

La estructura contractual y apalancamiento contractual de los sectores industriales de Estados Unidos (1998-2003)

The contractual structure and leverage of U.S. industrial sectors (1998-2003). A contrast of the contractual approach

Recibido: 20 de mayo de 2011

Evaluado: 4 de junio de 2013

Aceptado: 20 de junio de 2013

Aura J. Uribe Arévalo (Colombia)

Universidad de Valladolid
uribe@hotmail.com

Rocío K. Requena Acosta (Venezuela)

Universidad de Valladolid
karhenina@aol.com

Resumen

El presente artículo surgió como una iniciativa de dar continuidad al trabajo de análisis de la estructura contractual de la gran empresa española, con el fin de hacer una comparación y juicios frente a las ocurrencias originadas en los sectores económicos de Estados Unidos, que se utilizará en el estudio empírico, con los siguientes objetivos: 1) identificar la estructura de contractual de los sectores industriales, 2) identificar la clasificación de acuerdo con el porcentaje de apalancamiento contractual de los sectores industriales y 3) clasificar los contratos según el tipo de pago. Los contratos representan las obligaciones contraídas por la empresa, y nos pueden indicar su nivel de compromiso y su capacidad de reaccionar ante nuevas responsabilidades. Desde este enfoque, se muestra otro punto de referencia desde el que la empresa puede ser vista, el punto de vista contractual y no solo desde la típica estructura de deuda.

Abstract

This paper is an initiative to continue the contractual structure analysis of the great Spanish company (Azofra and Andres, 1998), in order to make a comparison and judgments against occurrences arising from the economic sectors of the USA, to be used in the empirical study, with the following objectives:

- Identify the contractual structure of industrial sectors.
- Identify the classification according to the percentage of contractual leverage of the industrial sectors.
- Sort the contracts by type of payment, by means of the study by Fama (1990).

The contracts represent the obligations of the company, and they can indicate their level of commitment, and ability to react to new commitments. From this approach, we show another reference point from which the company can be seen: from

the contractual point of view and not just from the typical debt structure (Fama, 1990).

Palabras clave: estructura contractual, apalancamiento contractual, estructura de pagos.

Keywords: Contractual Structure, Leverage Contract; Structure of Payments.

Marco teórico: la estructura contractual y el apalancamiento financiero

Las relaciones contractuales desempeñan un papel importante en las empresas, ya que el surgimiento de nuevos agentes ha generado distintas líneas de investigación en la teoría de agencia. Los grupos partícipes, como clientes, proveedores, Estado, empleados, entre otros, cumplen una función en la toma de decisiones, al igual que los accionistas y la dirección. Cada uno de los agentes, o grupos, aportan recursos complementarios para la actividad empresaria, y lo hacen estableciendo una relación contractual en la que se busca satisfacer unos intereses de retorno.

Entre los aportes que se han dado desde la formulación de la teoría de agencia de Jensen y Meckling (1976) (bajo un modelo de empresa) y la continuidad de otros investigadores buscando explicaciones a los factores que se asocian a los contratos financieros encontramos:

- 1) El papel que desempeñan los accionistas principales como supervisores con los directivos.
- 2) 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 esquemas de incentivos a los inversores.
- 3) La función de la deuda como mecanismo de gobierno empresarial.
- 4) 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.

- 5) Los contratos con otros agentes que definen nexos de la empresa.

Del último factor enunciado, se derivan nuevas investigaciones para entender las acciones de la empresa en su interior respecto de contratos, responsabilidades adquiridas con los llamados partícipes inversores o no inversores (clientes, proveedores, empleados, gobierno y otros); se pretende entender las características que surgen en cada una de estos vínculos contractuales. El aporte investigativo en este sentido nace con Fama (1990), donde distingue contratos de pagos fijos y contratos variables, tras explicar que la empresa puede ser vista en el aspecto financiero no solo desde su estructura de deuda-capital, sino también desde su estructura contractual, que, definitivamente, representará el porcentaje de compromisos adquiridos por la empresa. Esta introducción a la estructura contractual de la empresa, básicamente, argumenta acerca de la prevalencia en las finanzas de una estructura de deuda-capital, y se enfoca en el estudio de la función que cumplen los costos contractuales en las estructuras financieras. Esto implicó que Fama (1990) incluyera en su análisis, como bien menciona, las demandas emanadas por otros agentes diferentes de los tradicionales en la estructura financiera deuda-capital.

