, lo que *a priori* permite establecer una relación positiva entre la concentración del capital propio y el apalancamiento contractual, en línea con las observaciones realizadas anteriormente. Si bien en el marco teórico se proponía una explicación de tal relación (17), ésta debe ser analizada y probada específicamente. Por su parte, las empresas con control minoritario operan con un ratio medio de pagos fijos no significativamente diferente a la media de empresas españolas.

La primera relación significativa que encontramos al agrupar a las empresas por su nivel de endeudamiento revela una estrecha asociación entre el apalancamiento financiero y el apalancamiento contractual para la clase de menor endeudamiento (DTAT1). En cambio, para la clase de elevado endeudamiento (DTAT3), el porcentaje de pagos fijos aun siendo superior al muestral no alcanza a ser suficientemente significativo (*p-value* igual a 0.16). Como se ha puesto de manifiesto anteriormente, la hipotética relación entre los dos apalancamientos se justificaba con base en la aversión de los agentes, que ante una situación de mayor riesgo prefieren contratar en términos de pagos fijos y así no hacer depender su remuneración del resultado de la actividad. Por otra parte, como los estadísticos evidencian, en las empresas con mayores grados de apalancamiento los pagos ligados al *cash flow* —variables— son significativamente inferiores.

Las relaciones observadas entre las variables de la estructura de pagos y algunas variables contractuales permiten trazar un primer bosquejo de la estructura contractual de la gran empresa española. Algunas de las relaciones teóricas son corroboradas por la relativa evidencia empírica que proyectan los datos manejados. Con el fin de rematar el análisis de la estructura contractual y con el propósito de identificar los factores explicativos del apalancamiento contractual, se estiman varios modelos de regresión multivariante. A continuación mostramos los principales resultados del análisis realizado.

3.3. FACTORES EXPLICATIVOS DEL APALANCAMIENTO CONTRACTUAL DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA

Los resultados de las estimaciones son reflejados en la tabla 6. Los valores del estadístico «t» indican la significación individual de las variables y los valores de

(16) Algunos inconvenientes adicionales de esta situación provienen del hecho de no poder aprovechar las ventajas de la especialización y, lo que no es menos importante, de la dificultad de diversificar adecuadamente el patrimonio de los accionistas. En entornos inciertos y ante circunstancias desfavorables, esto puede ocasionar graves problemas a los individuos que participan en estas entidades.

(17) La concentración de la propiedad puede ser vista por el resto de partícipes como una garantía de que la dirección no se comportará oportunísticamente o, en otros términos, como una situación de menor probabilidad de comportamiento discrecional, y por tanto como una garantía de que los pagos acordados con los partícipes serán satisfechos.

la «F» garantizan la significación conjunta de los tres modelos estimados. La contrastación del primer modelo revela cuáles son las principales variables que permiten explicar el nivel de apalancamiento contractual de las empresas de la muestra: el apalancamiento financiero, la concentración de la propiedad y la participación en el capital de los consejeros. El signo positivo y significativo del apalancamiento financiero verifica una de las hipótesis planteadas en el marco teórico. La justificación de tal relación puede encontrarse en la aversión al riesgo de los agentes que —ante situaciones de mayor riesgo— no quieren vincular su remuneración con el resultado de la actividad, prefiriendo contratar en términos de pagos fijos. En la medida en que el resultado sea muy variable, parece lógico que los agentes individuales eviten asumir riesgos más allá de lo que está en sus manos, es decir, la oferta de bienes y servicios que les corresponda.

Sin embargo, aunque el apalancamiento financiero anima la contratación en términos de pagos fijos, la presencia de deuda bancaria no se revela significativa. A tenor de los resultados del modelo y en discrepancia con la relación propuesta, no parece que la utilización de financiación bancaria represente una garantía alternativa del cumplimiento de las obligaciones contractuales y, por tanto, no parece animar la utilización masiva de pagos fijos en las relaciones contractuales.