En este esquema contractual Fama (1990), entonces, define esencialmente

cinco tipos de pagos (contractuales) que asociará a la mencionada estructura:

- 1) pagos fijos, que excluyen los intereses;
- 2) pagos mixtos, los cuales son una mezcla de pagos fijos y pagos de incentivos relacionados con el del flujo neto de caja;
- 3) pago de intereses;
- 4) flujo de caja neto sobre el patrimonio;
- 5) pago de impuestos federales (aplicables al caso de Estados Unidos).

De esta forma, Fama (1990) hace un ordenamiento de pagos basándose, principalmente, en el estado de pérdidas y ganancias.

Adicionalmente al estudio realizado por Fama (1990), es importante mencionar el estudio de Andrés y Azofra (1998), en el cual, los autores definen el llamado *apalancamiento contractual* como un “índice de la magnitud de las obligaciones contractuales contraídas por la empresa con sus participes así como su capacidad para satisfacerles” (p. 58). Asimismo, estos autores define la estructura contractual como “el conjunto de contratos que conforman la empresa y que viene caracterizada por los recursos que se incorporan a cada relación y por la forma de gobernar/gestionar cada relación contractual” (p. 64). Y sobre la relación entre los pagos fijos y variables consideran que “La relación entre pagos fijos y variables o alternativamente, entre pagos fijos y pagos totales nos proporciona una medida del grado de apalancamiento contractual de la empresa” (p. 64). Argumentando, además, que los pagos variables están ligados a los resultados obtenidos por la empresa, y que esta es la naturaleza de los contratos del equipo directivo. Los autores afirman además que “Indudablemente, las

características de la estructura de propiedad y control elegida para gestionar los recursos desempeña un papel principal para explicar la presencia y características de los contratos de pagos fijos, mixtos y variables” (p. 63).

El estudio de los autores citados se centró, entonces, en una muestra de 128 grandes empresas no financieras que cotizaban en el mercado de valores durante el periodo 1992-1993, con lo cual se obtuvieron resultados interesantes como que “los contratos que incorporan pagos fijos recogen el 80 % de los pagos totales” (p. 69). Se aprecia luego el elevado grado de apalancamiento contractual de la gran empresa española, el cual resultó de 52.8 %. El análisis permitió, además, establecer una relación positiva entre la concentración de capital propio y el apalancamiento contractual. Los autores incluyeron variables sectoriales en el análisis y concluyen, según los resultados obtenidos, que “las empresas de los sectores cementero, inmobiliario, eléctrico y transporte y comunicaciones se caracterizan por un menor uso de los pagos fijos en los contratos” (p. 69). A su vez el análisis arrojó que “el apalancamiento contractual se conjuga con un elevado apalancamiento financiero, evidenciando un riesgo importante de incumplimiento de las obligaciones contraídas” (p. 73).

Una cuestión importante en el análisis de estos autores es la dimensión de amplitud que otorga al concepto de *estructura contractual*, ya que habla de una “integración de enfoques dentro del modelo”, mencionando a los enfoques contractuales —obviamente—, *stakeholder* y recursos. Entonces, es lícito decir que desde este enfoque de estructura contractual podemos ver la asignación de recursos contractualmente en el grupo de

stakeholder de la empresa, dimensión bastante completa desde el punto de vista estratégico y financiero. Siguiendo esta línea, Andrés y Azofra (1998) definen entonces los *contratos explícitos* —laborales, de directivos, de deuda, de suministros, de garantía, de venta, tributos, etcétera— y los *contratos implícitos* —aquellos que si no se cumplen no llevan a la quiebra a la empresa—, los cuales, como bien dice, tienen características de ser nebulosos. Es, sin embargo, difícil delimitar dentro de la empresa estos tipos de contratos, pero tal y como menciona el autor ayudaría a tipificar las estructuras contractuales.

Análisis empírico

Metodología

Este trabajo nace como una iniciativa para contrastar los resultados frente a los alcanzados que analiza la gran empresa española (Andrés y Azofra, 1998) y para ampliar el estudio realizado por Fama (1990) sobre los sectores industriales de Estados Unidos.

El objetivo busca describir la estructura contractual de las empresas, para este caso de aplicación, empresas pertenecientes a sectores económicos en Estados Unidos.

El trabajo se centra en lo descriptivo y busca proyecciones explicativas de acuerdo con los resultados y la contrastación con los aportes desde la teoría existente.

A continuación, se describirá la muestra utilizada, fuente de información, las variables utilizadas y las técnicas empleadas.

La muestra

La muestra utilizada se compone de datos obtenidos del Internal Revenue Service del Departamento de Tesorería del Gobierno de Estados Unidos, más específicamente se corresponde a la información proporcionada por las corporaciones desde 1998 hasta 2003. Los datos son los contenidos en el estándar estadounidense en la presentación de resultados y la tabla usada en cada año se denomina: 2003 Corporation Returns - Returns with Net Income, Table 7: Balance Sheet, Income Statement, Tax, and Selected Other Items, by Major Industry.

Los datos están clasificados por sectores (ver tabla 1), los cuales se segregaron en su menor división a fin de que los datos fueran más detallados. En total, se cuenta con la siguiente estructura:

- 1) 18 sectores industriales,
- 2) 58 subsectores,
- 3) 12 categorías.

La base de datos se construye utilizando el mayor detalle de cada sector con lo cual evita totales a fin de tener la mayor cantidad de datos, de tal forma que en vez de usar los 18 sectores se opta por emplear los siguientes datos:

Tabla 1. Detalle de los sectores y subsectores empleados

| Acción tomada con el sector | Cantidad | Descripción de los sectores |
|------------------------------|----------|---|
| Subsectores eliminados | 4 | Credit intermediation Contracts other financial investments and related activities Insurance carriers and related activities Securities commodity Funds and other financial vehicles. |
| Sectores eliminados | 2 | Finance and insurance Not allocable |
| Subsectores no empleados | 1 | Retail trade (Se emplean las categorías de este subsector) |
| Sectores no empleados | 12 | Agriculture, forestry, fishing, and hunting Construction Manufacturing Wholesale and retail trade Transportation and warehousing Information Total real estate and rental and leasing Total administrative and support and waste management and remediation services Total Health care and social assistance Arts, entertainment, and recreation Accommodation and food services Other services (Se emplean sus subsectores y categorías) |
| Sectores empleados | 5 | Mining Utilities Professional scientific and technical services Management of companies (holding companies) Educational services (No se dividen en subsectores) |
| Subsectores empleados | 53 | Todos exceptuando el retail trade |
| Categorías empleadas | 12 | Todas las existentes |
| Total de segmentos empleados | 70 | Estos segmentos en su suma total representan el total de la industria |

Los datos previos al 1998 no son empleados debido a que la clasificación de la industria era completamente diferente; en 1998 el Gobierno estadounidense incorpora un cambio a la clasificación industrial, a partir de entonces la clasificación se basa en el NAICS (North American Industrial Classification System), el cual fue desarrollado por Canadá, México y Estados Unidos. La clasificación NAICS reemplaza a la PBA (Principal Business Activity) existente en los años anteriores a 1998.