Pero no sólo el endeudamiento facilita la utilización de pagos fijos en las relaciones contractuales, sino que la participación de los consejeros en el capital de la empresa y el grado de concentración de la propiedad se revelan también factores significativos. Si bien estas relaciones habían sido avanzadas en el análisis descriptivo al describir las características de las empresas multinacionales y familiares, el análisis de regresión dota generalidad al efecto positivo que sobre el apalancamiento contractual tienen estas dos dimensiones de la estructura de propiedad y control de las empresas. Por un lado, la relación positiva observada entre control mayoritario y apalancamiento contractual parece dar validez a la garantía que supone para los partícipes la ausencia de separación entre propiedad y control, indicativa de menores costes de agencia (18). Y por otro, el porcentaje de acciones en manos del consejo —indicativo de mayores incentivos a la labor de supervisión y control— también parece respaldar el establecimiento de contratos de pagos fijos en las relaciones contractuales. Estas dos situaciones, aparentemente dispares, se identifican al procurar un control estrecho de la actividad de la empresa: sea a través de un control no compartido o por medio de la participación activa de la propiedad en los órganos de supervisión y control e incluso en la gestión. Como el análisis descriptivo señalaba, estas formas de gobierno de la empresa configuraban el *modus operandi* de las empresas multinacionales y familiares, respectivamente.

Precisamente, los resultados del segundo modelo (tabla 6) avalan y sentencian la relación positiva entre el apalancamiento contractual y el apalancamiento financiero y la naturaleza transnacional y familiar de las empresas. Y todo ello con las particularidades de gobierno anteriormente comentadas (19). En efecto, el signo

(18) Además, en las empresas sin separación entre propiedad y gestión, la contratación en términos de pagos mixtos no resultaría tan necesaria en términos de costes de agencia.

(19) Aunque la variable participación de los consejeros en el capital (ALFA-AJ) deja de ser significativa, su efecto es recogido por la variable que recoge el carácter familiar de las empresas. Como ya reveló el análisis univariante, las empresas familiares se caracterizan principalmente por disfrutar de un consejo de administración con amplia representación accionarial.

TABLA 6.—Factores explicativos del nivel de apalancamiento contractual en 1992

Las estimaciones se realizan para una muestra de 127 empresas. Se estiman tres modelos para explicar el grado de apalancamiento contractual (PFIJ). Los tres modelos se diferencian únicamente por las variables explicativas introducidas. Así, el primero (1) está formado por el apalancamiento financiero (DTAT), la financiación bancaria (DBDT), la participación de los consejeros individuales en el capital (ALFA-AJ) y el grado de concentración de la propiedad (C1). El segundo (2) recoge las variables anteriores más las variables representativas de la naturaleza del accionista principal (BA, FA_PA, OEMU, OEN y PU), que son introducidas en el modelo según el procedimiento *stepwise*. El tercero (3) incluye las variables del primer modelo más las representativas de la adscripción sectorial de las empresas, introducidas en según el procedimiento *stepwise*. En la tabla se detallan los coeficientes estimados, la significación del estadístico «t» (entre paréntesis), los coeficientes de determinación, la F de Fisher y el test de Durbin-Watson. En el caso de la naturaleza del accionista principal y del sector sólo se precisan las variables significativas. Los modelos a estimar son:

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 C1 + \epsilon \quad (1)$$

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 C1 + \beta_5 (Nat. Acc. Princ.) + \epsilon \quad (2)$$

$$PFIJ = \alpha + \beta_1 DTAT + \beta_2 DBDT + \beta_3 ALFA-AJ + \beta_4 C1 + \beta_5 (Sector) + \epsilon \quad (3)$$