Variables

Se contemplaron ocho variables con las que se busca establecer caracterizaciones de los sectores contemplados, dada la información presentada por la base de datos y la búsqueda de una homogenización de la misma se tendrán las siguientes variables:

Tabla 2. Detalle de las variables empleadas

| Variable | Descripción | Tipo de variable |
|----------|---------------------------------------|------------------|
| DTAT | Deuda total/sobreactivo total | Independiente |
| DLDT | Deuda a largo plazo sobre deuda total | Independiente |
| ROA | Net income sobre total assets | Independiente |
| ROE | Net income sobre net worth | Independiente |
| APCR | Deuda a corto/deuda total | Dependiente |

La estructura de pagos utilizada está adecuada a la información de la base de datos de trabajo, la cual ha sido ajustada de acuerdo con los parámetros de contabilidad aceptados y siguiendo los cambios que se han reportado en los boletines de cada año.

El origen de los datos procede de los estados de resultados de las empresas; los ajustes de los ítems pagos fijos, los pagos

variables y los pagos mixtos se han realizado siguiendo la metodología y propuestas dadas en Fama (1990).

Se han definido como variables *dummy* los años 1998-2003, los cuales pueden indicar la significación del año en el modelo, debido a cambios económicos importantes en la economía nacional o internacional.

Tabla 3. Valores alcanzados en los periodos de estudio

| | N | Mínimo | Máximo | Media | Desv. típ. |
|------------------------|-----|--------|--------|--------|------------|
| DTAT | 426 | ,187 | 1,276 | ,59646 | ,109784 |
| DLAT | 426 | ,045 | ,820 | ,23670 | ,093663 |
| ROA | 426 | ,033 | ,797 | ,19259 | ,086379 |
| ROE | 426 | -2,408 | ,996 | ,21645 | ,194108 |
| APCR | 426 | ,244 | ,951 | ,78421 | ,111293 |
| N válido (según lista) | 426 | | | | |

Etapas y técnicas de análisis

Ya presentada la muestra de estudio y seleccionadas las variables, describimos de forma breve la metodología. El análisis empírico se aborda desde una primera parte con una base descriptiva, se calculan los distintos tipos de pagos y se

clasifican en función de la relación contractual a la que pertenecen, así obtenemos los siguientes resultados, los cuales se alcanzan siguiendo el análisis de Fama (1990) (ver tabla 4).

Tabla 4. Estructura de pagos

| Pagos de corporaciones no financieras de Estados Unidos | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Amounts in thousands of dollars | | | | | | |
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Cost of goods sold | 6897 | 7306 | 8087 | 7103 | 7033 | 7784 |
| Other deductions | 1231 | 1329 | 1404 | 2649 | 1320 | 1480 |
| Repairs | 102 | 104 | 103 | 97 | 83 | 92 |
| Rent paid on business property | 217 | 246 | 253 | 242 | 253 | 264 |
| Advertising | 150 | 163 | 162 | 151 | 149 | 162 |
| Employee benefit programs | 147 | 150 | 157 | 152 | 160 | 182 |
| Salaries and wages | 1133 | 1246 | 1287 | 0 | 1266 | 1358 |
| Total pagos fijos | 9877 | 10 544 | 11 453 | 10 394 | 10 265 | 11 323 |
| Pensionprofit-sharingstock bonusannuity plans | 56 | 61 | 66 | 62 | 95 | 102 |
| Compensation of officers | 273 | 283 | 289 | 274 | 275 | 281 |
| Taxes paid | 264 | 273 | 281 | 271 | 266 | 286 |
| Contributions or gifts | 7 | 9 | 9 | 10 | 9 | 9 |
| Total pagos mixtos | 600 | 627 | 644 | 616 | 645 | 679 |
| Interest paid | 502 | 505 | 643 | 589 | 405 | 411 |
| Net income | 787 | 850 | 930 | 800 | 772 | 859 |
| Amortization | 44 | 50 | 55 | 57 | 58 | 70 |
| Depreciation | 394 | 430 | 423 | 390 | 391 | 420 |
| Depletion | 6 | 6 | 8 | 7 | 5 | 8 |
| Bad debts | 53 | 56 | 66 | 84 | 83 | 88 |
| Total pagos variables | 1285 | 1393 | 1482 | 1337 | 1310 | 1446 |
| Total income tax after credits [2] | 147 | 160 | 168 | 134 | 119 | 135 |
| Total pagos | 12 410 | 13 229 | 14 390 | 13 069 | 12 744 | 13 994 |

| % de pagos | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Media |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| % pagos fijos=tpf/tp | 80 % | 80 % | 80 % | 80 % | 81 % | 81 % | 80 % |
| % pagos mixtos=tpm/tp | 5 % | 5 % | 4 % | 5 % | 5 % | 5 % | 5 % |
| % intereses pagados=INT/TP | 4 % | 4 % | 4 % | 5 % | 3 % | 3 % | 4 % |
| % pagos variables=IMP/TP | 10 % | 11 % | 10 % | 10 % | 10 % | 10 % | 10 % |
| % income tax | 1 % | 1 % | 1 % | 1 % | 1 % | 1 % | 1 % |

Posteriormente, mediante el procedimiento de regresión, se buscan los factores determinantes del apalancamiento contractual de la muestra de estudio.

El modelo básico por contrastar relaciona el apalancamiento contractual con

el apalancamiento financiero (DTAT), la financiación a largo plazo, también incluiremos el ROE y, como ejercicio de análisis comportamental del año, se trabajará este como una variable dummy. De tal forma, el modelo quedaría:

a. $APCR = f(DTAT + DLDL + ROE + ROA)$:

Obteniéndose los siguientes resultados:

```
xtreg aprc dtat dldt roe roa, fe i(sector)
Fixed-effects (within) regression Number of obs = 426
Group variable (i): sector Number of groups = 71
R-sq: within = 0.1281 Obs per group: min = 6
      between = 0.0024 avg = 6.0
      overall = 0.0001 max = 6
F(4,351) = 12.89
corr(u_i, Xb) = -0.1488 Prob > F = 0.0000
```

aprc | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]

```
dtat | .0496774 .0233787 2.12 0.034 .0036975 .0956572
dldt | -.0241156 .020617 -1.17 0.243 -.064664 .0164328
roe | .0233608 .0076422 3.06 0.002 .0083306 .0383911
roa | -.1684618 .0313553 -5.37 0.000 -.2301298 -.1067939
cons | .7915586 .0173773 45.55 0.000 .7573818 .8257354
```

sigma_u | .11145706
sigma_e | .02145292
rho | .96427607 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(70, 351) = 153.73 Prob > F = 0.0000

```
xtreg aprc dtat dldt roe roa, re i(sector)
```

b. $APCR = f(DTAT + DLDT + ROE + ROA \text{ Dummy año})$:

Con los siguientes resultados:

xtreg aprc dtat dldt roe roa d1998 d1999 d2000 d2001 d2002, fe i(sector)

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 426

Group variable (i): sector Number of groups = 71

R-sq: within = 0.1456 Obs per group: min = 6

between = 0.0023 avg = 6.0

overall = 0.0000 max = 6

F(9,346) = 6.55

corr(u_i, Xb) = -0.1472 Prob > F = 0.0000

apcr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]

dtat | .0556726 .0235438 2.36 0.019 .0093656 .1019795
dldt | -.0276934 .0206892 -1.34 0.182 -.0683859 .0129992
roe | .0252112 .0077488 3.25 0.001 .0099707 .0404518
roa | -.1657175 .0318418 -5.20 0.000 -.2283453 -.1030896
d1998 | -.0043697 .0036668 -1.19 0.234 -.0115817 .0028423
d1999 | -.005604 .0036357 -1.54 0.124 -.0127548 .0015467
d2000 | -.0045698 .0036346 -1.26 0.209 -.0117186 .002579
d2001 | -.001208 .0036263 -0.33 0.739 -.0083403 .0059244
d2002 | .0021639 .0036422 0.59 0.553 -.0049998 .0093275
_cons | .7907406 .0174403 45.34 0.000 .7564383 .825043

sigma_u | .11147039
sigma_e | .02138923
rho | .96448855 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(70, 346) = 154.62 Prob > F = 0.0000