	(1)	(2)	(3)
N.º de casos	127	127	127
α	0.6193 (0.000)	α 0.5786 (0.000)	α 0.7567 (0.000)
Alfa-aj	0.0018 (0.056)	Alfa-aj 0.0003 (0.798)	Alfa-aj 0.0002 (0.752)
Dbdt	0.0742 (0.249)	Dbdt 0.0918 (0.140)	Dbdt 0.0738 (0.116)
Dtat	0.2062 (0.059)	Dtat 0.2100 (0.045)	Dtat 0.2117 (0.009)
C1	0.0011 (0.098)	C1 0.0013 (0.059)	C1 0.0006 (0.241)
		Oemu 0.0917 (0.040)	Cementos y construcciones -0.0893 (0.008)
		Fa_pa 0.0991 (0.098)	Eléctrico -0.3077 (0.000)
		Pu -0.1135 (0.045)	Transp. y comun. -0.4399 (0.000)
			Inmobiliario -0.2152 (0.000)
R múltiple	0.3122	R múltiple 0.4413	R múltiple 0.7398
R ²	0.0974	R ² 0.1947	R ² 0.5473
R ² ajustado	0.0681	R ² ajustado 0.1477	R ² ajustado 0.5169
Error estándar	0.1955	Error estándar 0.1870	Error estándar 0.1407
F	3.321	F 4.1458	F 17.98
Sig-F	0.0128	Sig-F 0.0004	Sig-F 0.000
Durbin-Watson	1.6979	Durbin-Watson 1.7292	Durbin-Watson 1.8216

positivo y significativo de estas variables permite precisar con mayor confianza los factores determinantes de la utilización de pagos fijos en los contratos. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que los elevados ratios de apalancamiento contractual se concretan en el predominio de los contratos externos con proveedores, en un caso (multinacionales), y en los contratos internos, en otro caso (familiares). Esta dife-

rencia es relevante desde el momento en que la existencia de una u otra clase de contratos revela el nivel de integración de las actividades y, por lo tanto, el grado de flexibilidad estratégica de la empresa a la hora de revisar y renegociar las obligaciones contraídas con los partícipes. Esta situación llega a ser especialmente importante en presencia de un elevado endeudamiento y, por consiguiente, de mayor riesgo financiero. Los resultados del modelo estimado parecen apuntar en esa dirección.

Por último, la inclusión de variables sectoriales en el tercer modelo proporciona información adicional sobre las características de las empresas españolas menos apalancadas contractualmente. A tenor de los resultados obtenidos, las empresas de los sectores cementero, inmobiliario, eléctrico y transportes y comunicaciones se caracterizan por un menor uso de los pagos fijos en los contratos. Para los dos últimos sectores, compuestos en su mayoría por empresas públicas, este resultado es coherente con el signo negativo obtenido para esta variable en el segundo modelo. Parece por tanto que, junto a las variables de propiedad y deuda, tanto la naturaleza del accionariado como la adscripción sectorial son elementos explicativos del nivel de apalancamiento contractual. En este último caso, sería necesario indagar en las peculiaridades de cada negocio para mejorar nuestra comprensión del grado en que las empresas utilizan pagos fijos.

4. Conclusiones

El análisis de las relaciones contractuales a través de la estructura de pagos ha permitido trazar una caracterización de la estructura contractual global de la empresa ciertamente singular, como es aquella que distingue los contratos que vinculan a los agentes según se concreten en un pago fijo, variable o una mezcla de ambos. En determinar la conveniencia de un pago u otro en las relaciones contractuales desempeñan un importante papel la naturaleza de estos pagos y las circunstancias contractuales existentes, como son la naturaleza de los derechos residuales, la aversión al riesgo de los agentes, la especialización de funciones, el tipo de control ejercido, etc. La elaboración de un índice —apalancamiento contractual— ha permitido sintetizar el grado en que las estructuras de las empresas están apalancadas contractualmente —de la misma manera que están endeudadas— y en qué contratos se manifiesta tal situación.

Con todo, la clasificación de la estructura contractual en función de los pagos satisfechos, así como su correspondencia con la estructura de propiedad y control, no pretende ser un modelo contractual óptimo de la empresa, sino más bien un intento de caracterización de la estructura contractual útil para poner de manifiesto la importancia de todos los agentes en la empresa y el modo en que contratan, describir las diferentes regularidades empíricas observadas en las relaciones contractuales, examinar el grado en que están apalancadas y, por último, para proporcionar hipótesis que permitan avanzar algunas explicaciones sobre la estructura contractual de la empresa desde una óptica nanoeconómica.