Resultados

Como primer punto, en la tabla 4 podemos observar que, en términos medios, los pagos fijos representan 80 % durante los seis años de estudio; este resultado en relación con los obtenidos por Fama (1990) ha caído 5 %, el cual se le ha adjudicado ahora a pagos variables, el cual en este periodo representa 10 % del total de pagos. Este aumento de pagos variables se debe, quizás, a la nueva tendencia de pago de incentivos a los directivos, la cual en esos seis años (1998-2003) tendió a aumentar. El porcentaje de impuesto y de pagos mixtos no varió. En cuanto a los pagos de intereses, este porcentaje aumentó en 4 %, debido lógicamente al alza de los intereses durante estos seis años.

Del primer modelo de regresión realizado, podemos encontrar que las variables que explican el apalancamiento contractual en el conjunto de muestra analizada son el DTAT (deuda a largo entre deuda total), ROE (Return on Equity) y ROA (Return on Assets). Se puede observar, pues, que el DTAT tiene una incidencia positiva sobre el apalancamiento contractual; este resultado es consistente con los resultados encontrados por Andrés y Azofra (1998), quienes argumentan que la justificación para esta 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 cuanto al ROE, observamos que tiene una relación positiva, lo cual tiene sentido porque se puede argumentar que, a medida que aumentan los pagos fijos, el net income se ve menos

comprometido con pagos variables y, a su vez, las ganancias retenidas, de tal forma que, al igual que el DTAT, podemos decir que está relacionado con el riesgo, y la garantía que desean tener los shareholders de obtener la mayor ganancia del capital invertido. La relación negativa del ROA se explica, al mismo tiempo, porque podemos pensar que está directamente relacionada con los pagos mixtos otorgados a los directivos; a medida que existe menor número de pagos mixtos, existen menos incentivos, por lo que la eficiencia de los activos tenderá a ser menor. Podemos argumentar que lo que desean los shareholders es aumentar el ROE, para lo cual necesitan cierta garantía aun cuando el ROA tienda a bajar y, en consecuencia, se aumentan los pagos fijos, lo que, en efecto, haría incrementar el apalancamiento contractual. Por otra parte, el DLDT no resulta significativa; parece ser que la deuda a largo plazo —frecuentemente asociada con deuda bancaria— no determina ninguna tendencia en la estructura contractual. Este resultado es consistente con el obtenido por Andrés y Azofra (1998), aun cuando ellos usan la deuda bancaria y aquí se utiliza la deuda a largo plazo.

En el segundo modelo, la relación y el nivel de significación del DTAT, ROE y ROA se mantiene exactamente igual y las variables dummies no son significativas, con lo cual podemos suponer que el periodo no tuvo mayor variación en términos económicos y contractuales. Este resultado es consistente con el de las medias obtenidas en la tabla 4, donde se señala la estructura de pagos obtenida; aun cuando las variables dummies no son significativas, el signo de relación negativo para 1998, 1999, 2000 y 2001 es totalmente consistente con la tabla 4, ya que en ella

veremos que es solo en 2002 y 2003 donde aumentan el apalancamiento contractual, tal y como resulta en el modelo.

Es importante destacar que en ambos modelos el valor de F nos garantiza la significación conjunta de los modelos.

La idea central de incluir el ROE y el ROA es buscar la relación del apalancamiento contractual con estos indicadores de “eficiencia”, ya que ellos pueden develarnos, tal y como lo hacen en nuestros modelos, la relación que existe entre los resultados deseados por los accionistas y el nivel de apalancamiento contractual.

Conclusiones

El análisis realizado deja dar continuidad a los trabajos mencionados en el marco teórico y, ciertamente, nos permiten comprobar las relaciones previamente determinadas de algunas variables con el apalancamiento financiero y, al mismo tiempo, establecer algunas otras nuevas, como ha sido en el caso del ROA y el ROE.