La proyección del marco teórico sobre una muestra de grandes empresas españolas proporciona un conjunto de hechos estilizados y evidencias empíricas sugerentes. El primero de ellos expresa el marcado apalancamiento contractual de la empresa española, ya sea por el porcentaje de empresas con ratios elevados —62,8

por 100— o por cualquiera de los componentes que lo definen. En muchos casos, el apalancamiento contractual se conjuga con un elevado apalancamiento financiero, evidenciando un riesgo importante de incumplimiento de las obligaciones contraídas. Un posible argumento explicativo de esta situación se encuentra en la aversión al riesgo de los agentes que, ante una mayor probabilidad de incumplimiento contractual, prefieren contratar en términos de pagos fijos y no hacer depender su remuneración del resultado, centrando sus esfuerzos en la oferta de bienes y servicios y en los demás términos de su relación contractual.

En segundo lugar, se constata el importante peso relativo de los pagos a proveedores dentro de la estructura de pagos (20). Además, la adscripción de los pagos a contratos externos e internos permite discriminar a las empresas de la muestra, siendo los primeros característicos de las empresas multinacionales (contratación con proveedores) y los segundos más propios de las empresas nacionales de capital privado y, en especial, de las familiares (contratos de producción y personal). La distinción es importante desde el momento en que el predominio de una clase u otra de contratos revela el nivel de integración de las actividades y, por ende, el grado de flexibilidad estratégica de la empresa a la hora de renegociar las obligaciones contractuales contraídas con los participantes.

En tercer lugar, se pone de manifiesto que cuando la imbricación de la propiedad en el control es más estrecha, caso de un control no compartido o —en su lugar— de la participación de los propietarios en los órganos de supervisión y control e incluso en la dirección, el grado de apalancamiento contractual es más elevado. Este predominio de la contratación en términos de pagos fijos resulta acorde —desde un punto de vista teórico— con una escasa separación entre propiedad y control, pues la falta de especialización atenúa los problemas de agencia y reduce el riesgo de comportamiento oportunista por parte de la dirección. Por contra, cuando propiedad y control están separadas, la contratación con pagos ligados al *cash flow* resultaría preferible por cuanto podría obtenerse un ahorro en costes derivado de la vinculación del esfuerzo de los agentes a los resultados de la empresa. Los resultados obtenidos en nuestro análisis, aun dotados de generalidad, son especialmente pertinentes para algunos tipos de empresas —multinacionales, familiares y públicas—, y determinados sectores de actividad. Todos ellos referidos a un entorno contractual —como corresponde al caso español— en el que no se puede soslayar la falta de especialización entre la propiedad y el control y el efecto de la regulación.

Ciertamente, los resultados obtenidos de esta aproximación al estudio de la estructura contractual de la empresa española deben tomarse con cautela. Por una parte, el análisis de las variables determinantes de las relaciones contractuales de las empresas se encuentra todavía en fase embrionaria. Y por otra, las limitaciones de la información disponible condicionan la generalización de los resultados obtenidos en este trabajo, pudiendo ser considerados como indicios explicativos de la estructura contractual de la empresa.

(20) Una serie histórica, de la que desafortunadamente carecemos, nos permitiría observar si la importancia de los pagos satisfechos a proveedores ha seguido un recorrido ascendente en paralelo a la estrategia de desafectación de la producción seguida por numerosas empresas en los años ochenta.