La idea de establecer una nueva forma de estudiar a la empresa en su aspecto financiero nos permite ampliar el análisis y estudio de la empresa aún considerada “una caja negra”. El enfoque contractual, como bien se observa en este trabajo, permite establecer relaciones dentro de la empresa entre los aspectos financieros y organizativos. Esto debido a que el enfoque contractual proporciona una visión más clara y transparente de las relaciones contractuales existentes con los agentes intervinientes en la empresa. Es, pues, el enfoque contractual uno más amplio y más cercano a la realidad empresarial.

Lo importante de los resultados obtenidos es la consistencia que estos

mantienen con la literatura anterior a este trabajo, lo cual avala que, ciertamente, existe una relación entre el apalancamiento contractual y el apalancamiento financiero, entre algunas cosas. A partir de los resultados obtenidos incluso podemos decir que existe una relación entre el retorno de los activos, el retorno de capital y el apalancamiento contractual. Estas relaciones, significativas, como bien se explican en los resultados, por una parte, nos dejan entender la relación de apalancamiento contractual con la aversión al riesgo, esto se puede observar en la relación positiva del ROE, y, por otra parte, la relación con contratos mixtos que guarda el ROA, ya que, a medida que el ROA aumenta, el apalancamiento contractual disminuye, y es que es necesario incentivar al directivo para garantizar un uso *eficiente* de los activos.

Los resultados obtenidos, aunque no pueden generalizarse, pueden enmarcarse dentro de las corporaciones estadounidenses; sin embargo, son consistentes con los obtenidos por Andrés y Azofra (1998) en el estudio de la gran empresa española, lo cual, de alguna forma, nos indica que las relaciones existentes entre las variables pueden, en cierto grado, confirmarse. No obstante, se requiere mayor número de investigaciones que contrasten este hecho para poder confirmarlo por completo. La limitación de los datos, los cuales representan la totalidad de cada sector industrial de las corporaciones estadounidenses, no nos permite quizás establecer tendencias empresariales; nuevas investigaciones deben ser realizadas, para estudiar las tendencias sectoriales a partir de la base de datos propuesta.

La idea central de las nuevas líneas de investigación sería, pues, buscar establecer las bases y las relaciones existentes

entre los indicadores financieros y la estructura de pagos de la empresa, a fin de ser capaces de ir construyendo una teoría financiera contractual que nos permita estudiar a la empresa desde un punto de vista más cercano a sus relaciones con el entorno y no solo internamente.

La teoría contractual es una realidad viva que necesita de mayor análisis y de mayor estudio, lo que significa que es una ventana abierta a la investigación y al establecimiento de nuevas teorías que nos den acceso a analizar más a fondo la *caja negra*, y nos permitan descubrir las relaciones de agencia de una forma más evidente.

Referencias

1. Andrés, P. y Azofra, V. (1998). La estructura contractual de la gran empresa española: factores determinantes del apalancamiento contractual. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 1, 55-79.
2. Andrés, P. (1998). *Contratos, recursos y creación de valor, un análisis de la empresa española* (caps. 2 y 4). Tesis doctoral. Valladolid: Universidad de Valladolid, Secretariado de Publicaciones e Intercambio.
3. Azofra, V. (2005). Acerca de una nota crítica sobre la investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24, 121-149.
4. Coase, R. H. (1991). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
5. Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial management*, 5-14.
6. Fama, E. F. (1990). Contract costs and financial decisions. *Journal of Business*, 63(1), S71-S91.
7. Hill, C. y Jones, T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2); pp. 131-154.
8. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. *American Economic Review*, 76, 323-329.
9. Jensen, M. (2000). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Working Paper*. Harvard: Harvard Business School Press.
10. Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
11. Meyers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 81-102.
12. Rajan, R. y Zingales, L. (2000). The governance of the new enterprise. *Working Paper*. Cambridge: Cambridge University Press.