Bibliografía

- ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H. (1972): «Production, information costs, and economic organization», *American Economic Review*, vol. 62, pp. 777-795.
- ANDRÉS, P. (1995): *Estructura contractual, asignación estratégica de recursos y resultados de la gran empresa española*, tesis doctoral, Universidad de Valladolid, Valladolid.
- BAKER, G. JENSEN, M. C. y MURPHY, K. (1988): «Compensation and incentives: practice vs. theory», *The Journal of Finance*, vol. 43 (3), July, pp. 593-616.
- BHATTACHARYA, S. y THAKOR, A. V. (1993): «Contemporary banking theory», *Journal of Financial Intermediation*, núm. 3, pp. 576-602.
- BERGLOF, E. (1990): *Corporate control and capital structure. Essays on property rights and financial contracts*, Institute of International Business, Stockholm.
- CAMPBELL, T. S. y KRACAW, W. A. (1980): «Information production, market signaling, and the theory of financial intermediation», *The Journal of Finance*, vol. 35 (4), pp. 863-882.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A. C. (1987): «Corporate stakeholders and corporate finance», *Financial Management*, Spring, pp. 5-14.
- DRAPER, D. y HOAG, J. W. (1978): «Financial intermediation and the theory of Agency», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nov., pp. 595-611.
- EISENHARDT, K. M. (1989): «Agency theory: An assessment and review», *Academy of Management Review*, núm. 14, pp. 57-74.
- FAMA, E. F. (1990): «Contract costs and financial decisions», *Journal of Business*, vol. 63 (1), pp. S71-S91.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983a): «Agency problems and residuals claims», *Journal of Law and Economics*, vol. 26 (2), pp. 327-349.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983b): «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26 (2), pp. 301-325.
- GALVE GORRIZ, C. (1992): *Propiedad, control y resultados de la empresa española*, tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.
- GILSON, S. C. y VETSUYPPENS, M. R. (1993): «Creating pay-for-performance in financially troubled companies», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, pp. 81-92.
- GROSSMAN, S. J. y HART, O. D. (1986): «The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration», *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 691-719.
- HARRIS, M. y RAVID, A. (1990): «Capital structure and the informational role of debts», *The Journal of Finance*, vol. 45 (2), pp. 321-349.
- HART, O. E. (1995): *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press, Londres.
- HART, O. E. (1989): «An economist's perspective on the theory of the firm», *Columbia Law Review*, vol. 87 (9), pp. 1757-1774.
- HENNART, J. F. (1994): «The "comparative institutional" theory of the firm: some implications for corporate strategy», *Journal of Management Studies*, vol. 31 (2), pp. 193-207.
- HILL, C. W. L. y JONES, T. M. (1992): «Stakeholder-Agency theory», *Journal of Management Studies*, vol. 29 (2), pp. 131-143.
- JENSEN, M. C. (1993): «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *The Journal of Finance*, vol. 48 (3), pp. 831-880.
- JENSEN, M. C. (1986): «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1992): «Specific and general knowledge, and organizational structure», en WERIN, L. y WIKANDER, H. (Ed.): *Contract Economics*, Blackwell, Oxford, pp. 251-274.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4), pp. 305-360.

La estructura contractual de la gran empresa española...

- JENSEN, M. C. y MURPHY, K. (1990): «Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy*, vol. 98 (2), pp. 225-264.
- KAY, J. (1991): «Economics and Business», *The Economic Journal*, vol. 101 (1), pp. 57-63.
- LELAND, H. E. y PYLE, D. H. (1977): «Informational asymmetries, financial structure and financial intermedation», *The Journal of Finance*, vol. 32 (2), pp. 371-387.
- MYERS, S. C. (1977): «Determinants of corporate borrowing», *The Journal of Finance*, vol. 5 (2), pp. 145-175.
- MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. (1977): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13 (2), pp. 187-221.
- POUND, J. (1988): «Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 237-265.
- REVE, T. (1990): «The firm as a nexus of infernal and external contracts», en AOKI, M.; GUSTAFSON, B. y WILLIAMSON, O. E. (Eds.): *The firm as a nexus of treaties*, Sage Pub., London, pp. 133-161.
- RODRIGUEZ SANZ, J. A. (1993): *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la empresa industrial española: Un enfoque de agencia*, tesis doctoral, Universidad de Valladolid.
- ROSS, S. A. (1977): «The determination of financial structure: the incentive-signaling approach», *Bell Journal of Economics*, vol. 8 (1), pp. 23-40.
- SHLEIFER, A. y VISNHY, R. W. (1986): «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, vol. 94 (3), pp. 461-458.
- WILLIAMSON, O. E. (1988): «Corporate finance and corporate governance», *The Journal of Finance*, vol. 43 (3), pp. 567-591.